

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI

**FİNANSAL ARACILARIN GÖZETİM GÖREVİ,
ŞİRKETLERDE FİNANSMAN VE KONTROL**

Doktora Tezi

ABDULLAH YAVAŞ

İSTANBUL – 2011

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI

**FİNANSAL ARACILARIN GÖZETİM GÖREVİ,
ŞİRKETLERDE FİNANSMAN VE KONTROL**

Doktora Tezi

ABDULLAH YAVAŞ

Danışman: PROF. DR. ALİ OSMAN GÜRBÜZ

İSTANBUL – 2011



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Finansal Aracıların Gözetim Görevi, Şirketlerde
Finansman ve Kontrol

TEZ TÜRÜ : Doktora

TEZİ HAZIRLAYAN : Abdullah YAVAŞ

ANABİLİM DALI : Bankacılık

SAVUNMA TARİHİ :11.05.2011

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Prof.Dr.Ali Osman GÜRBÜZ

Üye

Prof.Dr. Salih DURER

Üye

Prof.Dr.Targan ÜNAL

Üye

Doç.Dr.Aslı YÜKSEL MERMÖD

Üye

Doç.Dr.İdil Özlem KOÇ

ÖZET

1960'lı yıllara kadar, finansal aracılarn rolü konusundaki çalışmalar bunların devletin ekonomik politikalarının aktarılmasında görevli kurumlar oldukları varsayımına dayanmaktaydı. Sonraki yıllarda, finansal aracılarn tarafından işlem maliyetlerinin azaltılmasına ve kaynak dağılımına dayalı yaklaşımlar ortaya çıktı. 1970'lerin sonlarına doğru, finansal aracılarn bilgi üretimindeki rolüne ilişkin çalışmalar, piyasalarda dengesiz bilgi dağılımı sorunlarıyla ilgili rolüne geçişi sağladı. 1990'larda, finansal aracılarn risk yönetimi rolüne ilişkin ilk adımları atılan bir teori henüz geniş bir kabul sağlayamadı.

Bu çerçevede, fon arz edenleri ve fon kullananları bir araya getiren finansal aracılarn bir taraftan diğetine bilgi aktarır ve fon kullanıcılarını fon arz edenler yararına gözetime tabi tutmakla yükümlüdür. Finansal aracılarn gözetim rolü ile ilgili teorik çalışmalar o derece banka kaynaklı finansmanı esas almaktadır ki piyasa kaynaklı finansman "gözetimsiz" finansman olarak ele alınmaktadır.

Kanaatimizce piyasa kaynaklı finansman, aracılarn için bir gözetim görevi tanımlanmamış olmasının eksikliklerinden olumsuz etkilenmektedir. Gözetim görevi banka kaynaklı finansmana içkin (mündemiç) olmakla birlikte, piyasa kaynaklı finansmanın dolaylı mekanizmaları (bağımsız denetim ve derecelendirme hizmetleri, kurumsal yönetim ilkeleri ve kamuyu aydınlatma yükümlölükleri) finansal aracılarn bilgilendirme ve gözetim rolünü yerini getirmesini tam olarak sağlamamaktadır.

Bu sorunu çözmek için, piyasa kaynaklı finansmanda finansal aracılarn fon kullananları gözetlemeleri için bir piyasa modeli geliştirmeyi amaçlamaktayız. Piyasa kaynaklı finansmanda fon kullananlar üzerinde kontrol etkileri de gösterecek şekilde bunları sürekli gözetime tabi tutmak üzere finansal aracılarn için oldukça açık bir görev tanımlanması gerektiğini düşünüyöruz. Önerdiğimiz piyasa modeli doğrulamayı da kapsayan bilgi üretimi ve dağıtımı da kapsayan bilgi işleme için iki ayrı piyasa varsaymaktadır. Bu iki ayrı piyasa arasında bir "bilgi merkezi" oluşturarak, ikisi birlikte "limon problemi"ne yol açabilecek olan bedavacılar sorunu ve mükerrer maliyet sorununu aşmayı hedeflemekteyiz.

Anahtar kelimeler: gözetim, finansal aracılarn, piyasa modeli, şirket kontrolü

SUMMARY

Up until 1960s, research on the role of financial intermediaries had been based on the assumption that they are the agents for the transmission of economic policies of the government. Later, a theory has emerged based on the role of reducing transactions costs and resource allocation by financial intermediaries. By late 1970s, studies on the information production role of financial intermediaries paved the way for the role in informational asymmetry problems in markets. An early theory on risk management role of financial intermediaries, by 1990s, has not been able to achieve broader acceptance yet.

By this point, matching the suppliers and users of funds, financial intermediaries convey information from one party to the other and are required to monitor fund-users on behalf of suppliers. Bank-based financing is dominantly the theoretical arena on the monitoring role of financial intermediaries so that market-based financing is deemed to be “non-monitored” finance.

We claim that market-based financing suffers from the vulnerability of not having a clear mandate for intermediaries to monitor. The indirect mechanisms, namely auditing and rating services, corporate governance principles, and disclosure requirements, do not fulfill the informative and monitoring role of intermediaries in market-based financing though this role is inherently assumed in bank-based financing.

To fix this flaw, we tempt to develop a market model for financial intermediaries to monitor fund-raisers under market-based financing. We state that financial intermediaries should have rather clear mandate to continuously monitor fund-raisers in market-based financing with an insight of conducting control effects on them. Our market model assumes two separate markets for information production including information verification and for information processing including distribution. By setting up an “information center” between these two separate markets we aim to overcome the problems of free-riding and cost duplication which might create a “lemon problem”.

Keywords: monitoring (screening), financial intermediaries, market model, corporate control

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
İÇİNDEKİLER	i
TABLolar LİSTESİ	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	vi
KISALTMALAR LİSTESİ	vii
GİRİŞ	1

1. BÖLÜM FONLAMA VE GÖZETİM

1.1. Fon Sağlanması ve Gözetimin Gerekliliği	8
1.2. Sermaye Sahibinin Gözetimi - Borç Verenin Gözetimi	15
1.2.1. Pay Sahipliği ve Gözetim	17
1.2.2. Temsil Maliyetleri ve Gözetim	20
1.2.3. Borç Verme ve Gözetim	23
1.2.4. Yönetici-Ortak ve Borç Verenin Gözetim Davranışı	30
1.3. Gözetimin Maliyeti ve Unsurları	40
1.3.1. Sabit Gözetim Maliyeti Varsayımı	41
1.3.2. Gözetim Maliyetinin Değişkenliği Varsayımı	47
1.3.3. Gözetim Faaliyetinin Unsurları	51
1.4. Finansal Aracılık	54
1.4.1. Finansal Aracılığın İşlevleri	54
1.4.2. Finansal Aracılığın Önemi	61
1.4.3. Ticarî Bankacılık – Yatırım Bankacılığı	67
1.4.4. Finansal Aracılığı Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar	75
1.4.4.1. İşlem Maliyetleri Yaklaşımı	78
1.4.4.2. Dengesiz Bilgi Dağılımı Yaklaşımı	93
1.4.4.3. Risk Yönetimi Yaklaşımı	99
1.4.5. Finansal Aracılıkta İşlevsel Yaklaşım: Görev Alanları	108
1.4.5.1. Buluşturma ve Kaynak Dağıtım Görev Alanı	111
1.4.5.2. Bilgi ve Gözetim Görev Alanı	114
1.4.6. Risk Yönetimi ve Finansal Aracılık	116

1.5. Finansal Aracılık ve Gözetim İlişkin Çalışmalar	122
1.5.1. Bilgi Üretiminde Finansal Aracılar ve Gözetim Davranışı	122
1.5.2. Banka Tipi Finansal Aracılar ve Gözetim Görevi	130
1.5.2.1. Gözetim Maliyeti ile Temsil Maliyetinin İlişkilendirilmesi	133
1.5.2.2. Gözetimci Tekeli Sorunu ve Çeşitlendirme Avantajı	137
1.5.3. Piyasadan Özkaynak Finansmanı, Banka Finansmanı ve Gözetim	139
1.5.4. Gözetimin Girişimcinin Gayretine Etkisi	156
1.5.5. Gözetimli ve Gözetimsiz Finansmanın Birlikte Analizi	161
1.5.6. Genel Değerlendirme	170
1.6. Finansman Yöntemi ve Gözetim	174
1.6.1. Nihai Yatırımcı Gözetim Yapar mı?	178
1.6.1.1. Pay Sahipliğinin Opsiyon Hakkı Özelliği	179
1.6.1.2. Hisse Sahibinin Açık Uçlu Getiri Potansiyeli ve Gözetim İhtiyacı ..	184
1.6.1.3. Azalarak Artan Gözetim Maliyeti Varsayımı	185
1.6.1.4. Borç Veren Gözetim İhtiyacı	187
1.6.2. Banka Kaynaklı Finansman ve Gözetim	194
1.6.3. Piyasa Kaynaklı Finansman ve Gözetim	207
1.6.3.1. Derecelendirme ve Gözetim	219
1.6.3.2. Bağımsız Denetim ve Gözetim	227
1.6.3.3. Kamuya Açık Bilgi Kaynakları ve Gözetim	235
1.6.3.4. Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Gözetim	242
1.7. Menkul Kıymetleştirme ve Gözetim	246
1.8. Büyük Pay Sahipliği ve Gözetim	262
1.9. Teminatlandırma ve Gözetim	270
1.10. Gözetimde Farklılaşmanın Yarattığı Sonuçlar	274

2. BÖLÜM

ŞİRKETLERDE FİNANSMAN VE KONTROL

2.1. Şirketlerde Sermaye Yapısı Teorisi	284
2.1.1. Değiş-Tokuş Teorisi	291
2.1.2. Sıralı Tercih (Finansman Hiyerarşisi) Teorisi	293
2.1.3. Diğer Yaklaşımlar	295
2.2. Şirket, Ortaklık Yapısı ve Kontrol	296
2.2.1. Genel Olarak	296

2.2.2. Ölçek ve Kontrol	305
2.2.3. Çıkar Çatışması ve Kontrol	311
2.3. Sermaye Sahipliği, Kontrol ve Bunların Ayrılması	313
2.4. Sahiplik ve Kontrolün Ayrılmasının Sonuçları	318
2.5. Profesyonel Yönetici ve Kontrol	325
2.6. Finansman Yöntemi ve Kontrol	335
2.6.1. Hisse Senetleri Piyasası ve Kontrol	336
2.6.1.1. Şirket Kontrolü Piyasası ve Kontrol	338
2.6.1.2. Piyasa Likiditesi ve Kontrol	344
2.6.2. Borçlanma ve Kontrol	349

3. BÖLÜM

ŞİRKETLERİN GÖZETİM VE KONTROLÜNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRME

3.1. Ön Değerlendirme	362
3.2. Krizin Öğrettikleri	369
3.3. Piyasa Finansman Modelinde Gözetimin Görev Olarak Gerekliliği	383
3.4. Gözetim ve Kontrol Araçları	393
3.4.1. Finansal Bilgi Kaynakları	394
3.4.2. Finansal Bilgi Niteliğinde Olmayan Gözetim Araçları	410
3.4.3. Piyasa Araçları	413
3.4.4. Hukukun Sağladığı Araçlar	420

4. BÖLÜM

ŞİRKETLERİN GÖZETİM VE KONTROLÜNE İLİŞKİN MODEL ÖNERİSİ

4.1. Gözetim - Kontrol İlişkisi ve Piyasalar	427
4.2. Modelin Unsurları	434
4.2.1. Gözetim ve Kontrolün Amaçları	437
4.2.2. Gözetim ve Kontrolün Yapılabilirliği	441
4.2.3. Gözetim Bilgisinin Üretimi	444
4.2.3.1. Bilgi Üretiminde Rekabet Sorusu	444
4.2.3.2. Bilgi Üretimi ve Gözetim İlişkisi	448
4.2.4. Gözetimin Kurumsal Yapısı (Kurgusu)	451
4.2.5. Gözetimin ve Kontrolün Sınırları	456
4.2.6. Gözetim Hizmetinin Sunulmasının Esasları	458

SONUÇ	465
EKLER	470
KAYNAKÇA	480
KONU İNDEKSİ	488
SON NOTLAR	491

TABLÖLAR LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1. Piyasa Değeri Üzerinden Bilânço	286
Tablo 2. ABD’de En Büyük 200 Şirketin Kontrol Durumları (1930)	316

ŞEKİLLER LİSTESİ

		<u>Sayfa No</u>
Şekil 1.	Her Bir Ortağın Gözetim Harcamaları ve Gözetimin Getirisi (Sabit Maliyet Yaklaşımı)	44
Şekil 2.	Her Bir Ortağın Gözetim Harcamaları ve Gözetimin Getirisi (Değişken Maliyet Yaklaşımı)	48
Şekil 3.	Finansal Aracılık Temel Hizmetler Sınıflaması	69
Şekil 4.	Sınırlı Sorumlu Ortağın Kazanç-Kayıp Fonksiyonu	181
Şekil 5.	Borç Veren Kayıp-Kazanç Fonksiyonu	190
Şekil 6.	Tutsat Kredisi Menkul Kıymetleştirmesinde Temel Oyuncular ve İşleyiş Sorunları	249
Şekil 7.	Durağan Değiş-Tokuş Teorisinin Grafik Gösterimi	292
Şekil 8.	Gözetim, Kontrol ve Yönetim Alanları	428
Şekil 9.	Gözetimin Piyasa Kurgusu	454

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD, USA	:	Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	:	Adı geçen eser
a.g.m.	:	Adı geçen makale (veya çalışma)
CAPM	:	Capital Asset Pricing Model (Sermaye Piyasası Varlıklarını Fiyatlama Modeli)
CDO	:	Collateralized Debt Obligation (Teminatlı Borç Senedi)
CDS	:	Credit Default Swap (Kredi Ödenmeme Swapı-Sigortası)
ed.	:	editör(ler)
FED	:	Federal Reserve System (ABD Federal Merkez Bankası Sistemi)
GİP	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gelişen İşletmeler Piyasası
GSMH	:	Gayri Safi Millî Hâsıla
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IOSCO	:	The International Organization of Securities Commissions (Uluslararası Sermaye Piyasası Kurumları Örgütü)
MM	:	Franco Modigliani ve Merton Miller
OECD	:	Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü
SEC	:	Securities and Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu)
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	:	Sermaye Piyasası Kanunu
ss	:	... sayfadan ... sayfaya
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu
UK	:	Birleşik Krallık (İngiltere)
VDMK	:	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

GİRİŞ

Finansal aracılık, takas ekonomisinden piyasa ekonomisine geçişle birlikte işlevsel bir nitelik kazanmıştır. Paranın bir değişim (mübadele) aracı olarak devreye girmesi ve kullanımının yaygınlaşması ile birlikte değer saklama aracı olma özellikleri de önem kazanmaya başlamıştır. Paranın değişim aracı olarak kullanılabilmesi takas ekonomisinde alıcı ve satıcıların katlandıkları arama maliyetlerini büyük ölçüde ortadan kaldırmıştır. Paranın değer saklama aracı olarak da kullanılabilmesi ekonomide tasarrufların kolayca borç verilebilmesi yolunu açmış olmaktadır. Ekonomideki tek değer saklama aracı olduğu durumda dahi, para, tasarruf açığı olanların borç alarak tüketim veya yatırım harcamalarını karşılayabilmelerini sağlamaktadır.

Ekonomide para ile birlikte başka finansal araçların da kullanımda olması değer saklama araçlarının çeşitlenmesini ve paranın bu değer saklama araçları için de bir değişim aracı olarak kullanılabilmesini sağlamaktadır. Para dışındaki finansal araçların varlığı tasarruflarını yatırmak isteyen tasarruf sahiplerinin bu araçlara ulaşımını garantilememektedir. Tasarrufların uygun finansal araçlara yatırılabilmesi arama maliyetlerine katlanılmasını gerekli kılmaktadır. Arama maliyetlerinin yüksekliği ve vazgeçilmezliği finansal araçların devreye girmesini gerektirmektedir. Finansal araçların para dışındaki değer saklama araçlarını para ile alıp satma sürecine dâhil olması ile birlikte finansal piyasalardaki arama maliyetleri azalmakta ve bu sayede, toplam olarak işlem maliyetlerinde önemli tasarruflar sağlanmış olmaktadır. Bu işlem maliyeti tasarrufları finansal araçların ekonomik işlevselliği ve önemi ile birlikte işlemlerin hacmini ve hızını da artırmaktadır. Günümüzün teknolojik olanakları söz konusu tasarruf, hacim ve hız etkilerini oldukça büyük boyutlara ulaştırmaktadır.

Bilgi teknolojisindeki gelişmelerle birlikte finansal piyasalardaki serbestleşmenin şirketlerin finansman yöntemleri üzerinde de etkili olduğu kabul edilmektedir. İkinci Dünya Savaşı'ndan 1970'lerin ortalarına kadar baskın olarak başvuru bankaya kaynaklı finansman yöntemi faiz oranlarının kısmen sabit olduğu, hisse senedi piyasalarının ikincil planda kaldığı, iflas sorunlarının sınırlı ve yerel düzeyde kaldığı ve bankaların kredi arzının ekonomideki yatırım ve tasarruf düzeyindeki değişimlere bağlı olarak geliştiği bir süreci yaratmıştır. 1980'lerden

itibaren önemi artan, uygulama alanı genişleyen ve boyutları gelişen finansal serbestleşme akımları, finans kesimi ile ekonominin diğer kesimleri arasındaki bağlantıyı da değiştirmektedir. Bu gelişmelerle birlikte, günümüze kadar, ekonomik genişlemeler mal (goods) piyasalarındaki fiyat yükselişlerinden ziyade varlık (asset) fiyatlarındaki artışlara bağımlı hale gelmiştir. Ekonomik düşüşler de para politikası kararlarından çok hisse senedi piyasalarında güvenin zayıflamasından kaynaklanan sebeplere bağlanmaktadır. 2000’li yılların ortalarından itibaren finansal piyasalardan sızan ya da uzaklaşan likidite kaynaklarının mal piyasalarına yönelmesi ile açıklanabilen bir mal fiyatı artış dalgası yaşanmış ve bu fiyat yükselişleri sonrasında, 2007 yılının ortalarından itibaren, bir yanda konut finansmanı piyasalarında yaşanan ödeme sorunları ve bunun sonucu çok büyük ve çok sayıda finansal kurumun zor duruma düşmesi, diğer yanda mal piyasalarında beklenmedik hız ve boyutlardaki fiyat yükselişleri ve düşüşleri bu çalışmanın yazıldığı dönemin temel oluşumları olarak ortaya çıkmıştır. ABD’de yaygın uygulama alanı bulan piyasa kaynaklı finansman modelinin temel araçları olarak 1970’lerden itibaren payı ve önemi oldukça artan yatırım bankacılığının büyük kurumları bu büyük kriz sırasında battılar veya başka kurumlar bünyesine devrildular ya da iştirakleri kanalıyla mevduat bankacılığı da yapmak üzere banka holding şirketine dönüştürüldüler. Bu çalışmanın yazımına başlamanızdan sonra görüntüsü tam olarak ortaya çıkan ve tüm dünyada etkisini uzun süre gösteren finansal kriz koşulları, finansal araçların varlık sebebi ve temel fonksiyon ve görevleri ile ilgili politika tartışmalarını, özellikle gelişmiş ülkeler ölçeğinde, günlük olarak izleyebilmemize olanak sağlamıştır. Ekonominin olağan koşullarında ortaya çıkması beklenmeyecek bu politik tartışma ve değerlendirmeler, çalışmamızda ele aldığımız konunun ve konuya yaklaşımın yerindeliği konusunda güvenimizi artırmıştır.

Bu çerçevede, finansal araçların işlevleri ile ilgili teorik çalışmaların izlediği tarihsel gelişim çizgisi içinde ilk aşama olarak kabul edeceğimiz işlem maliyetlerinin azaltılması ile ilgili hedeflere büyük ölçüde ulaşılmış olduğu görüşünü savunmaktayız. Bilgi işlem teknolojilerindeki gelişmelerin de beslediği bu süreç, geçmişte zaman zaman finansal araçların işlevlerinin hemen hemen ortadan kalktığına yönelik iddia ve görüşlere de kaynaklık etmiş ve etmektedir.

Finansal aracların işlevleri ile ilgili teorik çalışmaların izlediği tarihsel gelişim çizgisi içinde ikinci aşama olarak kabul edeceğimiz piyasa ile ilgili bilgi sorunlarının özölmesine ve gözetime ilişkin görevler bu çalışmanın çıkış noktasını ve ana başlıklarından birisini oluşturmaktadır.

Finansal aracların işlevleri ile ilgili teorik çalışmaların izlediği tarihsel gelişim çizgisi içinde üçüncü aşama olarak kabul edeceğimiz risk yönetimi ile ilgili görevlerin, bilgi sorunları tam olarak özölmeden gereği gibi yerine getirilmesinin mümkün olmadığı çalışmamızın temel iddialarından birisidir. 2007 yılı ortalarında başlayarak iki yıldan uzun bir süre devam eden finansal krizin kaynakları ve sonuçları bu iddiamızı ispatlamak üzere başvurduğumuz önemli gerçek durum bulguları sunmuş bulunuyor.

Böylece finansal aracların, bilgi sorunlarını çözme, bu anlamda bilgi dağılımı dengesizliğini azaltma ve buradan yola çıkarak gözetim görevleri çalışmamızın temel konularından birisini oluşturmaktadır. Konu, literatürde baskın olarak ticarî bankacılığa özđü ve içkin (mündemiç) bir unsur olarak ele alınmaktadır. Bilgisel sorunları çözme ve gözetim görevi, piyasa kaynaklı finansman ya da yatırım bankacılığı açısından, oldukça sınırlı sayıda çalışmada ele alınmaktadır. Çalışmamız, finansal aracların bilgi sorunlarını çözme ve gözetim görevleri ile ilgili yaklaşımı piyasa kaynaklı finansman açısından analiz ederek şirket kontrolü konusu ile de bağlantısını kurmayı amaçlamaktadır.

Son yüzyıllık süreçte finans piyasası uygulamalarında meydana gelen gelişmeler, bu anlamda bankaların baskın olduğu bir finansman anlayışından, finansal serbestleşme sonucu piyasa yoluyla finansmanın ön plana çıktığı bir finansman anlayışına geçiş şirket kontrolüne (corporate control) yönelik piyasaların gelişmesini mümkün kılmıştır. Özellikle ABD’de banka kaynaklı finansman alışkanlıklarından piyasa kaynaklı finansman yaklaşımına doğru yöneliş finansal aracılığın şekil ve yöntemlerinde de değişikliklere yol açmıştır. Örneğin, 1970’lerden başlayarak yaygınlık kazanan menkul kıymetleştirmenin (securitization) 2007 yılının ortalarında başlayan ve iki yıldan fazla bir süre devam eden krizlerin açıklayıcı kaynaklarından birisi olduğu kabul edilmektedir.

Bu şekilde, finansal aracılıktaki biçimsel farklar*, finansal araçların var olma sebeplerinden birisi olarak kabul edebileceğimiz gözetim işlevi ya da gözetim görevi bakımından da önem arz etmektedir. Klasik olarak, bankanın kredi sağladığı projeyi veya şirketi kredi süresi boyunca, kredinin geri ödenebilirliğini sağlamak bakımından, gözetim altında tutma ihtiyacı, banka fonlarının çok sayıda tasarruf sahibi tarafından mevduat olarak bankaya emanet edilmiş tutarlardan oluşması nedeniyle bu mevduat sahipleri adına bir gözetim görevinden söz edilmesine neden oluşturmaktadır. Piyasa kaynaklı finansman yaklaşımında, bankaya benzer doğrudan bir gözetim unsurunun bulunmaması, piyasa kaynaklı finansmanın gözetim ihtiyaçları ile ilgili daha geniş bir bakış açısını gerekli kılmaktadır.

Finansal araçların gözetim işlevi ile ilgili ihtiyaç, herhangi bir faaliyet ya da amaç için kaynak sağlayan bir kişinin bu kaynağın ilgili faaliyet için veya belirlenen amaç için kullanılıp kullanılmadığını doğrudan ya da bir temsilci aracılığıyla gözetim altında bulundurması gereği ve ihtiyacı gibi basit bir davranış gereği ile başlamaktadır. Eğer bu, kabul edilir ve beklenir bir davranış biçimi olacaksa, aynı davranışı finansal piyasalardaki fon aktarımlarında, bütün diğer durumlardan daha önce ve daha fazla beklemek gerekmektedir. Bu kabulle, finansal piyasalarda fon akışının yönüyle uyumlu bir gözetim faaliyetinin sürekli bir durum olarak karşımıza çıkması beklenmelidir. Her fon sağlayanın kendi parasıyla ilgili gözetimi kendisinin yapması etkin bir gözetim yöntemi olamayacağına göre, bu işlevin uzman kuruluşlara ve doğal olarak finansal araçlara devredilmesi maliyet-fayda etkinliği açısından gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır.

Gözetim, tekil bir kavram olarak ele alındığında bile, çoğu durumda, kontrolü de içine alan veya kontrol ile birlikte düşünülen bir kavram olarak değerlendirilmektedir. Çalışmamızda, gözetim ile başlayan sürecin yoğunluğu arttıkça önce kontrol ve daha sonraki yoğunluk aşamasında da yönetim özellikleri göstereceği kabul edilmektedir. Bu şekilde, gözetim, kontrolün ön aşaması olarak kabul edilebilir

* Finansal aracılıkta öz'ün ya da esas olanın ekonomide şirketler kesimine finansman sağlanması olduğu, finansal aracılığın bu şekilde davranmaktan daha üstün ve öte amaçları olduğu zannının her zaman dikkatle karşılanması gerektiği yönündeki düşüncemizi vurgulamak isteriz. Bu yüzden finansal araçların banka, borsa aracı kurumu, faktoring şirketi, finansman şirketi gibi tanımlar altında ele alınmasını biçimsel ayrımlar olarak değerlendirmekteyiz.

hale gelmektedir. Bu üç aşamalı sürecin aşamaları bakımından zorunlu bir sebep-sonuç ilişkisi ya da birbirini izleme zorunluluğu öngörülmemektedir. Ancak, gözetimle başlayan sürecin gerekli koşullar ve işlem olgunluğu ile birlikte önce kontrol ve devamında yönetim aşamalarının özelliklerini gösterebileceği kabul edilmektedir.

Şirketlerde kontrol, tarihsel gelişim süreci içinde, şirketi devletin veya kamu kurumlarının kontrolü altında ele alan yaklaşımlardan başlayarak, şirketin ürün ve girdi piyasalarına hâkimiyeti ve ölçek büyüklüğünün doğurduğu gereklilikler çerçevesinde ele alan yaklaşımlar, şirket ele geçirme mücadeleleri ile şekillenen şirketlerde kontrol piyasası yaklaşımı ve nihayet şirkete fon sağlayanların, bu anlamda öncelikle pay sahiplerinin kontrol gücünü kaybettiklerini ve şirket yöneticilerinin kontrolü ele geçirdiklerini savunan yaklaşımlarla ifade edilebilir. Şirketlerde kontrol, günümüzde ortakların, şirkete borç verenlerin, şirkete mal ve hizmet sağlayanların, şirketin ürün ve hizmetlerinden yararlananların ve devletin de dâhil olduğu şirket ile dolaylı da olsa bir ilişkisi olan her kesimin çıkarlarını dikkate alan bir paydaşlık yaklaşımına (stakeholder theory) kadar giden farklı yaklaşımlar çerçevesinde ele alınabilmektedir. Çalışmamızda, paydaşlık yaklaşımı yerine hissedarlık yaklaşımı (shareholder theory) olarak ifade edilen şirkete fon sağlayanların gözetim ve kontrol ihtiyaçları çerçevesinde konu ele alınmaktadır. Bu çerçevede, finansal aracılardan devraldıkları gözetim işlevi ya da gözetim görevi ile şirketlerde yönetim kontrolü arasında nasıl bir ilişki kurulabileceği konusu çalışmamızın ikinci temel alanını oluşturmaktadır.

Bu çalışmada, finansal aracılıktaki farklı yapılanmalardan kaynaklanan farklı gözetim özellikleri üzerinde durulacaktır. Konu ile ilgili yapılmış çalışmalardan yola çıkarak piyasa kaynaklı finansman için uygun gözetim modeli önerisi geliştirilmeye çalışılacaktır. Yaklaşımımız finansal aracılık teorisinde 1980'lerde ve 1990'larda bir dereceye kadar yoğunlukla ele alınmış olan, ancak piyasa gelişmeleri ve teorik çalışmalar çerçevesinde, sonraki dönemlerde risk yönetimi yaklaşımlarının gölgesinde kalan finansal aracılardan gözetim fonksiyonunun öne çıkarılmasını amaçlamaktadır. Gözetim ihtiyacının finansal aracılardan temel bir görevi olarak değerlendirilmesi gereği, öne çıkarmayı hedeflediğimiz önemli bir husustur. 2007 yılı yaz aylarında başlayarak 2008 yılı sonbahar aylarında yoğunlaşan uluslararası kredi ve finansman krizinin

tekrarından kaçınılmasını sağlayacak yasal düzenlemelerin ve sistemle ilgili düzeltmelerin yapılması ile ilgili çalışmalarda finansal aracılarn yapacakları gözetimin hemen hemen hiç gündeme gelmiyor olması, kanaatimizce, konunun bu bakımdan da dikkatle ele alınması gerekliliğini açıklamaktadır.

“Finansal aracılarn gözetim görevi” terimi ile finansal aracılarn kamu kurumları veya başka herhangi bir kurum veya kişi tarafından gözetime tabi tutulması veya denetim altına alınması veya gözetilmesi değil; parayı verenin bu parayı verdikten sonra bunun harcanması ile ilgili olarak yapacağı gözetimi yapmak üzere finansal aracılarn görev üstlenmesi anlatılmak istenmektedir. Bu çerçevede, “finansal aracılarn gözetim görevi” ile anlatmak istediğimiz, kısa ve basit olarak, tasarruf sahiplerinin fonlarının fon ihtiyacı duyanlara aktarılmasında görev alan finansal aracının bu fonun beklenen veya öngörülen amaçlara uygun kullanılıp kullanılmadığını, geri ödenmesinin tehlikeye girip girmediğini veya getiri sağlama kaygıları gözetilerek işletilip işletilmediğini sürekli olarak izlemesi ve gerektiğinde karar verme süreçlerine müdahale etmesidir. Bu anlamda gözetimin bir görev olarak kabulü, finansal aracının, kendi başına gözetim yapması çeşitli maliyetler nedeniyle mümkün olamayan her bir tasarruf sahibini temsil ederek ve onların yerine geçerek bu işlevi yerine getirmesini gerektirmektedir. Bu basit tanım ve kabulden hareketle, finansal aracılarn gözetim görevini yerine getirirken gözetime tabi tuttıkları fon kullananlar üzerinde ortaya çıkan kontrol durumları çalışmanın ikinci temel konusunu oluşturmaktadır.

Bu kapsamda, birinci bölümde, öncelikle fon sağlama ve gözetim ihtiyacı ele alınacaktır. Fon sahibinin kendisinin gözetimi yapması ve finansal aracının bu gözetimi fon sahibi adına yapması durumları, finansal aracılığın teorik çerçevesi de çizilerek, değerlendirilecektir. Bu kapsamda finansal aracılarn gözetim görevi değişik açılardan değerlendirmeye tabi tutulacaktır.

İkinci bölümde, şirketlerde kontrol konusu ele alınacaktır. Sermaye sahibinin sermayesini yatırdığı faaliyeti kontrol etmekten giderek uzaklaşmasının getirdiği kontrol sorunları değerlendirilecek ve konu değişik bakış açılarıyla ele alınacaktır.

Üçüncü bölümde, gözetim ve kontrol ile ilgili olarak önceki bölümlerde yapılan analizler ve ulaşılan sonuçlardan yola çıkarak ortak etki alanları ve birlikte ele alınabilecek araçların tespiti yapılmaya çalışılacak ve sonraki bölümde ele alacağımız gözetim modeli önerimize ilişkin temel oluşturacak değerlendirmelere yer verilecektir.

Dördüncü bölümde, finansal araçların gözetim görevi ve şirketlerde kontrol hususları birleştirilerek, finansal araçlardan yararlanılarak finanse edilen projeler için uygun bir gözetim modeli geliştirilmesi için değerlendirmeler yapılacaktır. Bu kapsamda, bir piyasa gözetim modeli önerisi geliştirilecektir.

Çalışma, kapsadığı konu itibariyle, finansal araçların gözetim görevi ve bu işlevin şirketlerde kontrol üzerindeki etkisinden de yararlanarak etkin bir şekilde kullanılabilirliği konusunda bir ön çalışma olarak değerlendirilmelidir. Çalışmamız, bu konuda yapılacak çalışmalara ışık tutabildiği ve bir temel oluşturabildiği ölçüde amacına ulaşmış olacaktır.

1. BÖLÜM

FONLAMA ve GÖZETİM

1.1. Fon Sağlanması ve Gözetimin Gerekliliği

Fon sağlama, belirli bir amaca hizmet etmek iradesi ile bir kaynaktan bir hedefe değer ifade eden bir varlığın, fonun ya da kaynağın aktarılmasıdır. Değer ifade etmeyen bir varlığın aktarılması hedefe fayda sağlayan bir sonuç doğurmayacağından fon sağlanmış olmayacaktır. Belirli bir amaca hizmet, fon sağlamanın rastgele ya da arızî bir durum olarak ele alınabilecek örneklerini ve irade dışı ya da rastlantısal varlık aktarımı (miras, piyango gibi) durumlarını kapsam dışı tutmak bakımından gereklidir.

Bu çerçevede, belirli bir amaca hizmet etmek iradesiyle bir kaynaktan bir hedefe yapılan değer ifade eden varlık, fon veya kaynak aktarımları belirli açılardan ortak değerlendirmeyi haklı kılmaktadır. Bu değerlendirmelerden önce, fon sağlamanın alabileceği temel şekilleri ele almak faydalı olacaktır.

‘Fon sağlama’ ve ‘fon aktarımı’, bu çalışmada sıklıkla kullanacağımız iki kavram olacaktır. ‘Fon sağlama’ ve bu kavramla dönüşümlü olarak kullanacağımız ‘fon verme’ kavramı, daha geniş bir kavram olarak ele alacağımız ‘fon aktarımı’ kavramının ifade ettiği sürecin başlatıcısı durumundaki fon ya da kaynak sahibinin eylemi ile ilişkilendirilerek ele alınacaktır. Fon aktarım sürecinin değişik aşamalarında farklı bir fon sağlayıcısı ya da fon veren bulunacağından, çok aşamalı fon aktarım süreçlerinde, her aşamada bir ‘fon sağlama’ veya ‘fon verme’ işlemi olacak ve aynı şekilde fon sağlayıcısından veya fonu verenden söz edilebilecektir. Fonun en son kullanıcısı durumundaki proje veya faaliyet sahibi bakımından durum “fon elde etme” kavramı ile ifadelendirilecektir. Çok aşamalı fon aktarım süreçlerinde, fonun ilk sahibi ile aynı fonun en son kullanıcısı arasındaki unsurlar aktarıcı olarak dikkate alınacak ve bunlar “aracılık” ya da “finansal aracılık” kavramları ile ifade edilecektir. ‘Fon aktarımı’ kavramı, fonu veren ve fonu alandan bağımsız olarak fon akışının vurgulanmak istendiği durumlarda ya da fon akışıyla ilgili sürecin öne çıkarılmak istendiği durumlarda daha sıklıkla kullanılacaktır. Bu çalışmada, “fon aktarımı” terim veya

kavramının Merkez Bankası para politikası anlamında fon aktarım mekanizmaları ile hiçbir ilgisi bulunmamaktadır. ‘Fon’ ve ‘kaynak’ kavramları, gerektiği yerlerde anlamsal farklılıklarını göz ardı etmeden, çalışma boyunca, dönüşümlü olarak aynı anlama gelmek üzere kullanılabilir. ‘Varlık’ kavramı ise daha dar bir anlam ile somut olan, bir değeri olan veya değeri olmayan nesneyi ifade edecektir. Dar anlamlılığı, fon ve kaynak kavramlarına kıyasla, daha somut bir şekilde ele alınabilir ve tanımlanabilir bir değeri veya değersizliği ifade etmesindedir. Ekonomik değeri olmayan ve kendisine bir değer atfedilmeyen veya değeri göreceli olarak değişebilen bir nesne olarak da düşünülebilmesi ‘varlık’ kavramını fon ve kaynak kavramlarından ayırmamızı gerektiren bir başka özelliktir. Dolayısıyla ‘varlık’ paranın değerindeki değişimlerden etkilenebilen bir değere sahip olabilecekken, ‘fon’ veya ‘kaynak’ bizzat parasal bir değeri ifade edecektir. Belirtmemiz gerekir ki paranın değeri ve bundaki değişimin sonuçları bu çalışmanın konusu ve kapsamı içinde değildir.

Fon sağlama,

- borç verme
- sermaye koyma (özkaynak sağlama)
- bağış ve yardım
- harçlık
- hibe
- piyango
- miras

gibi şekillerde veya amaçlarla yapılabilir.*

Borç olarak bir kaynaktan bir hedefe aktarılan kaynak, belirli bir getiri ile birlikte ya da hiçbir getiri sağlamadan geri alınmak üzere aktarılmaktadır. Borç vermede amaç, aktarılan kaynağın aynen veya önceden üzerinde uzlaşmış belirli bir getirisi ile birlikte geri alınmasıdır. Eğer kaynağı sağlayanın geri alma beklentisi başlangıçta yok ise bu bir borç verme işlemi değil, belki bir bağış veya yardım veya hibe işlemi olacaktır.

* Bu sayma işlemi sınırlayıcı (tadadî) bir sayma değil; çalışmamızın kapsamına uygun bir örnekleme olarak dikkate alınmalıdır.

Sermaye koyma (özkaynak finansmanı) şeklinde bir kaynaktan bir hedefe varlık, fon veya kaynak aktarımında, varlığın değerinin belirli bir vadeye bağlı olmaksızın artması beklentisi bulunmaktadır. Fonu sağlayanın (veren) beklentisi bir vade içermese de, sermaye olarak konulan varlığın alacağı değerin veya sağlayacağı kazancın artması ve bu değer artışı ve kazançtan pay alınması beklentisi vardır.

Bağış, yardım ve hibe belli bir sosyal amacın gerçekleştirilmesine yöneliktir. Burada “sosyal” kelimesi ile bireysel bir ihtiyacın giderilmesine yönelik olsa bile başkalarını da ilgilendiren sonuçları olan varlık aktarımlarını ifade etmek istiyoruz. Bir öğrencinin okul ve beslenme ihtiyaçlarının karşılanması, o öğrencinin ihtiyaçlarının tatmini yoluyla sağlanacak gelişmeden toplumun da faydalanmasını sağlayacaktır. Bunun gibi, az gelişmiş bir bölgeye bir okul yaptırılması o bölgeye sağlayacağı faydaların yaratacağı dışsal ekonomiler yoluyla diğer bölgelerin de fayda elde etmesini sağlayacaktır. Bu bakımdan, bağış ve yardımı hem bağış ve yardımı yapanın iradesi ve hem de varlığın kullanımından sağlanan faydaların etkisi bakımından sosyal bir amaca yönelik fon aktarımları olarak ele almaktayız.

Harçlık, kendi geçimini sağlayamayacak durumda olan birisinin asgari geçim ihtiyaçlarını karşılayabilmesini teminen bir başkası tarafından aktarılan fondur. Babanın çocuğuna verdiği okul harçlığı bunun örneğidir. Burada, öğrenciye harçlık veren beklentisi, çocuğun okula gidiş-geliş ve okulda bulunma süresinde ihtiyaç duyacağı yeme, içme, kırtasiye ve ulaşım gibi harcamalarını karşılayabilmesidir.

Sokakta bulunan para ya da piyangodan çıkan para gibi fon aktarım yolları, bu fonu sağlayanın iradesinde belli bir amaca veya kişiye hizmet güdüsü olmadığından, olsa olsa önceden belirsiz bir amaca ve belirsiz kişilere hizmet edebileceğinden analizimiz kapsamında değildir. Piyango, düşük olasılıklı bir şans oyunudur. Dolayısıyla, belirli bir hedefe yönelmesi tanım itibarıyla mümkün değildir. Bu bakımdan adeta amacı yoktur. Yolda bulunan para da özellikleri itibarıyla bir irade içermemekte ve bir kişiyi veya kurumu veya durumu hedeflememektedir.

Bir kaynaktan bir hedefe miras yoluyla varlık aktarılması, miras bırakanın iradesi ne olursa olsun kanunların çizdiği çerçevede bir zorunluluk olmaktadır. Miras

düzenlemeleri öyledir ki, miras bırakanın sağlığında hazırladığı vasiyetnamenin geçerliliği özel şekle bağlanmıştır. Miras hukukunun koruduğu bazı haklar miras bırakanın iradesinin de önüne geçmektedir. Miras bırakanın vasiyetinin geçerli olduğu durumlarda bile, irade sahibinin artık hayatta olmaması nedeniyle, irade sahibinin öngördüğü amaçların sonuçlarla uyumunu gözleme, gözetime tabi tutma olanağı kalmamaktadır. Bu da analizimiz açısından miras yoluyla varlık ve fon aktarımını değerlendirme dışı bırakma zorunluluğu doğurmaktadır.

Dolayısıyla, yukarıda saydığımız fon aktarım yöntemlerinden piyango ve miras durumlarında, fonun kaynağında bulunan irade sahibinin amacı ile hedefteki kullanıcının hareket alanı arasında bir bağlantı kurmak mümkün olamamaktadır. Diğer tüm durumlarda (borç, sermaye, bağış, yardım, hibe, harçlık) fonun kaynağında bulunan irade sahibinin amacı ile hedefteki kullanıcının hareket alanı arasında bir bağlantı bulunmaktadır. Fon sağlayanın iradesi ile fonu kullananın hareket alanı arasındaki bu ilişki zorunluluğu bu çalışmadaki çıkış noktamızı oluşturmaktadır.

Şöyle ki, kendisi veya bir şirket, örgüt veya kurum adına, bir iş veya girişim veya faaliyete veya herhangi bir alana yatırılmak üzere fon sağlayan kişinin temel kaygısı sağladığı fonun beklenen yararlı amaçlar için kullanılıp kullanılmadığı olacaktır. Öyle ki, fonun bir daha geri alınmamak üzere bağış, yardım veya hibe şeklinde veya bu amaçlarla verilmiş olması bile fonun bu amaçlara uygun olarak kullanılıp kullanılmadığını merak etmeye ve beklemeye, bunu araştırma ve tespit etme çabasına engel değildir.

Örneğin, kendisine ait araziye çevresel unsurları da gözetken bir kültür faaliyetinde değerlendirmek üzere bir yerel yönetime veya sivil toplum kuruluşuna bağışlayan bir gerçek veya tüzel kişinin, ilgili arazinin üzerinde bir sanayi tesisi inşa edilerek ticarî amaçlarla kullanıldığı bilgisini edindiği durumda, maddî, parasal bir getiri beklentisi olmadığı halde, başlangıçta amaçladığı ve beklediği parasal olmayan hedeflerin gerçekleşmemiş olmasından kaynaklanan bir tepki göstermesini beklemek gerekmektedir.

Bir başka örnek olarak, bir kamu hastanesinde çocuk servisinde kullanılmak üzere hibe ettiği bir tekerlekli sandalyenin yetişkin hastalar için kullanılmasına rıza göstermeyen ve bunu takip eden bağışçının tavrı gözetim ihtiyaç ve davranışının bir göstergesidir. Bu şekildeki örnekleri çoğaltmak mümkündür.

Bu gibi örnekler karşısında, parasal veya maddî bir getiri beklentisi ile verilen fon için bu beklentinin gerçekleşmesine hizmet edecek araştırma ve tespit çabası vazgeçilmez bir hal alacaktır. Zira bu amaçla verilen fon için, fonun getirisi ile birlikte geri dönmesi ya da bir süre ile sınırlı olmaksızın, anaparanın uygun bir getiri sağlaması beklenmektedir. Verilen fonun özkaynak olarak ya da borç olarak kullanılacak olması, esas olarak gözetim çabasının varlığında değil; ancak gözetim faaliyeti sırasında yapılacak araştırmanın içeriğinde etkili olacaktır.

Özkaynak olarak verilen fon karşılığında beklenen, elde edilen gelirden giderler ve borçlar düşüldükten sonra kalan nihaî fazlanın ya da nihaî fazladan fonu verene kalacak net değer in ençoklaştırılması iken; borç olarak verilen fon karşılığında beklenen, başlangıçta ödenmesi taahhüt edilen getirinin ve vade sonunda anaparanın dönüşünün garantiye alınması olacaktır. Fonu veren, bu getiri hedeflerine ulaşip ulaşamayacağını, verdiği fonların kullanılması ile ilgili işlemleri gözetme çabasına girerek anlamaya ve gerekirse müdahale etmeye çalışacaktır. Bu çaba, bir gözetim davranışına ya da gözetim faaliyetine işaret etmektedir.

Gözetim ihtiyacı, fonu verenin kendi kontrolünün ortadan kalktığı, fonu veren yararına bir başkasının bu fonu değerlendirmesinin beklendiği durumlarda kesin bir ihtiyaç olarak ortaya çıkmaktadır. Fonu veren, beklentilerini, verdiği fonu amacına uygun olarak harcamak veya yönetmek üzere kendi iradesi ile belirlediği veya belirlenmiş olarak bulduğu bir temsilcinin gerçekleştirmesini istemekte ve ummaktadır. Bu işlevi üstlenecek temsilciden beklenen, verilen fonun, fonu verenin çıkarlarına veya beklentilerine uygun yönetilmesi veya harcanması olacaktır. Bu nokta, muhtemel bir çıkar çatışmasına işaret etmektedir.

Basit bir ödünç verme veya süresiz kaynak sağlama işlemi ile ortaya çıkabilecek bir durum olarak çıkar çatışması, bir sorun olarak finans teorisinde geniş bir

alan bulmuştur. Şirket kontrolü ve gözetimle bağlantılı olarak, bir bütünlük içinde Jensen ve Meckling¹ ile başlayan bu çalışmaların konusu bugün finansın önemli ve kesin sonuçları elde edilmemiş bir çalışma alanı durumundadır.

Jensen ve Meckling², **temsil teorisi** (agency theory) kavramından yola çıkarak ele aldıkları bu konuyu, şirket yöneticisi bağlamında değerlendirmektedirler. Jensen ve Meckling, şirkete fon sağlayanların, bu fonu yönetmek üzere görevlendirilen şirket yöneticisinin kendi kişisel çıkarını öne çıkaran davranışını gözetim altında tutarak, yöneticinin kendi faydasını, yönetilen fon ve kaynakların sahipleri hilafına aşırı artırmasını kontrol altında bulundurabileceğini ifade etmektedirler. Jensen ve Meckling sermayedar (ortak) ve yönetici ekseninde ele aldıkları temsilcinin öncelikle kendi faydasını ençoklaştırması sorununun genel bir durum olduğuna; bütün örgütlenmelerde ve işbirlikçi (kooperatif) girişimlerde, şirketlerde her yönetim kademesinde, üniversitelerde, vakıf ve sandık tipi kurumlarda, devlet kurumlarında ve birimlerinde, sendikalarda ve temsil (acente) ilişkisinin geçerli olduğu her durumda var olacağına işaret etmektedirler.³

Bu temsil ilişkisinin ortaya çıkaracağı bazı maliyet unsurlarının olması da beklenmelidir. Jensen ve Meckling, fonun amaca uygun kullanımının gözetilmesi, fonu kullananların amaca uygun davranmalarını sağlayacak bağlayıcı nitelikte tedbirler alınması ihtiyaçları nedeniyle ortaya çıkacak maliyetleri öne çıkarmaktadırlar. Temsil ilişkisinin bizatihi varlığından kaynaklanan proje seçim ve proje uygulama maliyetleri de en az bunlar kadar önemli bir temel maliyet olarak ele alınmaktadır.

Görüldüğü gibi, gözetim, bir temsil ilişkisinin söz konusu olduğu her durumda görülebilecek ve maliyet doğuran bir faaliyet olarak ortaya çıkmaktadır. Fon sağlayan açısından ise verdiği fonun, belirlenen amaçlara uygun kullanımının ve/veya uzlaşılabilir veya beklenen getirisi ile birlikte geri dönüşünün garantilenmesi bir gözetim faaliyetini gerekli kılmaktadır. Gözetim faaliyetinin ortaya çıkardığı maliyetlerin, sağlanan fonun beklenen getirisinin hesaplanmasında kullanılacak ıskonto oranının ya da net nakit akımlarının belirlenmesinde dikkate alınması gerekmektedir. Böylece, gözetim faaliyetinin gereği olarak katlanılan maliyetler proje ile ilgili değerlendirme ve hesaplamalarda dikkate alınmış olacaktır.

Şirket türü iktisadî örgütlenmelerde, sınırlı sorumluluk ilkesi önemli bir noktayı oluşturmaktadır. Şirket ortağı bakımından sınırlı sorumluluk ilkesi, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan zarardan ortağın sadece şirkete koyduğu sermaye ile sınırlı olarak sorumlu tutulabilmesi esasını ifade etmektedir. Şirketin elde edeceği kâr, payı oranında sınırlı sorumlu ortağa da, varsa diğer ortaklar gibi, dağıtılacak; ancak zarar halinde sınırlı sorumlu ortak şirkete koyduğu sermaye tutarından başka bir tutarı ödeme yükümlülüğü taşımayacaktır. Aşağıdaki bölümlerde farklı yönleriyle karşımıza çıkacak bu ilke, şirketin kullanımına sunulan fonun özkaynak olarak mı yoksa borç olarak mı verildiğine bağlı olarak farklı bakış açılarını gerekli kılmaktadır. Aşağıda, gözetim konusu, şirkette ortak sıfatıyla hak iddia eden sermayedar ile alacaklı sıfatıyla hak iddia eden fon sahibinin bakış açılarından incelenecektir. Bu bakış açısı farklılığı, gözetim ile ilgili analizler bakımından, temel bir ayrımı oluşturmaktadır.

Gözetim ihtiyacı ve eylemi, verilen fonun geri alınabilmesi olanakları ile bağlantısı kurularak da değerlendirilmektedir. Yaklaşımımız gereği, her fon veren, verdiği fonun, beklediği veya fon alan ile üzerinde anlaştıkları şekilde kullanılıp kullanılmadığını gözetime tabi tutmak isteyecektir. Bu şekilde gözetim davranışına verilebilecek örnekler bir ticarî bankada mevduat hesabı açtıran hesap sahibinin bankayı gözetime tabi tutması, şirkete kredi veren ticarî bankanın şirketi gözetime tabi tutması, mal alımı amacıyla bir tedarikçisine sipariş avansı veren şirketin tedarikçiyi gözetime tabi tutması gibi bir zincir halinde devam eden birçok durumu ve çocuğuna okul harçlığı veren velinin çocuğunun harcamalarını gözetime tabi tutması da dâhil birçok fon verme durumlarını kapsayabilecektir. Yaklaşımımızda gözetim yapmak için verilen fonun geri dönüşü bir zorunluluk değil, gözetim ihtiyacını ve düzeyini artıran ve gözetime teşvik eden bir etken olarak ele alınacaktır. Calomiris ve Kahn⁴ bankaya mevduat yatıran hesap sahibinin bankayı gözetime tabi tutma davranışını mevduatın erken çekilememesi koşuluna bağlamakta ve mevduatın erken çekilmesi olanağının hesap sahiplerine gözetim konusunda az bir teşvik sağlayacağını belirtmektedirler. Calomiris ve Kahn'ın çalışmalarında, ticarî bankacılıkta bankanın iflası halinde mevduat sahiplerinin “erken gelen parasını alır” ilkesi (first-come, first-served rule) gereği erken davranmaları halinde yatırdıkları paraları kısmen veya tamamen alabiliyor olmaları ve sonradan gelenlerin bu imkâna sahip olmamaları da bankanın mevduat sahibi tarafından gözetime

tabi tutulup tutulmamasını açıklayan unsur olarak ele alınmaktadır. Calomiris ve Kahn, “erken gelen parasını alır” ilkesini ve bankanın ödeme güçlüğüne düşmesi durumunu dikkate alarak mevduat sahiplerinin bankayı gözetime tabi tutma konusundaki farklı tercihlerini ve bunun sonuçlarını değerlendirmektedirler.

Gözetim konusu, bu çalışmada, ödeme güçlüğü yaklaşımına bağlı kalınmadan, ancak özellikle borç verme durumundaki gözetim faaliyeti ile sınırlı olarak iflas ve ödeme güçlüğü ile ilişkilendirilerek ele alınacaktır.

1.2. Sermaye Sahibinin Gözetimi - Borç Veren Gözetimi

Bir projenin veya bir faaliyetin finansmanında, borç veya öz sermaye tercihi ya da bunların bileşimi (sermaye yapısı) konusu çok sayıda çalışmaya konu olmuş ve üzerinde geniş inceleme ve araştırmalar yapılmıştır. Fon elde etme işlemi, bunun hangi yöntemle yapılacağı yanı sıra, fonun kullanım biçimi konusunda da değerlendirme yapmayı gerektirmektedir. Fon sağlayan tarafından, sağlanan fonun nasıl kullanıldığının gözetimi çalışmamızın temel çıkış noktasıdır.

Öncelikle finansal aracının ihmal edildiği bir modelde gözetim ihtiyacının ve gözetim sürecinin açıklanması bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, bundan da önce, fon sağlayanın sadece fon sağlama durumundan kaynaklanan özelliklerinin gözetim faaliyeti ile ilişkisini ele almak yararlı olacaktır. Fon sağlayanın (veren) borç veren veya özkaynak sağlayan durumunda olmasına göre gözetim davranışının farklılık gösterip göstermeyeceği hususu bu bakımdan değerlendirmemiz gereken bir alanı oluşturmaktadır. Zira gözetim davranışı, fon sağlayanın amacı, beklentileri ve konumu ile yakından ilgili olmak gerekir. Sadece borç olarak verdiği tutarı ve getirilerini vadesinde geri alma beklentisi taşıyan borç veren ile verdiği kaynağın uzun bir sürede mümkün olan en yüksek getiriye sağlaması beklentisi taşıyan özkaynak sağlayan arasında, gözetim faaliyeti bakımından, farklı tercih, seçenek ve yöntemlerin söz konusu olacağı açıktır. Gözetimin kurgulanması ve yürütülmesi, bu anlamda, fon sağlayanın konumu, amacı ve beklentileri ile uyumlu bir süreci içerdiği takdirde, fon aktarımı sürecinden, amacına uygun, tutarlı ve etkin sonuçlar elde edilebilir olacaktır. Bu yaklaşım ile gözetimin kaynak kullanımı ile ilgili verimli

sonuçlar doğuracağı da dolaylı olarak kabul edilmiş olmaktadır. Bu konu esas olarak, gözetim yapacak olanın gözetim faaliyetine başlarken yapacağı değerlendirmeler ile ilişkilendirilecektir. Gözetim faaliyetinin gözetim yapacak olan açısından gerekli olması ve bireysel fayda-maliyet analizleri bakımından tercih edilir olması, bizim açımızdan, bu faaliyetin makro gereklilikler açısından da uygun olduğuna delalet edecektir. Bu konuda, bireysel fayda ençoklaştırmasının toplumsal fayda bakımından değerlendirilmesi ilgi alanımız dışındadır.

Gözetim, basit ifadeyle, başkasının parasını yönetenin paranın sahibi tarafından izlenmesini ve kontrol altında tutulmasını kapsayan bir süreçtir. Parayı yöneten, bu sürecin nesnesi olarak kilit konumda bulunmaktadır. Zira gözetim faaliyeti, temel olarak, başkasına ait parayı yönetiyor olmanın bir gereği olarak ortaya çıkmaktadır. Yukarıda da belirtildiği gibi, Jensen ve Meckling’in 1976 tarihli makaleleri⁵, gözetimin gerekliliğini yöneticinin davranışları ve bunun kontrolü çerçevesinde izah eden temel bir çalışmadır.

Jensen ve Meckling’in geliştirdikleri ve 1970’lerden sonra finans yazınında dikkate alınan yaklaşım, aşağıda Bölüm 2’de ele alınacağı üzere, Adam Smith’in 1776’da yayımlanan “Ulusların Zenginliği” adlı kitabında da yer bulan, yöneticinin başkasının parasını yönetiyor olmasının kendiliğinden ortaya çıkan bir sonucudur. Çalışmamızda, kişinin kendisine ait fon ve kaynakların yönetimi konusunda göstereceği çabayı, dikkati ve özeni başkasına veya başkalarına ait fon ve kaynakların yönetilmesi ile ilgili olarak göstermeyeceğini genel bir kabul olarak almamız, bu durumun Adam Smith’ten bu yana iktisadî analizde kabul gören bir olgu olmasındandır. Jensen ve Meckling’in yaklaşımı Adam Smith’in “savsaklama” ve “çarçur etme” şeklinde ifade ettiği kavramları aşarak “kendi yararına kullanma” şeklinde daha önemli ve ileri bir açılımı belirtmektedir. Böylece, başkasının parasını yönetiyor olma durumu, bu kaynakların israf edilmesinden öte, yönetenin kendi faydası ve çıkarı için kullanılması sonucu ile daha önemli ve yaşamsal bir gereklilik olarak gözetime işaret etmektedir. Bu çerçevede, kendi parasını, yönetilmek üzere, bir başkasına teslim eden kişi, bu yönetim sürecini ve yöneten kişinin davranışlarını gözetim altında tutmadıkça fon sağlamanın (vermenin) tercih edilir bir eylem olarak kabul edilmesi olanağı kalmamaktadır. Çünkü

yönetici, veri olarak, kendisine ait olmayan paranın yönetimini “savsaklama”, bu parayı “çarçur etme” veya daha ötesi, bu parayı “kendi yararına kullanma” eğilimi içindedir. Parayı veren, yöneticinin bu eğilimini kontrol etme ve yönlendirme çabası göstermedikçe, yönetici, veri durum gereği, bu parayı çarçur etmekten, kendi yararına kullanmaktan veya en azından yönetim işini savsaklamaktan geri durmayacaktır.

Gözetimin gerekliliğine ilişkin değerlendirmeler aşağıda, önce parasını sermaye veya özkaynak olarak veren açısından, sonra da parasını borç olarak veren açısından yapılmaktadır.

1.2.1. Pay Sahipliği ve Gözetim

Jensen ve Meckling’in 1976 tarihli makaleleri, bu çerçevede, gözetimi pay sahipliği bakış açısı ile kapsamlı olarak ele alan ilk ve temel çalışmadır. Jensen ve Meckling, işletmenin tamamına sahip ortağın yönetiminde katlanılması gerekmeyen gözetim maliyetlerinin sermayenin küçük bir bölümünün dışarıdan sağlanan fonla karşılanması durumunda, fonu sağlayan kişinin üstlenmesi gereken maliyetler olarak ortaya çıkacağına işaret etmektedirler.* Dışarıdan sağlanan fonu temsil eden paya ödenecek tutar, gözetimin maliyetini ve yöneticinin çıkarlarının fonu verenin çıkarlarından farklı olmasının getireceği maliyetleri (çıkar çatışması maliyetlerini) de kapsayacaktır. Yönetici ortağın payı oransal olarak azaldıkça, işletmenin başarısından elde edeceği, paya bağlı kazancı da azalacağından, daha düşük pay oranı, yönetici ortağı, şirket kaynaklarını şirketin faydası yerine doğrudan kendi faydası için kullanmaya daha fazla yöneltecektir. Bu durum, diğer pay sahiplerinin yöneticinin gözetimi için daha fazla kaynak ayırmalarını gerektirecektir.

Jensen ve Meckling’in analizi, esas olarak, şirket sermayesinde payı bulunan yöneticinin davranışı ile ilgilidir. Şirket ortağı olmayan yöneticinin göstereceği davranış kalıbının şirket ortağı yöneticinin göstereceği davranış kalıbına kıyasla bireysel çıkarı daha fazla öne çıkaran bir yapı arz edeceği beklenmelidir. Bu bakımdan, gözetimin gerekliliği ve gözetim faaliyeti ile ilgili değerlendirmelerimizin şirket ortağı olmayan yöneticinin davranışları bakımından daha hafifletici yönü bulunmamaktadır. Aksine,

* Tek bir girişimcinin kontrolündeki bir işletme ile ortakları küçük oranda paylara sahip çok ortaklı şirket modellerinin yarattığı gözetim ve kontrol sonuçları Bölüm 2’de, “kontrol” kavramı çerçevesinde ele alınmaktadır.

şirket ortağı olmayan yöneticinin gözetim gereği daha yüksek ve gözetim faaliyetinin kapsamı, büyük olasılıkla, daha geniş olacaktır.

Dolayısıyla, yönetici-ortağın şirket sermayesindeki pay oranı azaldıkça, diğer ortakların bu yönetici-ortağın karar ve işlemlerini gözetim altında tutmak için duyacakları ihtiyaç ve gözetim için katlanacakları maliyet artacaktır. Yönetici-ortağın pay oranı ile diğer ortakların katlanacakları gözetim maliyeti arasındaki bu ters yönlü ilişki düşük pay oranı ile şirketi yöneten ve/veya kontrol eden ortağı diğer ortaklara karşı oldukça güçlü bir duruma getirmektedir. Bu, Jensen ve Meckling'den çıkarılması gereken ilk önemli sonuç olmaktadır.

Konuya düşük pay oranlı ortak açısından bakıldığında, işletmeye sermaye olarak kaynak sağlayan ortak, payı küçüldükçe payına oranla daha fazla gözetim maliyetine katlanmak zorunda kalacaktır. Çünkü işletmenin faaliyetlerinden arda kalacak olan nihaî fazla (residual claim) sermayedeki payları oranında bütün ortaklara ve diğer fon sahiplerine dağıtılacaktır. Nihaî fazla, işletmenin, faaliyetinden elde ettiği gelirlerden faaliyete ilişkin bütün giderler ve vergiler karşılandıktan sonra kalan ve şirkete sermaye ve fon sağlayan bütün kesimlere (hisse sahipleri yanı sıra tahvil ve diğer borç senedi veya senetsiz borç sahipleri dâhil olmak üzere) paylaştırılacak olan değeri ifade etmektedir. Bu paylaşımda, borç verenlere önceden belirlenmiş tutarlar ödendikten sonra pay sahipleri, payları oranında, kalan değeri alacaklardır.

Sınırlı sorumlu ortaklığın söz konusu olduğu sermayesi paylara bölünmüş şirket ya da anonim şirket örneğinde, şirketin tasfiyesi durumunda ortağın zarardan kaynaklanan sorumluluğu koymayı taahhüt ettiği sermaye ile sınırlı olduğundan, zarardan koyduğu sermaye kadar pay alacaktır. Ancak tasfiye fazlasından sermaye payına oranla tam olarak pay alacak ortak, şirketin faaliyet sonucu veya nihaî fazla ile ilgili yaratacağı her birim fazlada beklenen getirisini yükseltmiş olacaktır. Böylece, kâr durumunda, ortağın sermayedeki pay oranı arttıkça nihaî fazladan alacağı pay da artacak; zarar durumunda ortak sadece ödemeyi taahhüt ettiği sermayeyi kaybetmiş olacaktır. Bu çerçevede, çok yüksek sermaye payı oranlarında ortağın gözetim faaliyetinin ortak açısından olumlu getiri sağlama olasılığı görece daha yüksek iken, şirket sermayesinde düşük pay oranına sahip olması durumunda, bunun tersine, gözetim

faaliyetinden ortağın olumlu getiri sağlama olasılığı oldukça düşük kalacaktır. Çünkü gözetim yapmadığı takdirde ortak en fazla yatırdığı paranın tamamını kaybedecektir.

Ortağın şirkete yatırdığı paranın (koyduğu sermayenin) tutarı arttıkça ortağın bu parayı gözden çıkarma eğilimi azalacaktır. Ortağın şirkete yatırdığı sermayenin yüksek bir tutara ulaşması halinde, ortak nezdinde bu paranın görelî önemi de artacağından, ortağın bu paraya ilişkin gözetim ihtiyacı doğal olarak artmış olacaktır. Şirkete sermaye olarak yatırılan paranın ortak açısından görelî öneminin düşük olması bu paranın tamamen kaybedilmesi halinde ortağın katlanacağı görelî* zararı azaltmış olacağından, paranın kaybedilme olasılığını azaltıcı bir gözetim çabasına duyulacak ihtiyaç da azalacaktır. Görece çok düşük rakamlar için herhangi bir gözetim faaliyetine ihtiyaç duyulmayabilecektir. Bu rakamın hangi büyüklükte olabileceği hususu daha çok ortağın tercihleri ve gelir ve servet durumu ile ilişkili olmakla birlikte, ekonomik denge bakımından fayda-maliyet analizi yol gösterici olacaktır.

Bu husus ile ilgili olarak, aşağıda Bölüm 1.3'te ele alınacak olan gözetim maliyetinin sabitliği konusuna işaret etmek faydalı olacaktır. Jensen ve Meckling'in analizinde⁶, gözetim maliyetinin değişkenliği ve sabitliği konusunda açık bir varsayım veya değerlendirme bulunmamakla birlikte, gözetim maliyetinin şirkette sahip olunan pay oranı ile artan ve azalan bir özelliğinin bulunmadığının varsayıldığı anlaşılmaktadır. Bu varsayım, sabit bir gözetim maliyetine her bir gözetim yapan tarafından ayrıca katlanılacağı ve bu sabit maliyetin sağlanan fon tutarına bağlı olarak da değişmeyeceğinin Jensen ve Meckling'in analizinde temel bir kabul olduğunu göstermektedir. Aşağıdaki bölümlerde işaret edeceğimiz, finansal araçların yapacağı gözetim faaliyeti bakımından bu "sabit gözetim maliyeti" kabulü önemli bir noktayı oluşturmaktadır.

Bu kabulün konuyu ele alan başka birçok yazar tarafından da yapılmış olmasının analiz kolaylığı yanı sıra gözetim çabasının doğurduğu maliyetlerin büyük ölçüde bir defalık yapılan ve büyük bölümü değişmeyen maliyet kalemlerinden oluşacağı yaklaşımının da bir sonucu olduğu düşünülmektedir. Gözetim maliyetlerinin

* Görelilik ortağın servetine veya gelirine bağlı olabileceği gibi, zarar halinde ortaya çıkacak takip masraflarının büyüklüğü bakımından da ele alınabilir.

sabitliği veya değişkenliği konusu gözetim ve kontrol konusunu ele alan yazarlarca yeterince değerlendirilmemiştir. Aşağıda Bölüm 1.3'te konu daha ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

1.2.2. Temsil Maliyetleri ve Gözetim

Jensen ve Meckling⁷, gözetim faaliyetini, temsil (agency) ilişkisinin bir unsuru olarak ele almaktadırlar. Bu kapsamda, temsil ilişkisi, varlığı itibariyle ve bunun sonucu olarak, bazı maliyetler yaratmaktadır. Jensen ve Meckling, temsil ilişkisinin bir sonucu olarak ortaya çıkan ve “temsil maliyeti” (agency cost) olarak ele aldıkları bu maliyet unsurlarını şu üç kalemde gruplandırmaktadırlar:

1. temsil edilen tarafından yapılan gözetim harcamaları (monitoring expenditures),
2. temsilcinin, temsil edilen ile arasında yaptığı sözleşmeye bağlılığını (sadakatini) sağlamak ve sürdürmek için yapılan harcamalar (bonding expenditures),
3. şirketin piyasa değerinde temsil ilişkisinin ortaya çıkardığı düşüş olarak nihaî fazlaya yansıyan kayıp (residual loss).

Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmasında⁸, temsil maliyeti bu üç maliyet kaleminin toplamı olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede, bağlılık harcamaları ve gözetim harcamaları temsil ilişkisinin sonucu olarak temsil sürecinde katlanılması gereken maliyetler iken, nihaî fazlaya yansıyan kayıp bir sonuç çıktısı olmaktadır. Bu bakımdan, gözetim harcamaları gözetim faaliyetinin gereği olarak ortaya çıkan ve fon verenin katlanması gereken zorunlu bir temsil maliyeti kalemidir. Burada, çalışmamızın kapsamı bakımından vurgulamamız gereken önemli bir husus da Jensen ve Meckling'in, gözetimi, şirketin kontrol edilmesini de içerecek bir şekilde tanımlamış olmalarıdır. Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli makalelerinde, “*gözetim terimi sadece ölçmek veya gözlemlemek ile sınırlı bir anlam ifade etmemektedir. Gözetim, temsil edenin davranışının bütçe kısıtlamaları, çalışana fayda sağlama (compensation) politikaları, iş yapma kuralları vb. usullere başvurularak 'kontrol' edilmesi çabalarını da içermektedir.*”⁹

Bağlılık harcamaları, şirket yöneticisi ile şirkete fon sağlayanlar arasında açıkça yapılan ya da iş ve çalışma dünyasının gerekleri, gelenek ve yerleşmiş usuller veya iş yapma tarzları gereği yapılmış olduğu kabul edilen sözleşmeye tam uyumun sağlanması için yöneticiye sağlanması gereken faydaları ve olanakları ifade etmektedir. Kısaca bağlılık harcamaları, yöneticinin şirkete fon sağlayanlarla yaptığı sözleşmeye bağlı kalmasını sağlamaya yönelik harcamalardır. Yöneticiye verilecek ücret, bağlılık harcamalarının en önemli kalemi olmaktadır. Ücretin yanı sıra yöneticinin ve/veya ailesinin eğitim, sağlık ve diğer ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik olanaklar, tatil ve seyahat olanakları, konut ve ulaşım olanakları gibi yöneticinin birey olarak ve aile fertlerini kapsayacak şekilde yaşam kalitesini ve refah düzeyini artırmasını sağlayan harcamalar bu kapsamdadır. Bu yaklaşım çerçevesinde, yöneticinin ve aile üyelerinin refahlarının artırılması ve/veya belirli bir düzeyde korunmasına yönelik işlemler için gerekli harcamaları da kapsayan bağlılık harcamaları, yöneticinin, ücret dışında birçok olanak bakımından da tatmin edilerek, şirket ortaklarının ve alacaklılarının aleyhine olacak kararları almaktan kaçınmasını sağlamayı amaçlamaktadır. Yönetici o şekilde tatmin edilmelidir ki şirketin kârlılık ve verimliliğini artırmayı, ortakların ve alacaklıların aleyhine olmayacak kararlar almayı taahhüt ederek başlangıçta imzaladığı ya da zımnen kabul ettiği varsayılan sözleşmeye bağlı kalmaya teşvik edilmiş olmalıdır. Bu teşvik ile yönetici, sadece veya ağırlıklı kendi kişisel çıkarına ve faydasına hizmet edecek kararlar almaya yönelmekten alıkonulmuş olacaktır. Teşvik unsurlarının yetersiz olduğu durumda, yönetici, başlangıçta imzalanan sözleşmeye uyma eğiliminden daha çok, kendi kişisel faydasını artırmaya yönelik ve kendisinin ve aile çevresinin çıkarlarını şirketin, ortakların ve alacaklıların çıkarlarının önüne geçiren kararlar almayı ve şirket kaynaklarını doğrudan doğruya bu amaçlar için harcamayı tercih edecektir.*

* Amerika Birleşik Devletleri senatosunda, 20 Kasım 2008 tarihinde, ülkenin otomobil sanayiinin içinde bulunduğu zor durumdan kurtarılması için çıkış yolları bulunması amacıyla yapılan görüşmeler kapsamında, ABD'nin üç büyük ve dünya ölçeğinde dev otomobil üretim şirketinin (General Motors, Ford ve Chrysler) en üst düzey yöneticilerinin (CEO) senato üyelerinin sorularını cevaplamak ve görüşleri alınmak üzere ABD'nin Michigan eyaletinin Detroit şehriden senatonun bulunduğu Washington D.C.'ye özel jetleriyle seyahat etmeleri ve bu yüzden bazı senato üyelerince açık bir şekilde azarlanmaları o günlerin basınında geniş bir şekilde yer almıştır. Bu üst düzey yöneticilerin batmak üzere olan şirketlerinin durumu nedeniyle senatodan çıkarılmasını bekledikleri bir kurtarma planı için senatoya sorgulanmak üzere gelmiş olmaları bile, yöneticilerin kişisel fayda ve refah tercihlerini geri planda bırakmalarını sağlayamamıştır. Bu olay, kişisel faydanın şirketlerin batmasını önlemek için masrafların azaltılması ile ilgili gerekliliklere baskın geldiğini göstermesi bakımından ilginç bir örnektir. Senatoda bu görüşmeden iki hafta sonra (2 Aralık 2008'de) yapılan görüşme için, aynı yöneticiler, Detroit'den Washington D.C.'ye henüz piyasaya sürmedikleri ancak deneme üretimleri devam eden hibrid otomobiller (benzin motorunun çalışması ile aküsü doldurulan bir elektrikli sistemle çalışan, çift motorlu ancak

Şirketin nihaî fazlasına yansıyan kayıp (residual loss), temsilci-temsil edilen ilişkisinin bir sonucu olarak ortaya çıkan ters seçim (adverse selection) ve ahlakî bozulma tehlikesi (moral hazard) durumlarından kaynaklanmaktadır. Yöneticinin başkasının parasını yönetiyor olmasından kaynaklanan bu duruma ve bunun sonuçlarına aşağıdaki bölümlerde çeşitli şekillerde değinilecektir. Özet olarak açıklamak gerekirse, temsilci, proje seçiminde ve yatırım kararlarında, her durumda, şirketin verimlilik ve kârlılığını veya şirkete sermaye koyanların faydalarını artırmaya yönelik davranmaktansa, çeşitli durumlarda veya uygun gördüğünde, doğrudan kendi faydasını artırmaya yönelik kararlar almaya yönelebilmektedir. Bu gibi yanlış tercihlerin ya da temsilcinin iş ahlakını sorgulamayı gerektiren davranışların sonuçları şirket verimliliğine ve kârlılığına olumsuz olarak yansıyacak ve şirketin nihaî olarak zarar etmesine veya nihaî fazlada azalma meydana gelmesine yol açacaktır. Bu sonuç, doğrudan doğruya, temsil edilenin sağladığı fayda veya getiride azalma olarak ortaya çıkacaktır. Jensen ve Meckling nihaî fazlaya yansıyan kaybı veya ortaya çıkan nihaî zararı, temsil edilenin katlanacağı bir maliyet olarak ele almaktadırlar. Şirkete sermaye koyan ortak bakımından, bu kayıp ya da maliyet unsuru, ortağın getiri analizinde doğrudan etkisi olan bir unsur durumunda olacak ve ortak, elde edeceği getiriyi hesaplarken kullanacağı iskonto oranının tespitinde bu maliyet unsurunu da dikkate alacaktır.

Jensen ve Meckling, gözetim maliyetlerini diğer iki maliyet kaleminden (bağlılık maliyetleri ve nihaî fazlaya yansıyan kayıp) ayrı olarak ele almakta ve bu maliyetlerin birbiri ile ilişkilerine değinmemektedirler. İlk bakışta görüleceği üzere, gözetim maliyetlerinde yapılacak artış, bağlılık maliyetlerinde ve nihaî fazlaya yansıyan kayıpta azalışlar sağlayabilecektir. Aynı şekilde, bağlılık harcamalarında artış, gözetim harcamaları ve nihaî fazlaya yansıyan kayıpta azalışlar sağlayabilecektir. Bu bakımdan, nihaî fazlada oluşan kaybın gözetim ve bağlılık harcamalarındaki artışla belli ölçülerde önlenebileceği kabul edilmelidir. Kısaca, bu üç maliyet kalemi arasında bir değiş-tokuş bulunduğu açıktır. Dolayısıyla, temsil maliyetleri kapsamında, gözetim yapıldığında, yöneticilerin bağlılığıyla ve nihaî fazla ile ilgili gider ve kayıpların birlikte ele

kendi içinde enerjisini üretebilme özelliği nedeniyle çok büyük enerji ve yakıt tasarrufu sağlayan otomobiller) ile seyahat ederek gelmişlerdir.

alınmaları bu maliyetlerin doğru hesaplanması ve sonuçlarının ölçülebilmesi bakımından gerekli olmaktadır. Bu çalışmada, gözetimin önemi, gözetim ihtiyacı ve gözetim araçları ile gözetimin maliyeti konularında değerlendirmeler yapılmakla birlikte gözetim maliyetlerinin diğer iki temsil maliyeti ile ilişkisine ve bunlar arasındaki etkileşime değinilmemektedir. Çalışmamız, temsil ilişkisinin doğurduğu bağlılık harcamaları ve nihaî fazlaya yansıyan kayıp konularını ele almamaktadır.

Jensen ve Meckling'in bize işaret ettikleri ve buradan yola çıkarak ulaştığımız yukarıdaki değerlendirmeler, şirket yönetiminde yer almayan ve/veya şirketi kontrol gücünde veya konumunda olmayan şirket ortağının, şirkete koyduğu sermayenin kullanılma biçimi, etkinliği ve muhtemel sonuçları hakkında devamlılık arz eden bir gözetim faaliyeti içine girmesini gerekli kılmaktadır. Bu gereklilik, ortağın kendisi tarafından yürütülecek bir faaliyet olarak ele alındığında, her bir ortak açısından, bir fayda-maliyet analizinin ya da bir gelir-gider hesabının yapılması gereğine de işaret etmektedir. Çünkü ortak bir kez parasını veya elindeki fonu verdikten sonra, ortağın bu fonun kullanımı ile ilgili bir gözetim maliyetine katlanması, fonu sağlamış olmasından dolayı elde edeceği getiri ile çok yakından ilgili hale gelecektir. Doğaldır ki, ortağın herhangi bir gözetim faaliyetine başlama kararı verebilmesi için şirkete sermaye olarak sağladığı fonun getirisinin gözetim için katlanılacak maliyetleri fazlaca aşması gerekecektir.

1.2.3. Borç Verme ve Gözetim

Borç olarak finansman sağlamanın gözetimle ilgili sonuçları da dışarıdan öz kaynakla finansmana benzer bir durum arz etmektedir. Jensen ve Meckling¹⁰ şirkete borç verenlerin de temsil sorunu (agency problem) ile karşı karşıya kalacaklarını ve bununla ilgili maliyetlere katlanacaklarını belirtmektedirler. Bu maliyetler;

(1) gözetim harcamaları,

(2) finansal kaldıracı yüksek şirketlerde, yöneticinin riski ve getirisi yüksek projelerden ziyade riski düşük ve kârlı projelere girişmesini sağlamaya yönelik teşvik ve bağlılık harcamaları,

(3) temsil ilişkisinin şirketin piyasa değerinde yarattığı düşüş şeklinde ortaya çıkan zarar

olarak sıralanmaktadır.

Temsil maliyetinin, borç verenler açısından, bu üç unsuru aşağıda açıklanmaktadır.

Borç verenler açısından temsil maliyeti unsurlarından bağlılık harcamaları, sermaye sahiplerine kıyasla daha sınırlı bir çerçevede konuya yaklaşılmasını gerekli kılmaktadır. Şirkete sermaye verenler (ortaklar) ters seçim sorunu yanı sıra, belki bundan da önemli derecede ahlakî bozulma tehlikesi ile karşı karşıya olacaklardır. Borç verenlerin öncelikli sorunu ise, bağlılık harcamaları bakımından, ters seçim sorunu olarak ortaya çıkacaktır. Borç verenler, proje ve diğer yatırım kararlarında, risk ve getiri tercihleri bakımından şirketle ilgili uzun vadeli ve sürekli performans (verimlilik ve kârlılık) kaygıları taşımaktan daha çok borç verdikleri tutarın vadesi içerisinde kupon (faiz) ödemelerinin ve vadede anaparanın geri dönüşünün garantilenmesini sağlayacak kararlarla tatmin olacaklardır. Bu gibi kararlar, şirket yöneticisinin yatırım ve proje uygulamalarında riski düşük ve getirisi düşük seçeneklere yönelmesine işaret etmektedir. Şirkete sermaye koyanlar bakımından geçerli olacak durumdan farklı bir duruma işaret eden bu tercih yapısı borç verenlerin genel olarak düşük riskli projeleri tercih edecekleri kabulü ile ilgilidir. Düşük risk, finans teorisi ve istatistiksel analizler bakımından, ortalama olarak ve genel olarak düşük getiriyi doğuracağından, borç veren, bu tercih ile kayıp olasılıklarını azaltmış olmakta ve belirli bir ortalama getiriyi de sağlamayı hedeflemektedir. Borç veren, şirket böyle bir getiri düzeyine ulaştığında, borçların geri ödenmesi için yeterli olduğu sürece, daha yüksek getiri arayışına ve dolayısıyla daha yüksek risk üstlenmeye yönelmeyecektir. Borç veren açısından, anaparasının ve buna ilişkin faizlerin geri dönüşünün sağlanacağı getiri düzeyi yeterli olacaktır.

Seward, 1990 tarihli çalışmasında¹¹ borç veren açısından benzer bir sonuca ulaşmaktadır. Aşağıda Bölüm 1.5'te geniş bir şekilde ele alınacağı üzere, Seward, borç verenin, borç verirken gözetim yapma veya yapmama kararını da vereceğini kabul

etmekte ve dönem sonunda borç anapara ve faizlerini tamamen geri alabileceğini öngörebildiği sürece gözetim yapma kararı vermeyeceğini varsaymaktadır. Seward, gözetim yapma noktasına kadarki süreçte, borç verenin gözetim yapmak yerine bağlılık harcamalarına katlanmasının daha uygun bir davranış olacağını değerlendirmektedir. Bu değerlendirmede, gözetim maliyetlerinin bağlılık harcamalarından daha yüksek olacağı varsayımının, açıkça belirtilmese de, esas alınmış olduğuna dikkat etmek gerekmektedir. Gözetim maliyetlerinin bağlılık harcamaları ile bu çerçevedeki ilişkisi Jensen ve Meckling'in analizleri çerçevesinde, aşağıdaki bölümlerde ele alınmaktadır.

Borç verenin duyarsız olacağı, alacağından daha yüksek şirket geliri hususu, sermaye koyan ortak açısından, mümkün olduğunca yüksek bir getiri düzeyi olarak her halükarda daha çok tercih edilen bir durum olacaktır. Şöyle ki, şirkete sermaye koyan ortak eğer risk ve getiri tercihleri bakımından borç verene benzer bir düzeyde veya yapıda olsaydı, parasını şirkete sermaye olarak koyup daha yüksek bir risk düzeyine katlanması tutarlı ve anlaşılır bir davranış olmayacaktı. Daha çok belirlilik içeren borç vermenin getirisi yerine buna kıyasla yüksek düzeyde belirsizlik içeren sermaye koymanın getirisi tercih edildiği takdirde daha yüksek bir risk ve getiri düzeyinde bulunuluyor olacaktır. Bu durum, şirkete sermaye koyan ortak açısından, şirketin proje ve yatırım kararlarında daha riskli projelere yönelmeyi daha kabul edilebilir ve hatta tercih edilir hale getirmektedir. Risk ve getiri tercihi borç veren için geçerli risk ve getiri düzeyinden belirgin ölçüde yüksek olmayan sermaye sahibi fonlarını şirkete sermaye olarak koymaktansa borç vermekle daha iyi bir durumda olacaktır. Bu şekilde, hem beklediği getiri düzeyine ulaşacak, hem de bu düzeyin gerektirdiği düzeyden çok daha yüksek bir risk düzeyine katlanmamış olacaktır.

Bu durum, bağlılık harcamaları bakımından, şirkete sermaye koyan ortak ile borç veren arasındaki farka işaret etmektedir. Benzer bir durum gözetim harcamaları bakımından da ortaya çıkacaktır. Tercih edilen risk ve getiri düzeyi gözetim faaliyetinin ve bu şekilde gözetim maliyetinin düzeyinde de etkili olacaktır.

Şirkete borç verenler veya tahvil sahipleri açısından şirketin piyasa değerinde düşüş şeklinde ortaya çıkan zarar, şirketin kârındaki düşüş nedeniyle şirketin piyasa değerinde oluşan azalışın hisse senedi sahipleri bakımından beklenen getiri oranında

yükselişe neden olması ve hisse senedi piyasasında oluşan bu beklenen getiri artışının tahvil sahipleri için de geçerli olması nedeniyle şirket zararının mevcut tahvil değerlerine düşüş olarak yansımastır. Durumu, daha anlaşılır olması bakımından şu şekilde açıklayabiliriz. İlk aşamada, şirket yatırımları ve projeleri hakkında karar verenlerin yanlış kararları sonucunda şirketin kârlılığının azaldığı varsayılmaktadır. Bu kâr azalışının ilk etkisi şirketin beklenen gelirlerinin azalması nedeniyle hisse senedi fiyatlarında azalma olarak ortaya çıkacaktır. Bu azalış, hisse senedi sahiplerinin şirkete koydukları sermaye için istedikleri veya bekledikleri getiri oranının artması anlamına gelecektir. Bu, şirketin sermaye maliyetinde artış olması demektir. Bu sermaye maliyetinin bir unsuru olarak şirketin borçlanma faiz oranı da artacağından şirketin tahvillerinin piyasa değeri düşecektir. Tahvillerin piyasa değerindeki düşüş tahvil sahiplerinin zararına yol açacaktır. İşte bu sonuç, şirkete borç verenler veya tahvil sahipleri açısından şirketin piyasa değerinde düşüş şeklinde veya bu sebeple ortaya çıkan zarar olarak değerlendirilmektedir.

Bu durum, esas olarak, hisse senedinin cari fiyatı ile şirket kârının dağıtımı arasında dönemsel gecikmenin olmasından kaynaklanmaktadır. Hisse senetleri, piyasada alım ve satım kararlarını verenler tarafından gelecekteki beklentilere göre bugün fiyatlanırken bu fiyatlamaya esas olan temettü gelirleri gelecek dönemde ortaya çıkmaktadır. Gelecek dönemdeki temettünün düşmesi beklendiğine ve bu temettünün kesin tutarı bugünden bilinmediğine göre, bugünkü görece daha yüksek temettü düzeyi baz alınarak tahmin edilen gelecek temettü düzeyi ile azalmış olan hisse senedi fiyatı dikkate alınarak hesaplanan beklenen getiri oranı, piyasada referans oran olarak ortaya çıkacaktır. Hisse senedinin önceki fiyat düzeyine göre daha yüksek bir beklenen getiri oranı, bunu referans olarak alan mevcut tahvil sahipleri bakımından da daha yüksek bir beklenen getiri oranına işaret edecektir. Finansal piyasalarda farklı alt piyasalardaki farklı fiyat ve oranların, piyasa katılımcılarının arbitraj imkânlarını kullanmaları sonucunda, dengeye gelmesinin sağlandığı kabulü altında, hisse senedi fiyatları bakımından ortaya çıkan beklenen getiri yükselişinin tahvil fiyatlarında düşüşe yol açması düzgün işleyen piyasalarda doğal bir sonuç olacaktır. Bu şekilde, şirket kârlılığında meydana gelecek bir azalma sonuç olarak, tahvil piyasa fiyatlarında azalma suretiyle, tahvil sahiplerinin kayba uğramasını doğuran bir süreci başlatmış olmaktadır.

Bu çerçevede, hisse senedi sahiplerinin olumsuz etkileneceği bir şirket performansı düşüşü dolaylı olarak tahvil ve diğer borçlanma senedi sahiplerini de olumsuz etkilemektedir. Borç verenlerin katlanması mümkün olan “temsil ilişkisinin şirketin piyasa değerinde yarattığı düşüş şeklinde ortaya çıkan zarar” kendini bu şekilde göstermektedir.

Borç verenler açısından temsil maliyetleri bu şekilde açıklandıktan sonra, maliyet kalemlerinin birbirleri ile ilişkisinin sermaye sahipleri açısından belirttiğimiz çerçeveden farklı bir durum arz etmediğine işaret etmemiz gerekmektedir. Sermaye sahipleri bakımından ortaya çıkan duruma benzer şekilde, gözetim faaliyetinin düzeyinde ve böylece gözetim maliyetlerinde yapılacak artış diğer iki maliyet unsurunun düzeyinde azalışı sağlayabilecektir. Maliyet kalemlerinin birbirleri ile ilişkisi ve etkileşimi bakımından, sermaye sahibi ortağın katlanacağı temsil maliyetleri açısından ifade ettiğimiz hususların borç verenlerin katlanacağı temsil maliyetleri bakımından da geçerli olacağı açıktır.

Görüldüğü üzere gözetim, borç veren açısından da, sermaye koyan bakımından olduğu gibi önemi göz ardı edilemeyecek ve gerekli bir faaliyet olarak karşımıza çıkmaktadır. Borç verenin, yöneticinin kararlarını ve projelerini gözetime tabi tutması, sermaye koyan ortak bakımından da geçerli olduğu şekilde, ayrıntılı ve kapsamlı bir gözetim faaliyetini gerekli kılacaktır. Borç verenin yürüteceği gözetim faaliyetinin ayrıntısı ve sürekliliğinin sermaye koyan ortağın gözetiminde uygulanacak ayrıntı ve süre ile ne derece benzer olacağı hususunu da değerlendirmek gerekmektedir.

Yukarıda değinildiği üzere, gözetim faaliyeti konusunda borç verenin kaygıları ve çabası sermaye koyan ortak kadar uzun erimli ve yüksek getiri içeren bir beklenti düzeyinde olmayacaktır. Borç veren, dönemsel faizlerin ve borç tutarının geri dönüşünü sağlamaya yetecek düzeyde bir gözetim faaliyeti için gerekli maliyete katlanmakla amacına ulaşmış olacaktır. Borç veren bakımından gözetim faaliyetinin süresi ile borcun süresi uyumlu olacaktır. Çünkü borçlu bakımından, borç geri ödendikten sonra gözetim faaliyetine devam etmenin bir getirisi ve faydası olmayacaktır. Dolayısıyla, tamamen geri ödenmiş bir borç için borç verenin gözetimi sürdürmesi gerekli ve anlamlı değildir.

Vadesinde sürekli yenilenen borç verme durumunda ve borç verme işleminin bu şekilde çok defa tekrarlanması halinde borç verilen tutar sermaye ya da özkaynak gibi değerlendirilebilir hale gelecektir. Bu durum, gözetim faaliyetini ve bunun için gerekli maliyetleri sermaye koyma durumuyla benzer hale getirecektir. Nitekim borç verme işlemlerinin bu şekilde uzun sürelerle yayılarak sürdürülmesini borç verme değil, sermaye koyma olarak değerlendirmeye yönelik düzenleme ve uygulamalar da bulunmaktadır. Türkiye’deki vergi düzenlemeleri ve ayrıca Uluslararası Finansal Raporlama ilkeleri buna örnektir.* Bu çerçevede, gözetim faaliyeti bakımından, sürekli yenilenen borçlanmaları özkaynak finansmanı ile aynı kapsamda değerlendirmek daha doğru olacaktır.

Bu çerçevede, borç verenin gözetim davranışı, borcun vadesi ile sınırlı bir süreyi kapsayan ve ayrıntısı bakımından da borç tutarının ve faizlerinin geri ödenmesi ile sınırlı bir kapsamı olan bir faaliyeti ifade edecektir. Bu çerçevede, borç verenin gözetime ilişkin tercih eşiği ve gözetim alanı şirkete sermaye koyanın tercih eşiğinden ve gözetim alanından daha dar kapsamlı ve daha kısa süreli olacaktır.

Jensen ve Meckling’in analizine devam edersek, borç verenin, yöneticinin teşviki ve bağlılığının sağlanması ile ilgili bütün maliyetlerden korunması için alınacak önlemler, bu anlamda gözetim faaliyeti, operasyonel kararların çoğunu kapsayacak ve bu kararlardan kaynaklanan risk unsurlarını da kapsayacak şekilde ayrıntılı olacaktır. Bu bakımdan, teşvik, bağlılık ve gözetim maliyetlerinin aşırı boyutlara ulaşmasının önüne geçme konusunda borç veren ile borç alan arasında yapılacak bir sözleşme yardımcı

* Türkiye’de 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 12’nci maddesi (önceki haliyle 5422 sayılı aynı Kanunun 16’ncı maddesi) kurumlar vergisi bakımından, kurumların (konumuzla ilgisi bakımından şirketlerin) sermayesinde tek başına veya başkalarıyla birlikte yüzde 10 ve daha fazla paya sahip olan ortaklarının, bu şirketlere verecekleri borçların “örtülü sermaye” olarak değerlendirilerek bu borçlar nedeniyle ödenecek faizlerin gider kabul edilmeyeceğini düzenlemektedir. Eski düzenleme bu tutarların vergi matrahından indirimine izin vermezken, yeni düzenleme bu şekilde ödenen faizleri kâr dağıtımı veya yurt dışındaki bir ana şirkete bağlı şirketlerde merkez şirkete aktarılmış tutar olarak vergiye tabi tutmaktadır. Böylece, şirkette yüzde 10’dan fazla paya sahip ortağın şirkete borç vermesinin şirket açısından vergisel avantajları ortadan kalkmış olmaktadır. Öte yandan, genel kabul görmüş muhasebe kavramları arasında yer alan “özün önceliği – substance over form” kavramı, işlemlerin ve durumların hukukî biçimlerinden çok esas olarak temsil ettikleri durum ve ekonomik gerçekliği dikkate alınarak finansal tablolarda yer almalarını gerektirmektedir. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’nın Kavramsal Çerçeve (Framework) metninde finansal tabloların niteliksel özellikleri arasında sayılan özün önceliği kavramı şu örnekle açıklanmaktadır: Bir işletme aktifindeki bir varlığı, hukuken mülkiyet devir işlemlerini tamamlayarak başka bir kişiye satmış olabilir. Ancak, başka bir sözleşme ile de bu varlığın kullanımı veya bundan elde edilecek ekonomik faydalar satan işletmeye bırakılmış olabilir. Bu durumda, işlem, finansal raporlama bakımından, bir satış işlemi olarak değerlendirilmeyecektir. Bu kavram çerçevesinde, sürekli yenilenen bir borçlanmanın özkaynak finansmanı şeklinde finansal raporlamaya konu edilmesinin gerekli olduğu sonucunu çıkarmak gerekmektedir.

olacaktır. Gözetim faaliyetinin kapsamı ve yöneticinin bağıllığını sağlamaya yönelik hususlar ve bunların ortaya çıkaracağı maliyetler, borçlanmanın başlangıcında imzalanan borç sözleşmesi ile bağitlanacak; bu bağitlar borç verenin elde edeceği getirinin daha düşük olmasına sebep olacaktır. Bu tür önlemler üzerinde uzlaşmanın, bu önlemleri uygulamanın ve bu önlemlerin şirket yönetiminin hareket alanını daraltması sonucu en uygun kararların alınmasını zorlaştırması nedeniyle azalan şirket değerinin getirdiği maliyetler ihmal edilebilir değildir. Hatta yönetim sürecinin aralıksız bir karar alma süreci niteliği göstermesi nedeniyle borç verenlerin arayacağı koşulların tam olarak karşılanması, borç verenler tarafından hemen hemen tam bir yönetim fonksiyonu icra edilmeden mümkün olmayacaktır. Bu şekilde, Jensen ve Meckling'in analizinde bağlayıcı koşullarla ilgili tüm maliyetler gözetim maliyetini ifade etmektedir. Sadakat (bağıllık) maliyetine örnek olarak, ayrıntılı finansal raporların hazırlanarak kullanıma sunulması ve bu finansal bilgilerin doğruluğunun bağımsız bir dış denetçi tarafından test edilmesi verilmektedir.¹²

Bizim değerlendirmelerimizde, bağımsız denetim, bağıllığı sağlamaya yönelik bir faaliyet unsuru olarak değil, gözetim faaliyetinin dolaylı bir mekanizması olarak ele alınacaktır. Bağımsız denetim, özellikle halka açık anonim şirketler bakımından, ortağın ve şirkete borç verenin bilgilenme ve kamuya açıklanan bilgilerin doğruluğunu teyit etme ihtiyacını karşılamaya hizmet eden ve ortağın ve borç verenin gözetim ihtiyaçlarının bir kısmını dolaylı olarak karşılama amacıyla olan bir faaliyet olarak kabul edilmelidir. Bu bakımdan, çalışmamızda, ayrıntılı finansal bilgi sunumu ve bu bilgilerin bağımsız dış denetim sisteminin sağladığı araçlar kullanılarak doğruluğunun araştırılıp bununla ilgili görüşün açıklanması şeklindeki işleyiş, özellikle çok ortaklı ve pay dağılımı yaygınlık gösteren şirketler bakımından, esas olarak gözetim mekanizmasının dolaylı bir aracı olarak dikkate alınmaktadır. Dolayısıyla Jensen ve Meckling'in analizinde bağıllık maliyetine örnek olarak gösterilen finansal raporlama ve bağımsız denetim mekanizmaları, çalışmamızda, bundan farklı bir yaklaşımla ele alınacaktır.

Jensen ve Meckling'e göre, borç verenler, bu bağlayıcı koşulları sağlamak ve yöneticiyi gözetmek için katlandıkları "nominal" marjinal maliyet bu işlemlerden elde

ettikleri marjinal getiriye eşitleninceye kadar bağlayıcı koşulları uygulamaya devam edeceklerdir. Ancak bu maliyetlere de, öz kaynakla finansman durumunda olduğu gibi, finansmanı sağlayan taraf katlanacaktır. Borçlanan kesim bu tür maliyetlerin varlığını keşfettiği zaman, borç verenlere ödeyeceği fiyatı belirlerken bu maliyetleri de dikkate alacaktır. Diğer bir deyişle, gözetim ihtiyacının var olması sonucu, borç verenlere şirketçe ödenecek faiz oranı borç verenlerce katlanılacak gözetim maliyetlerini de dikkate alacak şekilde belirlenecektir. Borç veren açısından ifade etmek gerekirse, borç verenler bağlılık ve gözetim maliyetlerinin varlığını tespit ettikleri durumda, borç verecekleri tutar için katlanacakları bağlılık ve gözetim maliyetlerini telafi edecek bir getiri ya da faiz oranı talep edeceklerdir. Dolayısıyla, bağlılık ve gözetim maliyetleri şirketin finansman maliyetinde artışa yol açarak şirketin elde edeceği nihaî fazlada kayıp olarak ortaya çıkacaktır. Bu durum, borç verene yapılacak faiz ve anapara geri ödemeleri tehlikeye girmediği sürece, sadece ortağın getirisinde azalmaya yol açan bir maliyet unsuru olacaktır.

1.2.4. Yönetici-Ortak ve Borç Verenin Gözetim Davranışı

Jensen ve Meckling'in aşağıdaki analizi¹³, gözetime yönelik olarak, yönetici-ortağın davranışı ile borç verenin davranışı arasındaki farkı kavramak bakımından önemlidir. Jensen ve Meckling'in notasyonu ve analizini kullanarak aşağıdaki değerlendirmeleri yapmaktayız.*

b: yöneticinin öngörülen davranış kalıplarından sapmaması konusunda borç verenlere güvence sağlamaya yönelik şirket kaynaklarından yapılan bağlılık harcamaları

g: yöneticinin gözetimi amacıyla borç verenler tarafından yapılan harcamalar

V_i : (i) numaralı projenin seçilmesi durumunda oluşacak şirket değeri (i = 1,...,n)

I : bütün projeler için sabit olan, gerekli yatırım harcaması

X : borç verenlerin talep edeceği kazanç

* Bu alt bölümdeki yaklaşım ve değerlendirmeler temel olarak ve çok büyük ölçüde Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmalarına dayanmaktadır.

W_i : (i) numaralı seçenek tercih edildiğinde, yöneticinin ulaşacağı servet düzeyi ($i = a, b, c$)

Şirket kaynaklarından yönetici için yapılacak b kadar harcama karşılığında yöneticinin (1) numaralı projeyi seçeceğini kabul edelim. Bu durumda, $(V_1 - b) > V_2$ ya da $(V_1 - V_2) > b$ olduğu sürece, şirketin değeri $V_1 - b$ olacaktır. Diğer bir ifadeyle, (1) numaralı projenin seçilmesi halinde, yöneticinin bağlılığı için yapılacak bağlılık harcamaları şirket değerinden düşüldüğünde bulunan net şirket değeri, bağlılık harcaması içermeyen (2) numaralı projenin sonucunda ulaşılabilecek değerden daha büyük olduğu sürece, (1) numaralı proje tercih edilecek ve şirketin değeri (1) numaralı proje değerinden bağlılık harcamalarının düşülmesiyle bulunan değere eşit olacaktır. Bulunan bu net değer, (2) numaralı projenin sağlayacağı değerden daha yüksek olacaktır. Bu durumda (1) numaralı proje kesinlikle tercih edilmesi gereken bir proje olmaktadır.

Bu durumda, borç verenler yönetici-ortağın (1) numaralı projeyi tercih etmesini sağlamak isteyeceklerdir. Temsil sorunu bu noktada ortaya çıkmaktadır. Jensen ve Meckling'de ayrıntılı ele alınmamış olmakla birlikte, bağlılık harcamalarının öncelikle yönetici-ortağın servetini veya refahını artırmaya yönelik harcamalar olduğu hususunu vurgulamak gerekmektedir. Bağlılık harcamaları şirket kaynaklarından karşılanmaktadır. Dolayısıyla, borç verenlere taahhüt edilen ödemelerle ilgili bir sorun yaratmadığı sürece, bağlılık harcamalarının yapılması borç verenlerin tercih edeceği bir yöntem olmak gerekir. Bağlılık harcamaları pratikte, şirket hisse senetlerinin belli bir fiyattan satın alınabilmesi hakkı veren opsiyon sözleşmeleri, tazminat veya prim ödenmesine ilişkin sözleşmeler, çalışma koşulları ile ve genel olarak yaşamla ilgili yöneticiye sağlanan faydalar gibi değişik şekillerde doğrudan yöneticiye yarar sağlamaya yönelik olmaktadır. Borç verenin almayı beklediği ve kendisine taahhüt edilen anapara ve faizden daha fazlasını talep hakkı olamayacağından, bu taahhüdü garantileyebildikten sonra şirketin elde edeceği ek gelirin borç verene ek bir faydası olmayacaktır. Dolayısıyla, borç veren, kendisine taahhüt edilen tutarın üstünde kalan şirket geliri ile ilgili değildir. Bu bakımdan, kendi getirisine garanti sağlama sonucu veren ve şirket tarafından karşılanacak harcamaların yapılması konusunda da bir kaygısı

olmayacaktır. Böyle bir kaygı ancak şirkete öz kaynak sağlayan ortağın sorunu olarak karşımıza çıkabilecektir.

Gözetim harcamaları, bu aşamada, borç verenlerin kendilerinin karşılayacağı maliyet kalemi olarak dikkate alınmaktadır. Jensen ve Meckling, borç verenlerin yapacakları gözetim harcamalarının bunların getiri beklentilerine yansıyacağını ve bunun da şirketin borçlanma maliyetini artıracığını varsaymaktadırlar. Jensen ve Meckling'e göre, bu şekilde, gözetim harcamaları şirketin borçlanma maliyetine yansımakta, bu harcamalardan öncelikli fayda sağlayanlar da (bağımsız denetim, hukuk danışmanları, iç kontrol hizmetlerini verenler gibi) şirket dışındaki yeni unsurlar olmaktadır. Bu nokta aşağıda Bölüm 1.6.3'te ve ayrıca Bölüm 4'te gözetim modeline yönelik önerilerimizde dikkate alınacaktır.

Jensen ve Meckling'in modeline dönersek, temsil sorunu bakımından, yönetici-ortağın en düşük maliyetli seçeneği tercih edeceğini göstermek için, (2) numaralı projeyi tercih etmesini önleyecek bir hakkı borç verenlere sağlayan bir koşulu (covenant) yöneticinin imzalayacağını varsayalım. Düşük maliyetli proje, yönetici-ortağın da getirisini olumlu etkileyen bir tercih olacaktır. Anlaşılabilecektir ki düşük maliyet gözetim harcamaları ile ilişkilendirilmektedir. Temsil maliyetinin diğer unsurları ihmal edildiğinde, gözetim harcamasının var olduğu projenin maliyeti gözetim harcaması gerektirmeyen projeye kıyasla daha yüksek olacaktır. Ancak, temsil maliyetinin diğer unsurlarını yok edemeyeceğimizden, gözetim harcamasının söz konusu olmaması diğer maliyet unsurlarını dikkate almamızı gerektirmektedir. Doğaldır ki gözetim yapılmayan projede, bağlılık harcamalarını ve/veya şirket nihaî fazlası ile ilgili kayıpları telafi edecek veya azaltacak önlemlerin alınmış olması beklenecektir.

Bu noktada, bağlılığı güvenceye almaya yönelik teşvik unsurları sağlamaya kıyasla, gözetimin daha az maliyetli bir yöntem olabileceğini ileri sürmek yanlış olmayacaktır. Jensen ve Meckling'in de varsayım olarak esas aldığı bu kabul gözetim harcamaları ve bağlılık harcamaları bakımından ayrı ayrı fayda-maliyet analizi yapmayı gerekli kılmaktadır. Bir kısa yol olarak, gözetim faaliyetinin yöneticinin davranışlarını ve kararlarını gözlemlemek için uygun bir mekanizmayı içeren faaliyet olmakla, muhtelif teşvik mekanizmaları ve yöneticinin değişen talep ve ihtiyaçlarına sürekli

uyumu gerekli kılan bağıllık işlemlerine kıyasla daha dar kapsamlı ve dolayısıyla daha düşük maliyetli bir alan olduğu kabul edilebilir. Esas olarak Jensen ve Meckling'e¹⁴ dayanan aşağıdaki değerlendirmeler de bu yönde bir kabul etrafında yürütülmektedir.

Bu durumda, gözetim harcamalarının tutarının bağıllık harcamalarının tutarından daha düşük olacağı ($g < b$) kabul edilerek, borç verenlerin g kadar gözetim maliyetine katlanacaklarını söyleyebiliriz. Bağıllık harcamalarının daha düşük olması halinde borç verenlerin gözetim maliyetine katlanmaları getirilerinin azalmasına neden olacaktır ve tercih edilmeyecektir. Dolayısıyla, gözetimin tercih edilmesi, gözetim maliyetinin bağıllık harcamalarından daha düşük bir seviyede gerçekleşmesini gerekli kılmaktadır.

Dolayısıyla, sadece (1) numaralı proje mevcut iken, bu proje, bağıllık harcamaları (b) içeren ve gözetim harcamaları (g) içermeyen bir proje olarak ele alınmaktadır. Bağıllık harcamaları yöneticinin borç verenlerle yapılan sözleşme şartlarına uyumunu sağlamaya yöneliktir ve şirket tarafından karşılanmaktadır. (2) numaralı projenin de seçenekler arasına girmesi ile birlikte, $(V_1 - b) > V_2$ ve $(g < b)$ koşulları altında, (2) numaralı projenin tercih edilmemesi için gözetim harcamalarına (g) katlanarak bağıllık harcamalarından (b) vazgeçmek ve bu şekilde (1) numaralı projeyi uygulamak daha kârlı bir sonuç verecektir. Gözetim harcamalarının (g), bağıllık harcamalarından daha düşük olacağı kabulü bu analizde kritik bir noktayı oluşturmaktadır. Bu husus, Jensen ve Meckling'in (g) gözetim maliyetine katlanacak olanın şirkete borç verenler olacağı ve (b) bağıllık harcamalarının şirket kaynaklarından karşılanacağı varsayımı açısından da önemlidir.

Bu kabuller çerçevesinde, (2) numaralı projenin seçilmesi halinde, yöneticinin serveti $(g - b)$ kadar artacaktır. Yukarıda, $(g < b)$ kabul edildiğine göre, yöneticinin serveti gözetimle birlikte azalacaktır. Buradan hareketle, borçlanma piyasası rekabetçi bir yapıya sahipse ve piyasadaki tahminler bağımsız değerlendirmelere dayanıyor (unbiased) ise, potansiyel borç verenler aşağıdaki tercihler arasında kayıtsız kalacaklardır:

Seçenek (a): ŗirket yönetiminin sağladığı bir garanti olmadan, B_2 fiyat üzerinden, herhangi bir koşulu içermeyen X tutarı talep hakkı,

Seçenek (b): ŗirket tarafından (b) kadar bağlılık gideri yapılarak (1) numaralı projenin seçilmesi garantisi ve B_1 fiyat üzerinden herhangi bir koşula bağlı olmayan X tutarı talep hakkı,

Seçenek (c): (1) numaralı projenin seçilmesini garantilemek için (g) kadar gözetim harcaması yapılması ve B_1-g fiyat üzerinden bazı koşulları içeren X tutarı talep hakkı.

Borç verenler (a)'nın gerçekte (2) numaralı projeyle ilgili bir talep hakkını, (b) ve (c)'nin (1) numaralı projeyle ilgili bir talep hakkını temsil ettiğini görecekler ve belirtilen fiyatlar üzerinden üç seçenek arasında kayıtsız kalacaklardır. (a) seçeneğinin (2) numaralı projeyle ilgili olması öncelikle gözetimle ve bağlılıkla ilgili bir ŗartı içermemesinden çıkarılabilir. (b) ve (c)'deki bağlılık ve gözetim harcamaları da (1) numaralı projeye gönderme yapmaktadır. Kayıtsızlık, herhangi bir ek harcamaya katlanmadan (2) numaralı projenin (1) numaralı projeye kıyasla daha düşük olan getirisini (B_2) elde etmekle, b kadar bağlılık gideri yaratarak (B_2)'den daha büyük olan bir getiri (B_1) elde etmek ve g kadar gözetim harcamasına ($g < b$) katlanarak b 'nin söz konusu olduğu durumdan daha düşük bir gelir düzeyine (B_1-g) razı olmak arasında karar vermekte zorlanması ile ilgilidir. Borç verenlerin bu kayıtsızlığı, yönetici-ortak konumundaki sermaye koyan fon sahibi için geçerli değildir.

Yönetici-ortak, bağlılık maliyetlerine (b) katlanmak ile borç sözleşmesine ek koşul içeren bir hüküm eklemek ve borç verenlerin gözetim harcamasını (g) yaparak (1) numaralı projenin seçilmesini garantilemeleri arasında kayıtsız kalamayacaktır. Yönetici-ortağın serveti, her iki durumda, ŗirket sermayesindeki payına borçlanmadan elde edilen kaynağın eklenmesi ve gerekli yatırım tutarının çıkarılması ile bulunan değere eşit olacaktır. Jensen ve Meckling'in tanımladıėı¹⁵ bu ortak-yönetici serveti hesabı, anlaşılağı üzere, yönetici-ortağın ŗirketteki sermaye payı ile orantılı bir firma değeri üzerine ŗirket bünyesinde kalan ve serbestçe kullanılabilen fon tutarının eklenmesini dikkate almaktadır. Bu hesap, aşağıda Bölüm 3.4.1'de ele alacağımız ve

Jensen'in geliştirdiği Serbest Nakit Akımları kavramına kabaca benzeyen bir yaklaşımı benimsemiş olmaktadır.

Eğer $g < b < V_1 - V_2$ ise, proje finanse edildikten ve yatırım yapıldıktan sonra yönetici-ortağın serveti üç seçeneğin seçilme durumuna göre $W_a < W_b < W_c$ olacaktır. Buradan hareketle, yönetici ortak borç sözleşmesine koşul içeren bir hükmün (covenant) dâhil edilmesine ve borç verenlerin kendisini gözetim altında tutmasına izin verdiği takdirde servetini artırma olanağı bulacağından, bu koşullara izin verecektir.

Bu analizden yola çıkarak, Jensen ve Meckling, şirkete borç verenlerin yöneticinin hareket alanını sınırlamak için sahip olacakları hakların tam ve açık olarak belirlenmediği durumda, *şirkete borç verenlerle yönetici dışındaki pay sahipleri arasındaki* temsil (agency) ilişkisinin, şirkete dışarıdan sermaye koyanların yönetici-ortağı gözetim altında tuttuğu duruma benzer özellikler göstereceği sonucunu ıkarılmaktadırlar. Diğer bir deyişle, şirket alacaklıları ile şirket arasında yapılan borç sözleşmesinin şirkete borç verenlere yönelik kesin ve tam olarak belirlenmiş hak ve yetkiler vermediği durumda şirket alacaklıları yöneticinin vereceği kararların etkisini çok fazla hissedeceklerinden, şirket alacaklıları yöneticilerle aralarındaki ilişki bakımından şirket ortaklarına göre farklı bir durumda olmayacaklardır. Bu durumda, alacaklılar ortaklara kıyasla daha özel bir korumaya ya da teşvik ve bağlılık unsurlarına sahip olmayacaklarından, şirketin performansından tıpkı şirket ortakları gibi etkilenir olacaklardır.

Bununla ilgili değerlendirme, Jensen ve Meckling'in analizleri çerçevesinde, şu şekilde yapılabilir: şirkete borç verenlerin, yeteri kadar büyük tutarda kaynağı harcayarak, yöneticiyi daha az riskli projelere yatırım yapmak gibi davranışlara zorlayabildiklerini ve böylece şirkete sermaye koyanlardan (şirket ortaklarından) şirkete borç verenlere (şirket alacaklılarına) servet aktarılmasını sağlayabildiklerini varsayalım. Bu varsayım ile şirket alacaklılarının şirketle yapacakları sözleşmede bu amaca yönelik hükümlerin sözleşmeye dahil edilmesini sağlayabilecekleri ve bunun uygulanmasını takip edebilecekleri kabul edilmektedir. Böylece, şirkete borç verenler daha iyi durumda olurken, sermayede pay sahibi olanların durumunun bozulacağını ve şirketin değerinin azalacağını iddia etmek mümkün hale gelmektedir. Borç sözleşmesinin bu şekilde pay

sahiplerinden şirkete borç verenlere servet aktarımına imkân verdiği durumda, şirketin kuruluşunda yönetici-ortak olan pay sahibi, borç sözleşmesinin sağladığı olanakları kullanmak üzere, şirketteki paylarının çoğunluğunu satarak ve borçlanma senedini ‘şirket sahibi’nin ve dolayısıyla küçük payı oranında kendisinin yararına olacak şekilde elde tutarak, servetini artırma imkânına ulaşabilecektir.

Borç sözleşmesinin bu şekilde bir karşılıklı fayda-maliyet analizi ile bağitlanabildiği ve borç sözleşmesinin içeriğini başlangıçta açıkça belirlemenin mümkün olduğu durumda temsil maliyetlerinin toplamının (özetle, gözetim maliyeti ve şirketin değer kaybının toplamının) alternatif duruma kıyasla daha yüksek olması durumu dikkate alınmaktadır. Alternatif durum, bağlılık maliyetleri ile ifade ettiğimiz, yöneticinin borç sözleşmesine veya ortaklık sözleşmesine* sadık kalmasının sağlanabileceği durumdur. Jensen ve Meckling’e dayanan bu yaklaşım ve sonuç, temel olarak, borç verenlerin, yöneticinin sadakatini sağlamaya yönelik önlemleri ve hükümleri sözleşmeye dahil edip edemeyeceklerine bağlı olmaktadır. Bu amaca yönelik hükümlerin borç sözleşmesine konulabilmesi şirkete borç vereni yönetici üzerinde daha etkili bir konuma getirmektedir. Buradaki diğer önemli bir nokta, yukarıda esas aldığımız gözetim maliyetinin bağlılık maliyetinden daha düşük olduğu ($g < b$) kabulünün terk edilmiş olmasıdır. Bu şekilde, yöneticinin kontrol edilebilmesini bağlılık harcamaları ile sağlamanın gözetim harcamalarına katlanarak sağlamaktan daha düşük bir maliyetle ulaşılabildiği durum analiz edilmektedir.

Buna karşılık, Jensen ve Meckling’in analizine devam edersek, yönetici-ortak, borç verenlerin haklarını belirli bir şekilde ve belli bir kapsam dâhilinde tamamıyla kısıtlayabildiği takdirde (özel olarak borç verenlere ait olduğu belirtilmemiş bütün hakları sermaye sahipleri yararına tutan bir hüküm koyarak bunu yapmak mümkündür) temsil maliyetini minimize edip kendi servetini maksimize edebilecek ve böyle bir sözleşmeyi kendi yararına bulacaktır. Bu durumda, borç verenlerin haklarının sıkı bir şekilde kısıtlandığı ve belirsizlik içermediği ve açıkça borç verenlere tahsis edilmemiş bütün hakların sermaye koyanlara (ortaklara) ait olduğu kabul edilmektedir. Jensen ve Meckling tarafından da bu varsayımların fiilî duruma uygun olduğu

* Ortaklık sözleşmesi ile burada yaptığımız açıklamanın şirket teorisi çerçevesindeki “sözleşme teorisi”, “kurum teorisi” yaklaşımları ile doğrudan bir ilgisi bu aşamada yoktur.

değerlendirilmektedir.¹⁶ Gerçekten de, borç verenlerin hakları borç/kredi sözleşmesi veya halktan borçlanma durumunda kamuya duyurulan izahname (prospektüs) ile açıkça belirlenmektedir. Bu belgeler üzerinde borç verenlere ait olacağı açıkça belirtilmeyen bütün haklar şirket ortaklarına aittir. Böylece, uygulamada, genel bir durum olarak, şirkete borç verenler temsil ilişkisi bakımından şirket ortaklarına kıyasla şartları daha açıkça belirlenmiş ve kapsamı ve sonlandırılmasının koşulları itibariyle de kesinleştirilmiş sözleşme hükümlerine tabi olmaktadır. Kapsamı ve sonlandırılması bakımından kesin olma durumu borç sözleşmesine, ortaklık sözleşmesine kıyasla daha kesin, belirsizliği düşük bir nitelik kazandırmaktadır. Belirsizliğin azalmış olması, ekonomik değerlendirmeler bakımından borç verenleri şirket ortaklarına kıyasla daha öngörülebilir bir duruma getirmektedir. Bu değerlendirmeler, aşağıdaki bölümlerde yararlanılmak üzere, ulaştığımız önemli bir yaklaşımı veya sonucu bize sağlamaktadır.

Jensen ve Meckling, şirket ortağının yöneticiyle veya yönetici-ortakla yaşadığı temsil sorunundan hareketle, bu maliyetlerin azaltılması için borçlanmanın tercih edilmesi gerekliliğini sorgularken, ortak ve yönetici arasındaki temsil ilişkisinin yarattığı gözetim ve bağlılık maliyetleri ile risk-getiri tercihindeki teşvik maliyetlerinin borç veren ile yönetici-ortak arasındaki temsil ilişkisinde de ortaya çıkacağını belirtmektedirler. Borçlanmanın öz kaynağa baskın olmamasını açıklamaya yönelik ve borçlanmaya özgü bir durum olarak ortaya çıkan husus, iflas ve yeniden yapılandırma ile açıklanmakta ve bunların ortaya çıkardığı maliyetler borçlanma ile ilgili temsil maliyetlerinin bir başka boyutu olarak ele alınmaktadır. Ancak, yapılan sınırlı sayıdaki çalışmanın da gösterdiği gibi, iflas ve yeniden yapılandırma maliyetleri şirket değeri ile oranlandığında oldukça düşük bir orana tekabül etmektedir. Bu bakımdan, Jensen ve Meckling de, temsil ilişkisinde iflas ve yeniden yapılandırma* maliyetlerinin ihmal edilebilir nitelikte olduğunu kabul etmektedirler.

Jensen ve Meckling, şirketin “sermaye yapısı”nın (capital structure) belirlenmesi ile ilgili analizi geliştirerek, yönetici-ortağın şirketteki sermaye payını şirket dışındaki ortakların sermaye paylarından ayırarak değerlendirmeye dâhil etmekte;

* İflas ve yeniden yapılandırma maliyeti ile anlatılmak istenen husus, borçlanma düzeyinin artması ile birlikte ortaya çıkma olasılığı da artan iflas riski ve olası bir finansal güçlüğü düşme halinde ortaya çıkacak olan finansal durumun düzeltilmesi, hukukî işlemlerin sürdürülmesi gibi gereklilikler için katlanılacak maliyetlerdir.

gözetim ve kontrol ile ilgisi bakımından şirketin “sahiplik yapısı” (ownership structure)* kavramını öne çıkarmaktadırlar. Bu ayrım, temsil ilişkisinin esas olarak, yönetici konumundaki ortak ekseninde ele alınması olanağını vermekte; bu da borçlanma ve dışarıdan sermaye bulma tercihleri ile temsil ilişkisini (agency relationship) daha rahat analiz edebilmemizi sağlamaktadır. Temsil ilişkisi bünyesinde ele alınan gözetim maliyetleri, çalışmamızın kapsamına uygun olarak, şirket yönetimi üzerindeki gözetim konusu ile şirketin kontrolü konusunun temsil ilişkisi kapsamındaki teorik çerçevesini daha iyi kavramamıza olanak sağlamaktadır.

Jensen ve Meckling’in sahiplik yapısı analizinde, veri bir borçlanma düzeyinde, dışsal özsermayenin[†] oransal payı arttıkça yönetici-ortağın oransal payı ve dolayısıyla şirket varlık ve kaynakları üzerindeki hak ve talepleri azalacağından, yönetici-ortağın şirket kaynaklarını öncelikle kendi faydasına kullanma eğilimi artacaktır, zira bu kullanımların kendisine olan maliyeti düşmüş olacaktır. Bu durum, dışsal özsermaye sahipleri tarafından yürütülecek gözetim faaliyetlerinin marjinal getirisini artıracak ve gösterilecek optimal gözetim gayret düzeyinde artışa sebep olacaktır.

Aynı şekilde, veri bir dışsal özsermaye düzeyinde, borçlanma düzeyinin artırılmasının yönetici-ortağın kendi yararına kullandığı şirket kaynak ve varlıklarının kendisine olan maliyetini azaltıp, şirketin borçlarını ödeyememesi halinde, borç verenlerin zararını artıracığı kabul edilirse, bu durumun da borç verenlerce yöneticinin gözetim altında tutulma düzeyini ve buna ilişkin maliyetleri borçlanma düzeyi ile doğru orantılı olarak artıracığı kabul edilmektedir. Bu şekilde, şirket yöneticisinin şirket sermayesinde sahip olduğu payın değişmediği varsayıldığında, şirketin borç düzeyinin artması, yöneticiye doğrudan kendi faydası için kullanabileceği daha fazla kaynak sağlamış olacağından ve şirketteki payı sabit kabul edildiğinden, her ek borç düzeyinin

* “Sermaye yapısı” (capital structure) kavramı, sermayenin hangi kalemlerden (temel olarak borç ve özkaynaktan) hangi oranlarda oluştuğu sorusu ile ilgili iken, “sahiplik yapısı” (ownership structure) kavramı borçlanma düzeyi veri iken yönetici-ortağın sahip olduğu içsel özsermaye (internal equity) ile dışsal özsermaye (outside equity) ayrımını ön plana çıkarmaktadır. Bu şekilde, temsil ilişkisi ve bunun sonucu olarak ortaya çıkan gözetim ve bağlılık maliyetlerini ve diğer maliyetleri (teşvik maliyeti ve iflas maliyeti) kavramak ve analiz etmek daha mümkün hale gelmektedir.

[†] **Dışsal özsermaye**, şirketin sermayesini temsil eden payların şirket yöneticileri tarafından sahip olunmayan kısmını ifade etmektedir. **İçsel özsermaye** de, aynı yaklaşımla, şirketin sermayesini temsil eden payların şirket yöneticileri tarafından sahip olunan kısmını ifade etmektedir.

yöneticiye maliyeti azalıyor olacaktır. Yönetici şirkette aynı sermaye payı ile giderek daha çok (borçlanılmış) kaynağı doğrudan kendi faydasına kullanabilir hale gelecektir. Borçluluk oranının artarak belli bir düzeyin üzerine çıkması şirketin ödeyememe ve iflas durumları ile karşılaşma olasılığını da artırıyor olacaktır. Ödeyememe veya iflas durumunda şirkete borç verenler ortaya çıkan zararın büyük bölümünü üstlenmiş olacaklar ve şirkette düşük oranlı payı olan yöneticinin zararı yönetici olarak kontrol ettiği kaynaklara kıyasla oldukça düşük kalacaktır. Dolayısıyla, yüksek düzeyde borçlanma yöneticinin kullanabileceği fonların artmasını sağlayan, ancak borç verenlerin riskini ve üstlenmeleri olasılığı bulunan zararı artıran bir fon kaynağı halini almaktadır.

Bu analizin, bankaların kredi verme davranışları ile de uyumlu olduğu açıktır. Şirketin borçlanma düzeyinin yüksek olması, bankanın şirkete kredi olanağı sunmada daha isteksiz davranması sonucunu doğurmaktadır. Bu isteksizlik, banka bakımından, esas olarak, kredinin geri ödenebilirliği ile ilgili değerlendirmelerin bir sonucudur. Banka, kredi olanağı tanırken, şirketin gelecekteki nakit girişleri ile nakit çıkışlarını karşılaştırarak kendi alacağının geri dönüşünü, başlangıçta ve belli sınırlar içinde, güvenceye almaya çalışmaktadır. Borçlanma düzeyinin yüksek olması, öncelikle, bankanın kredi talebinin değerlendirilmesinde uygulayacağı kısıtların katılaşmasını getirecektir. Değerlendirmeler sonucunda kredinin verilmesi kararından sonra, borçlanma düzeyi yüksek bir şirketle ilgili gözetim faaliyetlerinin de artmasını beklemek gerekmektedir. Doğaldır ki, bu tür firmalar daha sıkı gözetilecek ve gözetimden alınan uyarılara daha hızlı tepki verilecektir. Bu da gözetim maliyetlerinde artışa işaret etmektedir.

Jensen ve Meckling'in çalışmalarından yola çıkarak, şirkete sermaye olarak fon sağlayanların ve borç vermek üzere fon sağlayanların gözetim ihtiyaçları hakkında ulaştığımız değerlendirmeler gözetim maliyetlerini de dikkatle ele almayı gerektirmektedir.

1.3. Gözetimin Maliyeti ve Unsurları

Gözetimin yapılıp yapılmaması ile ilgili karar öncelikle gözetimin maliyeti ile ilgili bir değerlendirmeyi gerekli kılmaktadır. Gözetimin maliyeti gözetim kararını etkileyen önemli bir unsurdur. Gözetim maliyetinin değişken olduğunun varsayılması halinde, bu maliyetin düzeyi gözetim çabasının derecesini de etkiler olacaktır. Bu çerçevede, konu, bu bölümde her iki açıdan değerlendirilmeye çalışılacaktır.

Jensen ve Meckling'in analizinde gözetim maliyetinin şirkette sahip olunan pay oranı ile artan ve azalan bir özelliğinin bulunmadığının varsayıldığına Bölüm 1.2'de değinmiştik. Aşağıda Bölüm 1.5'te açıklanacağı üzere, gözetim maliyetlerinin sabit olması yazarlarca genel olarak kabul edilen bir varsayımdır. Sabit bir gözetim maliyetine her bir gözetim yapan tarafından ayrıca katlanılacağı ve bu sabit maliyetin sağlanan fon tutarına bağlı olarak da değişmeyeceği Jensen ve Meckling'in analizinden çıkarılabilmektedir. Ancak, Jensen ve Meckling, şirketin ölçeğinin büyümesinin gözetim maliyetlerinde artışa yol açacağını; diğer bir deyişle, büyük ölçekli şirketleri gözetlemenin, doğal olarak daha masraflı ve daha zor olacağını kabul etmektedirler. Gözetim maliyetlerine her bir gözetim yapan tarafından ayrı ayrı katlanılmasının getireceği mükerrerlik sorunları aşağıda Bölüm 1.5'te ele alacağımız Diamond¹⁷ ve Seward¹⁸'in da temel çıkış noktalarından birisidir. Adı geçen yazarların analizleri gözetim maliyetlerinin sabitliği varsayımına dayanmaktadır. Yapılan çalışmalarda, gözetim faaliyeti bakımından "sabit gözetim maliyeti" genel olarak kabul edilen durumdur. Jensen ve Meckling'in çalışmalarında ortak ve borç veren açısından yapılan analizde kabul edilen bu sabit gözetim maliyeti varsayımı, Diamond'ın ve Seward'ın çalışmalarında finansal araçlar açısından da geçerli kabul edilmektedir.

Gözetim maliyetinin sabitliği, iktisadî hayatın gerçekleri ile uyumlu bir varsayım olmamakla birlikte analiz açısından yarar sağladığı açıktır. Zira gözetim maliyetlerinin değişkenliğinin kabulü halinde, bu maliyetlerin unsurlarına ayrılarak her bir gözetimci için toplam maliyetin belirlenmesi gerekecektir. Maliyetlerin değişkenliği kabul edildikten sonra, bunun gözetimi yapacak olana göre değişken olacağının kabulü gerekmektedir. En azından gözetimi yapacak olanın kurum veya birey olup olmaması, birey (ortak veya borç veren) ise gözetim için gerekli bilgi donanımına ve deneyime

sahip olup olmaması gibi birçok etken maliyet hesabında etkili olacaktır. Aynı şekilde, gözetimi yapacak olanın kurumsal bir yapı olması halinde de gözetim için bünyesinde bulunduracağı uzmanların görev tanımları ve bunların nitelikleri maliyet hesabında etkili olacaktır.

Bu çerçevede, öncelikle sabit gözetim maliyeti varsayımı altında konu ele alınacaktır. Daha sonra, gözetim maliyetinin değişken olduğu varsayımı, genel esasları ile değerlendirilmeye çalışılacaktır. Böylece, gözetim maliyeti, ortağın ve borç verenin bakış açısından ayrı ayrı değerlendirilecek ve devamında, değişken gözetim maliyeti varsayımının kabulü halinde maliyet fonksiyonunun alacağı şekil ile ilgili değerlendirmelere yer verilecektir.

1.3.1. Sabit Gözetim Maliyeti Varsayımı

Jensen ve Meckling'in analizine devam edersek, ortak, şirketin faaliyet ömrü boyunca elde edeceği ortaklık durumundan kaynaklanan (ortaksal) faydadaki artış ve nihaî fazladan kendisine düşecek paydaki artışın piyasa değeri* ile gözetim maliyetlerinin piyasa değeri eşitleninceye kadar gözetim davranışında tereddüt edecektir. Zira gözetim faaliyetinden kaynaklanan maliyetlerin beklenen marjinal getiriyi aşması halinde, bedavacılar sorunu† (free-rider problem) da var olduğundan, ortağın ek çabasının beklenen getiriyi artırma olasılığı azalacaktır. Bir başka deyişle, ek çaba nedeniyle katlanılan ek harcama bu çabanın sağladığı ek getiri ile karşılanamıyorsa, ortağın daha fazla gözetim çabasına girmesi için yeterli teşvik unsuru kalmayacaktır. Bu durumda ortak, şirketin faaliyet ömrü boyunca elde edeceği ortaksal ek getiriler ile nihaî fazladan ve tasfiye sonucundan alacağı ek payın piyasa değerinin

* Burada, ortağın elde edeceği getiriden sağlayacağı fayda ile gözetim nedeniyle katlanacağı maliyetlerden kaynaklanan eksi faydayı (maliyeti) bireysel fayda yaklaşımından uzaklaştırıp, hem ölçme sorunlarını aşabilmek, hem de genel bir ölçü ile değerlendirebilmek ve bireysel davranışların toplamı olarak ele alabilmek bakımından 'fayda' yerine 'piyasa değeri' ölçüsünün daha uygun olacağı kabul edilmektedir. Jensen ve Meckling (1976) de, benzer yaklaşımla, yönetici-ortak ile ilgili fayda analizinde gelecekteki fayda ve maliyetlerin içerdiği belirsizlikten kaynaklanan riskin ölçümü ile ilgili zorlukları aşmak amacıyla, yönetici-ortağın elde edeceği faydayı, şirketin yapacağı harcamaların maliyetini ve bu harcamaların şirkete getirisini *carî piyasa değeri* ile ele almaktadırlar. Bunun da değerlendirme veya ölçme sorunları ortaya çıkarması beklenmelidir.

† Bedavacılar sorunu, çok sayıda kişinin faydasına olacak bir işlemin, sadece bir kişi tarafından yapılması halinde herkesin faydalanabileceği bir nitelik taşıması ile ilgili olup, bir kişi tarafından yapıldıktan sonra fayda sağlayan diğerlerinin aynı işlemi yapmasına gerek olmaması ve bunların herhangi bir çabaya veya maliyete katlanmadan fayda elde etmeleri sorunu ifade etmektedir. Böyle bir durumda, ya bir kişi o işlemi yapacak ve herkes fayda sağlayacak ya da herkes bir diğerinin yapmasını bekleyecek ve işlem yapılmayacaktır. Teorik iktisatta ve uygulamalı iktisatta, "dışsal ekonomiler" ile açıklanan bu durum, çoğu durumda, kamu müdahalesini veya dışsal ekonomi yaratan harcamaların kamu kaynaklarından karşılanmasını gerekli ve anlamlı kılmaktadır.

toplamı gözetim maliyetlerinin piyasa değerinin altında kaldığı sürece gözetim faaliyetinden kaçınacak ve ancak bu noktadan sonra, gözetim maliyetlerine katlanmayı göze alacaktır.

Bu çerçevede, gözetim yapacak olanın her bir proje sahibi ile ilgili yapacağı sabit gözetim maliyeti ile bundan elde edeceği getiri karşılaştırmasında, net kazancını ençoklaştırmaya çalışması yönünde önemli bir teşvik unsuru bulunmaktadır. Sabit maliyeti karşıladıktan sonra getirideki her artış gözetimcinin net getirisine eklenecektir.

Şöyle ki;

OF : şirketin faaliyet ömrü boyunca elde edilecek ortaksal faydanın piyasa değeri

FG : şirketin yarattığı nihaî fazladan ortağa isabet eden payın piyasa değeri

GM : ortağın katlandığı gözetim maliyetleri
ise

$$\Delta OF + \Delta FG > GM$$

sağlandığı sürece, ortak, gözetim faaliyetine girme eğiliminde olacaktır. Bunun aksine, gözetimden sağlanan getirilerin gözetim maliyetlerine eşit olduğu durumda bile, gözetimin ek bir getirisi olmayacağından, ortak gözetim harcaması yapma eğiliminde olmayacaktır.

Gözetim maliyeti ve beklenen marjinal getiri eşitliği sağlandıktan sonra gözetim faaliyetine devam etme çabasına girecek olan ortağın şirketteki pay oranı arttıkça karar vermesi kolaylaşacaktır. Zira gözetim nedeniyle ortağın katlanacağı maliyet, varsayım gereği, çoğunlukla sabit maliyet unsurlarını içerecek, pay oranı ile artan bir ilişki göstermeyecektir. Bunun sonucu olarak, gözetim faaliyetinden beklenen getirinin gözetim maliyetinin üstünde olduğu her noktada, bu varsayımı sağlayan her ortak gözetim faaliyetine girişmeyi kârlı bulacaktır. Sermayedeki pay oranı büyüdükçe gözetim faaliyetinin beklenen getirisi nominal olarak büyüyeceğinden, sermayede küçük oranda payı olanlardan ziyade büyük pay sahiplerinin gözetim faaliyeti daha kârlı sonuç verecektir. Bu durumda, sermayede büyük paya sahip sermayedarların gözetim

amaçlı faaliyetleri desteklemeleri ya da başlatmaları daha fazla beklenen bir durum olacaktır.

Eğer gözetim harcamaları (GM), ortaklık payı veya şirket büyüklüğü ile birlikte artmayan sabit bir değer (GM) ise,

$$(OF_i + FG_i) - \underline{GM} > 0 \quad i = 1, \dots, n \quad \begin{array}{l} i: \text{ bireysel ortak,} \\ n: \text{ toplam ortak sayısı} \end{array}$$

sağlandığı sürece gözetim yapmanın faydası gözetim için katlanılan maliyeti aşacağından ve bu değer pozitif olacağından gözetim yapılmaya devam edilecektir.

Tersi durumda,

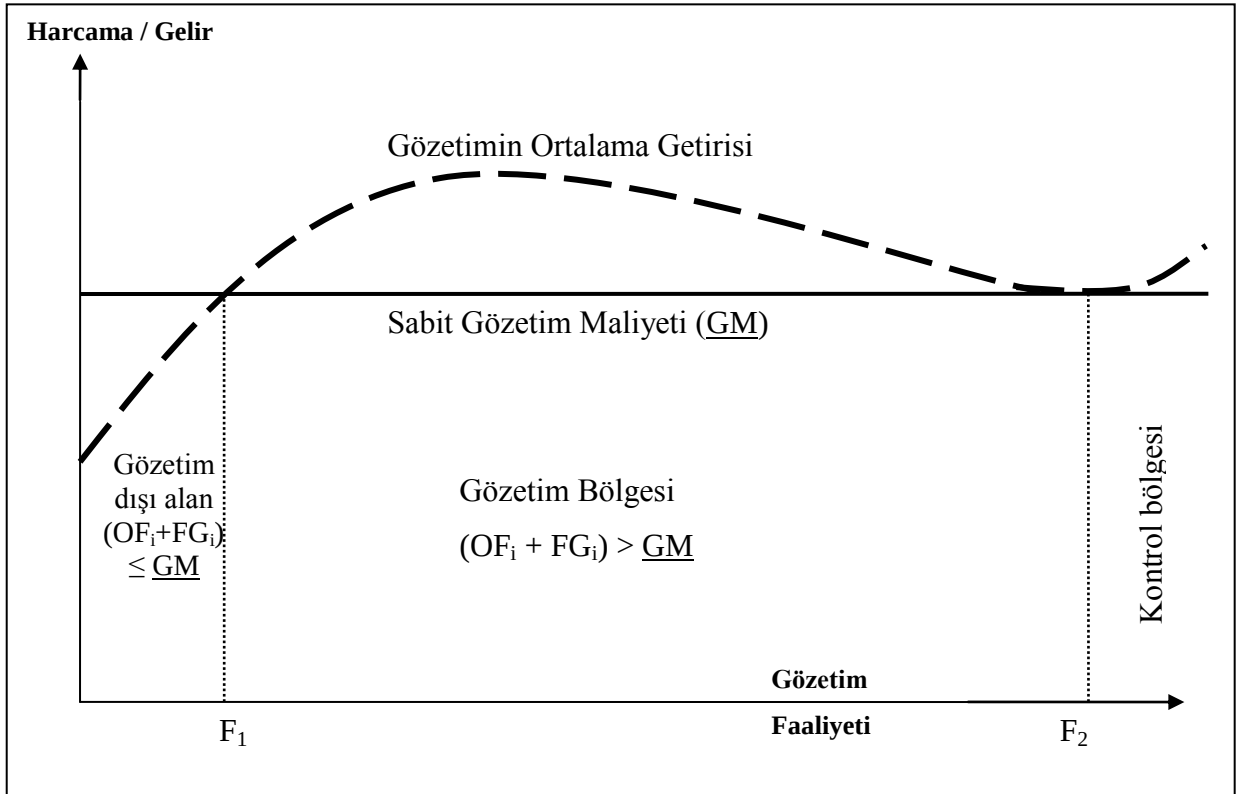
$$(OF_i + FG_i) - \underline{GM} \leq 0$$

noktasından başlayarak gözetimin maliyeti getirisini aşacak ve gözetimin yapılması için gerekli teşvikler ortadan kalkacaktır.

Gözetimin getiri fonksiyonunun, aşağıda Şekil 1’de yer aldığı şekilde, önce düşük bir hızla artan ve en yüksek noktaya ulaştıktan sonra düşük bir hızla azalan ikinci dereceden bir üssel fonksiyon olarak tanımlanması hatalı olmayacaktır. Fonksiyonun bu şekilde tanımlanması ile fonksiyonun ikinci türevinin sıfıra eşit olduğu ilk nokta, getiri eğrisinin en yüksek noktaya ulaşarak getiri ençoklaştırması şartının sağlandığı nokta olacaktır. Fonksiyonun ikinci türevinin sıfıra eşit olduğu nokta getiri fonksiyonunun uç noktası olacak; bu noktadan sonra getiride bir artış veya azalış olmayacaktır. Bu sabit getiri noktasına ulaşıldıktan sonra ek gözetim çabasının ek bir getirisi olmayacaktır.

Ancak, Şekil 1’de gözetimin getirisini gösteren kesikli çizgili eğri üzerinde, gözetimin getirisinin en yüksek noktaya ulaştıktan sonraki en düşük noktasının (F_2 ile gösterilen gözetim faaliyeti düzeyinin) sağında gözetim faaliyetine devam edilmesi bir süre getiri artışı sağlamazken, ileri bir gözetim faaliyeti düzeyinden başlayarak getiri artışı sağlayabilecektir. Görüşümüze göre, (F_2) gözetim faaliyet düzeyinin sağında gözetim faaliyetine devam edilmekle öyle bir düzeye ulaşılabilecektir ki bu düzeyden itibaren faaliyet daha çok kontrol niteliği gösterecek ve kontrol sonuçları doğurur hale

gelecektir. Gerçekte gözetim maliyeti ile ilişkilendirmeksizin gözetim faaliyetinin düzeyini esas alarak ulaştığımız bu yargı, aşağıda Bölüm 2’de açıklanacak olan şirketlerde kontrol konusu kapsamında bize yeni bir açılım sağlamaktadır. Bu açılimdan yararlanarak, gözetim faaliyetinin ileri aşamalarında kontrol sonuçları doğuracak bir faaliyet haline dönüşeceğini, bir süre gözetim ve kontrol sonuçlarının birlikte ortaya çıkacağını ifade etme olanağımız bulunmaktadır. Gözetim ve kontrol düzeyinin daha da artırılması halinde ise gözetim özellikli sonuçlar yerine kontrol ve yönetim özellikli sonuçların ortaya çıkmasını beklemek gerekecektir.



Şekil 1. Her Bir Ortağın Gözetim Harcamaları ve Gözetimin Getirisi (Sabit Maliyet Yaklaşımı)

Yukarıda Şekil 1’de gözetimin getiri eğrisinin alacağı şekil ile ilgili varsayımlarımız neoklasik iktisadî analizde firmanın ürün eğrisi hakkındaki varsayımlar gibidir. Üretim araçları ve olanakları artırıldıkça önce azalarak artan ve bir en yüksek noktaya ulaşıldıktan sonra azalarak azalan bir ürün eğrisi varsayılmaktadır. Azalan

marjinal getiri esasına dayanan bu değerdendirmerinin gözetim faaliyeti ve bunun sağladığı gözetim getirisi bakımından da geçerli olacağını düşünmekteyiz.

Yukarıda Şekil 1’de, getiri fonksiyonunun getiri eksenini yüksekçe bir noktadan keserek başlaması, gözetim faaliyetine başlanması ile birlikte bu faaliyetin önemli bir getiri sağlayacağını göstermektedir. Bu kabulümüz, gözetim faaliyetine başlanmamış olsa bile gözetim yapılacağını taraflarca bilinmesi ile birlikte bir gözetim getirisi ortaya çıkacağını varsaymamızın da bir sonucudur. Bu varsayım, ileride yapılacak faaliyetin bugünden dikkate alınması veya gözetimin etkisi henüz ortaya çıkmamış olsa da faaliyetin başlaması ile ortaya çıkacak olması beklentisinin bir sonucudur. Bu durum, polis teşkilatının sadece varlığının bilinmesinin bile bazı suçların işlenmesinde bazı insanlar üzerinde caydırıcı etkisinin olacağı yaklaşımı ile özdeştir. Dolayısıyla, gözetim faaliyetine başlanacağı bilindikten sonra, gözetilme durumundaki yönetici-ortak, kararlarında ve işlemlerinde gözetim altında imiş gibi davranmaya başlayacak ve bu davranış değişikliği diğer ortakların elde edeceği ortaklık getirisine yansıyacaktır. Ancak, yeteri kadar yüksek olduğunu varsaydığımız ve yapılan çalışmalarda da bu şekilde ele alınan gözetim harcamaları gözetimin ilk aşamalarında gözetimin getirisi ile karşılanamayacaktır. Bu durum, gözetim faaliyeti için sabit bir gözetim harcamasının gerekliliğinden kaynaklanmaktadır. Bu sabit ve yüksek gözetim harcaması tamamen karşılanıp elde edilecek getiri nedeniyle bir fazlaya ulaşıncaya kadar gözetim faaliyeti, gözetim maliyetine katlanacak olan açısından, kârlı bir faaliyet olmayacaktır.

Yukarıda Şekil 1’de görüldüğü üzere, gözetim faaliyetinin uygulama alanı bakımından, gözetim harcamaları ve gözetimin getirisi ile belirlenen bir “gözetim dışı” alan bulunacaktır. Analizimizde bireysel karar sürecinin bir sonucu olan bu alan her gözetimciyi tek ve ayrı birer birey olarak dikkate almamızın bir sonucudur. Bireysel fayda-maliyet analizinin ortaya çıkardığı bu gözetimsiz alan, sosyal fayda-maliyet analizinde daha küçük bir alan olabileceği gibi tamamen de ortadan kalkabilecektir. Bireysel fayda-sosyal fayda değerdendirmeleri bakımından daha ileri bir değerdendirmeye girmeden kabul edeceğimiz bu varsayım bize, gözetim maliyetinin gözetime ihtiyaç duyan her bir ekonomik birim tarafından ayrı ayrı karşılanması yerine,

bu birimleri topluca temsil eden başka birim(ler) tarafından topluca karşılanması gereğini işaret etmektedir. Her bir ekonomik birimin fayda-maliyet analizi bakımından gözetime gerek göstermeyen ya da kârlı olmayan alanlar toplulaştırılmış bir gözetim faaliyetinin harcama gerekleri ve getirisi bakımından kârlı sonuçlar verebilecek ve gözetim alanına alınacaktır.

İnsan davranışı ile ilgili genel iktisadî kabuller gereği, ister tek bir ekonomik birim tarafından, ister toplulaştırılmış olarak temsilci bir ekonomik birim tarafından yapılmış olsun, gözetim için yapılacak harcama karşılığında elde edilecek getiri mümkün olduğu kadar yüksek bir düzeye ulaştırılmaya çalışılacaktır. Bu, finansal iktisatta genel kabul gören yatırımla ilgili kâr ençoklaştırması ilkesinin ve yerleşik iktisadî analizde bireysel tüketicinin fayda ençoklaştırması ilkesinin birer gereğidir. Gözetim harcaması karşılığında bir getiri elde edilmesi beklentisi ve bundan öte getirinin belirli bir eşiği (sabit ve yüksek gözetim maliyetlerini) aşması gerekliliği var iken, gözetimden elde edilecek getirinin ençoklaştırılması da bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır. Çünkü gözetime sebep olan asıl yatırımın (fon aktarımının) amacı kâr ençoklaştırması ise, buna hizmet eden bir alt amaç denkleminin de ençoklaştırma koşulu içermesi gereklidir.

Buradan hareketle, gözetim yapan, gözetlenecek her bir proje itibarıyla gözetimin getirisini ençoklaştırmaya çalışacaktır. Dolayısıyla, gözetim harcamalarının sabitliğinde,

$$\lim_{OF_i+FG_i \rightarrow \infty} \max (OF_i + FG_i) - \underline{GM} > 0$$

şeklinde bir ençoklaştırma problemi ortaya çıkmaktadır. Belli bir şirkete veya projeye yönelik olarak, her bir ortak veya temsilcileri aynı gözetim getiri-maliyet hesaplamasını yaparak, getiri fonksiyonunun alacağı şekle göre, gözetimin net getirisini ençoklaştırmaya çalışacaktır. Gözetim getiri fonksiyonunun alacağı kesin şekle göre, gözetimi yapan her bir ekonomik birim kendisi için uygun gözetim aşamasını belirlemeye çalışacaktır.

Borç veren bakımından gözetim maliyeti ve yöneticinin bağıllığını sağlamaya yönelik hususlar borç sözleşmesi ile bağitlanacak; bu bağitlar borç verenin elde edeceği getirinin daha düşük olmasına sebep olacaktır. Daha düşük olma sonucunu doğuran kıyaslama borç verenin yöneticinin bağıllığını sağlamak için katlanacağı maliyetlerin varlığını dikkate almaktadır. Bu tür önlemler üzerinde uzlaşmanın, bu önlemleri uygulamanın ve bu önlemlerin yönetimin hareket alanını daraltması sonucu en uygun kararların alınmasını zorlaştırması nedeniyle azalan şirket değerinin getirdiği maliyetler ihmal edilebilir değildir. Hatta yönetim sürecinin aralıksız bir karar alma süreci niteliği göstermesi nedeniyle borç verenlerin arayacağı koşulların tam olarak karşılanması, borç verenlerce hemen hemen tam bir yönetim fonksiyonu icra edilmeden mümkün olmayacaktır. Bu şekilde, bağlayıcı koşullarla ilgili tüm maliyetler gözetim maliyetini ifade etmektedir.

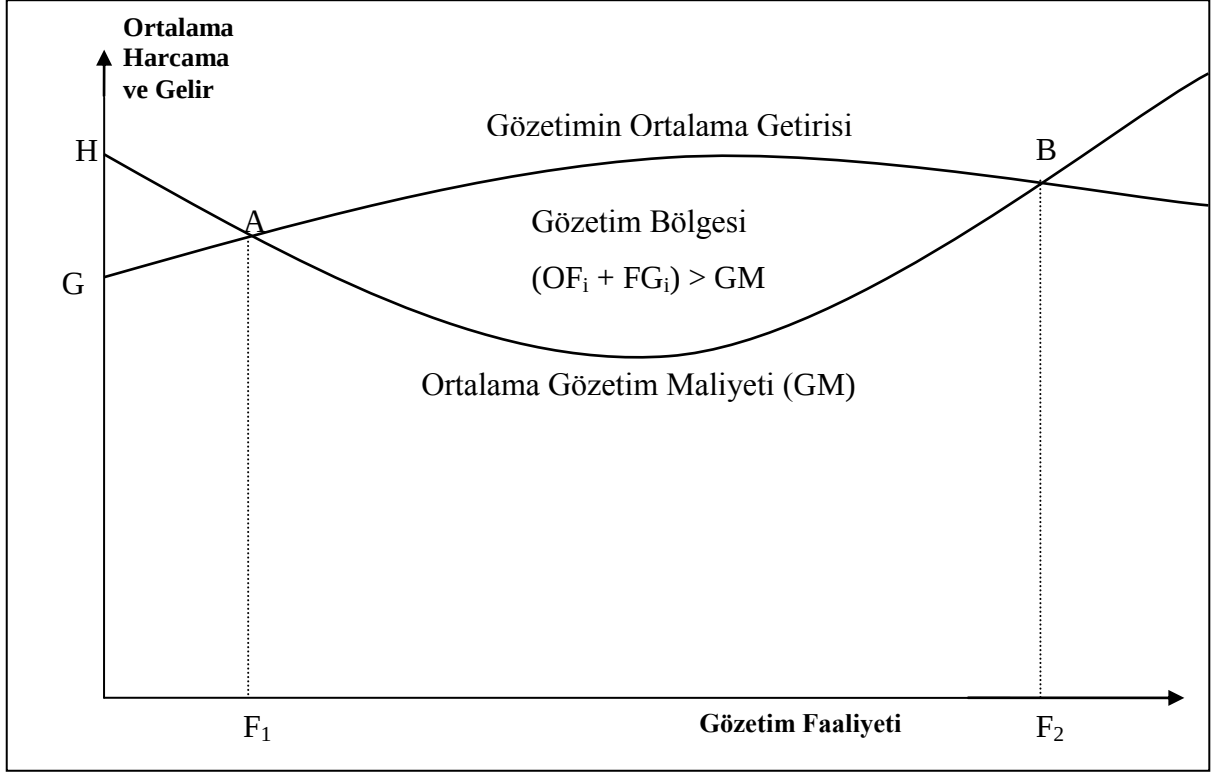
1.3.2. Gözetim Maliyetinin Değişkenliği Varsayımı

Gözetim maliyetlerinin sabitliği, çalışmamız kapsamında değerlendirilen araştırmaların genel bir varsayımı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bölümde, gözetim maliyetlerinin sabitliği varsayımını kaldırdığımızda gözetim maliyetlerinin gözetimin getirisi ile nasıl bir ilişki içinde hareket edeceğini anlamaya çalışacağız. Bu çalışma kapsamında yararlandığımız çalışmalarda yer almayan bu değişken maliyet varsayımı, kanaatimizce, gözetim uygulaması bakımından daha uygun bir varsayım olacaktır.

Gözetim maliyetinin değişkenliği varsayımı, konunun daha doğru bir şekilde ele alınabilmesi bakımından gözetimin unsurları ile ilgili yeterli tespit yapmayı da gerektirmektedir. Dolayısıyla, gözetim maliyetlerinin değişken olması öncelikle gözetimin ne gibi aşama ve süreçlerden oluştuğu ile ilgili bir belirleme yapılmasını gerektirmektedir. Gözetim faaliyetinin unsurları aşağıdaki bölümlerde değerlendirilmektedir. Burada, sadece gözetim maliyetinin değişkenliği ile ilgili genel bir yaklaşım vermeye çalışacağız.

Öncelikle, gözetim maliyetinin başlaması ile birlikte katlanması gereken bir sabit maliyet unsurunun bulunduğu açıktır. Bireysel ortak bakımından, gözetim için gerekli eğitim ve birikim; kurumsal ortak bakımından, gözetimi yapabilecek uzmanlık

bilgi ve birikimine sahip bir personel altyapısı, bununla ilgili katlanılacak ücret ve diğer maliyetler birer sabit maliyet unsuru olacaktır.



Şekil 2. Her Bir Ortağın Gözetim Maliyeti ve Gözetimin Getirisi (Değişken Maliyet Yaklaşımı)

Sonraki aşamada, doğrudan gözetim halinde katlanılacak bilgi işlem ve veri temini maliyetleri kısmen sabit ve daha çok da değişken maliyet unsurlarını içerecektir. Gözetim maliyetinin değişken unsurları maliyet fonksiyonunun alacağı şekli de belirleyecektir. Bu fonksiyonun mikro iktisat analizinde üretimin maliyet fonksiyonu için kabul edilen özellikleri göstereceğini varsaymak kanaatimizce bize yol gösterecek ve değerlendirmelerimizde yardımcı olacaktır. Yukarıda da değinildiği üzere, gözetim maliyetlerinin sabit olan kısmı oldukça yüksek bir tutara tekabül edecektir. Bu durum, temel gözetim faaliyetine başlayabilmenin bir ön şartı olarak bu amaca hizmet edecek şekilde, yeterli düzeyde insan eğitimi, bilgi akışını sağlamaya yönelik teknik altyapı gibi bireysel gözetim faaliyeti için görece yüksek tutarlara ulaşacak harcamaların gerekli olmasının bir sonucudur. Gözetim faaliyetine başlamadan önce yapılması gereken bu

harcamalar toplam bireysel gözetim maliyetinin sabit olan kısmının gözetime başlamayı engelleyecek düzeyde yüksek oluşmasına neden olabilecektir.

Yukarıdaki Şekil 2’de, değişken gözetim maliyeti varsayımı altında bireysel gözetim faaliyetinin gerektirdiği harcama düzeyleri ile gelir düzeyleri gösterilmektedir. Bir hizmet üretim faaliyetine benzeterek ele alabileceğimiz gözetim faaliyeti bir sabit maliyet toplamından sonra, faaliyetin devamı ile birlikte bir süre azalan bir eğilim gösteren ve gözetim faaliyetinin belli bir aşamasından sonra artan bir eğilim gösteren ortalama değişken maliyet yapısını yansıtmaktadır. Bu maliyet yapısını şu şekilde açıklayabiliriz: Sabit maliyet kısmından dolayı, gözetim faaliyeti ancak şekilde (A) kesişim noktasına tekabül eden bir (F_1) faaliyet düzeyinden başlayarak yapılabilir olmaktadır. Böyle bir başlanabilir gözetim düzeyinin varlığı Şekil 1 ile ilgili olarak yukarıda yaptığımız değerlendirmelerde sabit maliyet unsurları için açıkladığımız durumdan kaynaklanmaktadır. Gözetimin başlangıç noktasında, sabit maliyetler sağlanacak getiriden daha yüksek olacaktır. Ancak gözetim faaliyetine devam edilmesi sonucunda, gözetimin getiri fonksiyonunun alacağı şekille ilgili varsayımlarımız gereği, aşağı yönlü ilerleyen ortalama toplam maliyet eğrisi ile yukarı yönlü ilerleyen gözetim gelir eğrisinin kesiştiği noktadan itibaren gözetim kârlı bir faaliyet halini alacaktır.

Toplam maliyet fonksiyonunun bu yapısı ortalama değişken maliyetin başlangıçta azalan bir eğilim gösterdiği şeklindeki kabulümüze dayanmaktadır. Değişken maliyet unsurlarını gözetim faaliyetinin düzeyi ile belirlenir ve değişkenliğini bu faaliyet düzeyine bağlı kabul ettiğimizde, ortalama değişken maliyetin gözetim faaliyetinin devamı ile bir süre azalan bir şekil alacağını kabul etmek yanlış olmayacaktır. Gerçekten de eğitim ve teknik alt yapı gibi gözetim faaliyetinin başlaması için zorunlu temel harcamalardan sonra gözetim maliyeti kapsamına girecek ve gözetim alanına bağlı olarak farklı özellikler taşıyabilecek ek maliyetler olabilecektir. Bu maliyetler gözetime tabi tutulacak şirketin mal veya hizmet üretim biçimlerine ve teknolojisine, ürün pazarlarının yapısına, şirketin sermaye yapısına, yöneticilerinin nitelik ve özelliklerine veya daha başka durumlara bağlı olarak katlanılabilecek maliyetler olarak ele alınabilir. Şirkete ve genel ekonomik koşullara göre değişebilecek bu değişken maliyetler bir noktaya kadar azalan bir seyir izleyecektir. Zira bir şirketin

Üretim biçimleri ve üretim teknolojisi ile ilgili maliyetlere bir kez katlandıktan sonra gözetim faaliyetinin düzeyini artırmakla bu maliyete tekrar katlanmak gerekmeyecektir. Aynı sonuç, ŗirketin ürün pazarlarının yapısı, ŗirketin sermaye yapısı, yöneticilerinin nitelik ve özellikleri ve buna benzer durumlar için gerekli maliyetler için de geçerlidir. Bu gibi maliyetler kendini tekrar etmeyen ya da bir defalık maliyetler olarak ele alınmalıdır. Ancak, ilgili durumda bir değişiklik olduğu takdirde, örneğin ŗirket yeni ürünler üretmeye başladığında, yeni pazarlara girdiğinde, yöneticileri değiştiğinde aynı maliyetlere tekrar katlanma ihtiyaı ortaya çıkacaktır. Bu gibi bir durumda da, yeni koşullara göre gerekli gözetim araçları sağlandıktan sonra, durum tekrar değişinceye kadar, aynı durumla ilgili yeni bir maliyete katlanmak gerekmeyecektir.

Bu ŗekilde azalan bir eğimle ilerleyen gözetimin değişken maliyeti bir en düşük noktadan başlayarak yönünü değiştirecektir. Bu yön değişikliği gözetim faaliyetinin kapsamı ile ilgili bir durumu yansıtmaktadır. Değişken maliyet eğrisinin bu yön değişikliği gözetim faaliyetinin kapsamının genişleyerek ŗirketin yönetilmesi konusunda günübirlik kararlara katılma aşamasına gidebilecek bir gözetim faaliyet sürecine girilmesini ifade etmektedir. Bu durum, ŗirkete borç verenin, bir borç sözleşmesi olmadan, yöneticinin borç verenin yararına eylem ve kararlar almasını sağlamak için göstereceği çabanın kontrolünü sağlamak için, Jensen ve Meckling'in alıřmalarında¹⁹, ŗirket ile ilgili "operasyonel kararların çoğunu kapsayacak ve bu kararlardan kaynaklanan risk unsurlarını da kapsayacak ŗekilde ayrıntılı" ŗeklinde ifade edilen bir gözetim durumuna benzemektedir. Diğer bir deyişle, gözetim faaliyeti öyle bir noktaya ulaşabilir ki ŗirketin yönetilmesi ile ilgili günlük kararlar alınması, üretim, pazarlama, satış ve bunun gibi operasyonel konularda ŗirketi bağlayıcı işlemler yapılması noktasına ulaşabilir. Bu gibi kararların taşıdığı risk unsurlarını da içerecek olan gözetim süreci, doğal olarak, değişken maliyetlerin giderek artmasına sebep olacaktır. Gözetim amacıyla, bu aşamaya gelmeden önce de operasyonel işlem, karar ve süreçlere girildikçe, bunun doğurduğu değişken maliyetler artmaya başlayacak ve toplam gözetim maliyeti gözetimin net getirisini azaltacak ŗekilde yükselecektir. Bu süreçte bir aşama olacaktır ki gözetimin artan maliyeti gözetimin getirisini açacaktır. ŗekil 2'de (B) noktasının işaret ettiği (F_2) gözetim faaliyet düzeyi ile gösterebileceğimiz bu nokta gözetim çabasının düzeyini artırmanın ya da daha fazla gözetim aracı elde

etmenin kabul edilebilir olmadığı bir nokta olmaktadır. Gözetim yapan açısından (F_1) gözetim faaliyeti düzeyinden önce gözetime başlamak kârlı olmayacağı gibi (F_2) gözetim faaliyeti düzeyinden sonra gözetime devam etmek de kârlı olmayacaktır. Dolayısıyla, Şekil 2’de (F_1) ve (F_2) noktaları arasındaki bölge, gözetim faaliyetinin gözetim yapan açısından kârlı sonuçlar vereceği bir alan olacaktır. Bu alanın sağında ve solundaki bölgeler gözetim yapmanın bireysel gözetimci açısından kâr getirmeyeceği alanlar olacaktır.

1.3.3. Gözetim Faaliyetinin Unsurları

Gözetim alanı gözetim faaliyetinden elde edilecek getiri ile gözetimin maliyeti tarafından belirlenecektir. Gözetimle ilgili maliyet ve getirinin tespiti ise gözetimin unsurlarının tespitini gerekli kılmaktadır. Açıktır ki gözetim faaliyetinin kapsamında yer alan işlem, karar, süreç ve durumlar her bir gözetim yapana, her bir gözetime tabi şirkete, gözetimin yapılacağı ortamın iktisadi, sosyal ve kültürel koşullarına bağlı olarak belirlenecek ve değişecektir. Bu yüzden, gözetim faaliyetinin unsurlarını, her durumda geçerli bir kalıp şeklinde, kesin ve tam olarak tespit edebilmenin olanaksız olacağı düşünülmektedir. Bu aşamada tam ve kesin bir tespit, zaman sürecindeki gelişmelerin dikkate alınması gereğini de göz ardı eden bir çaba olacaktır. Gözetim faaliyetinin kendisinin dinamik bir süreci ifade ettiği hususu çalışmamızın genel bir tespiti olarak ele alınabilir. Gözetimle ilgili olarak buraya kadar yapılan değerlendirmeler ve aşağıdaki bölümlerde ele alınacak konular gözetimin zaman içinde değişen ve gözetim alanına ve konusuna göre şekillenen bir süreç olduğunu göstermektedir.

Gözetimin dinamik özelliği, durağan bir yapıda ortaya çıkabilecek olandan çok daha yüksek bir gözetim bilgisini ve tecrübesini gerekli kılmaktadır. Bu gereklilik, Jensen ve Meckling²⁰, Fama ve Jensen²¹, Diamond²², Seward²³,’da açık veya örtülü bir kabul olarak yer almaktadır. Dolayısıyla, gözetim, konuyu ele almış yazarlarca da özel bir bilgilenmeyi gerektiren bir süreç olarak ele alınmaktadır.

Gözetim için gerekli bilginin içeriği, ekonomi bilgisi, finansal analiz, varlıkların değerlemesi, konuyla ilgili hukukî ortam ve düzenlemeler gibi yatırım kararları için gerekli temel bilgilenmeden başlayarak, ileri matematiksel ve istatistiksel

analizlerin de kullanılabileceği daha karmaşık yöntemlerin ve bilgi setinin edinilmesine kadar giden geniş bir çerçevede ele alınmak gerekir. Bu kapsamdaki bilgilenme ve eğitim süreci aşağıda Bölüm 1.6’da ele alacağımız hem banka kaynaklı finansmanda ve hem de piyasa kaynaklı finansmanda gözetimin temel gerekliliği olmaktadır. Bilgilenme, öğrenme ve deneyim kazanma sürecinin gözetimi yapılacak şirket veya projenin büyüklüğü, faaliyetinin karmaşıklığı gibi çeşitli etkenlere bağlı olarak değişen bir özellik göstereceğini kabul etmek gerekmektedir. Jensen ve Meckling de aynı değişkenliği kabul etmektedirler.²⁴

Gözetim, eğitimden başka, sürekli ve hızlı bir veri akışını sağlayacak yatırımların yapılmasını gerekli kılmaktadır. Finansal piyasaların mevcut gelişmişliği ve karmaşıklığı karşısında bu bilgi akışının önemi daha da artmaktadır. Gözetimi yapılacak alanları görece durağan süreçlerden oluşan bir yapı içinde üretim yapan veya faaliyetini sürdüren birimler olarak kısıtlamadığımız sürece, ulaştığımız gelişme ve karmaşıklık düzeyinin gerektirdiği bilgi ve veri ihtiyacı ile birlikte, bu bilgi ve verinin hızlı akışını ve işlenmesini sağlayacak bilgi işlem ve teknoloji alt yapısının da önemli bir maliyet unsuru olarak dikkate alınması gerekmektedir.

Buraya kadar, fon vermenin sonucunda ortaya çıkacak genel bir gözetim ihtiyacı kapsamında açıkladığımız gözetim faaliyetini üretim yapan bir şirketin fon veren tarafından gözetimi açısından daha somutlaştırarak ele alabiliriz.

Şirketin gözetimi, gözetimin yoğunluk derecesine bağlı olarak değişen faaliyet unsurlarını içerecektir. Buna göre, en düşük yoğunluktaki gözetim faaliyeti şirket hakkında kamuoyuna açıklanan ve herkese açık hale gelen bilgilerin incelenmesi ve değerlendirilmesi şeklinde olacaktır. Basit yoğunluktaki gözetim faaliyetinde fon veren, sabit maliyetler dışında, hemen hemen hiçbir ek gözetim maliyetine katlanmayacaktır. Şirketle ilgili bilgilere ve haberlere şirketin web adresinden veya elektronik ortamdaki diğer bilgi ve haber kaynaklarından ücretsiz olarak ulaşma olanağı bulunduğundan veya basılı yayın organlarında da birçok bilgiye ulaşılabilceğinden gözetim maliyeti ihmal edilebilecek düzeyde olacaktır.

Orta derecede yoğunluk içeren bir gözetim faaliyetinde şirket hakkında kamuoyuna açıklanmış olan bilgilerden daha fazlasını veya bu bilgilerin ayrıntılarını ve arka planını öğrenmek isteyen gözetimci bir miktar ek maliyete katlanmak zorunda kalacaktır. Gözetimci, şirketin genel kurul toplantılarına katılacak, hukukun kendisine sağladığı bilgi alma hakkını kullanarak şirketten ek bilgiler isteyebilecektir. Şirket yönetimini tanımak için görüşmeler yapacak, şirketin üretim tesislerini ziyaret edecek, şirketle ilgili merak ettiği konuları yazılı olarak şirkete sorarak bilgi alabilecektir. Orta yoğunluktaki gözetim faaliyetinde gözetimcinin hedefi şirketin iç işleyişini, karar ve yönetim mekanizmalarını da kapsayacak şekilde, şirketin üretim süreçleri, teknolojisi, pazarlama ve satış faaliyetleri, yöneticilerinin özellikleri hakkında ayrıntılı bilgiler edinmek olacaktır. Gözetimci, şirketin faaliyet sonuçlarını değerlendirecek, ayrıntısını merak ettiği hususlar hakkında ek bilgi edinmek için çalışmalar yapacaktır.

Gözetimin son aşaması olarak kabul edeceğimiz yüksek yoğunluklu gözetim aşamasında, gözetimci, şirketin faaliyetine ilişkin politikaları ve kararları etkilemek amacıyla girişimlerde bulunacaktır. Gözetim faaliyeti kapsamında, gözetimci, genel kurul toplantıları için oy toplama (proxy) girişimleri, azlık (azınlık) haklarının harekete geçirilmesi için pay sahipleri arasında toplu girişimler gibi örgütlenmeleri, şirket yönetim kuruluna üye seçiminde etkili olmak için genel kurul öncesi ve sonrası çalışmalar gibi aktif hisse sahipliği (shareholder activism) kapsamında değerlendirilebilecek çalışmaları yapacaktır. Yüksek derecede yoğun gözetim düzeyinin birçok faaliyeti şirket kontrolü kapsamında değerlendirilebilecek ve şirketi kontrol etme sonucu doğuracak işlem ve süreçler olacaktır. Dolayısıyla, yüksek yoğunluklu gözetimin ileri aşamaları şirkette kontrol ile aynı kapsamda olacaktır.

Bu çerçevede, gözetim faaliyetini, unsurları kesin çizgilerle ve tam olarak belirlenememekle birlikte, aşamalı bir süreç olarak ele almanın gerekli olduğunu düşünmekteyiz. Gözetim faaliyetinin ortalama maliyet fonksiyonu önce azalan ve bir noktadan sonra artan bir eğim gösterecek, ortalama gelir eğrisi de önce artan ve bir noktadan sonra azalan bir eğim gösterecektir. Bu çalışmada, aşağıdaki bölümlerde yapılacak değerlendirmelerde, gözetim faaliyetinin bu yapısı ve özellikleri veri kabul

edilecektir. Bu kabulün gözetim faaliyeti ile ilgili olarak uygulamada karşılaşılabilecek durumlarla çok büyük ölçüde uyumlu olacağını düşünmekteyiz.

1.4. Finansal Aracılık

1.4.1. Finansal Aracılığın İşlevleri

Finansal aracılık, ekonomide fon fazlası olan kesimlerin fazla fonlarının fon ihtiyacı içinde olan başka kesimlere aktarılması sürecinin bütün aşamalarında her iki kesime verilen hizmetlerin tamamı ile açıklanabilir. Bu anlamda, finansal aracılık, finansal araçların alıcı ve satıcılarının karşılaşmasını ve bu karşılaşma öncesi ve sonrasında işlemin hazırlanmasını, gerçekleşmesini ve sonuçlandırılmasını sağlayan sistemin tüm parçalarını ifade etmektedir. Bu tanım çerçevesinde finansal aracılık belli bazı işlevleri yerine getirmektedir. Bu işlevlerin açıklanması finansal aracılığın anlaşılması bakımından da bize yardımcı olacaktır. Finansal aracılığın ne gibi işlevleri yerine getirdiğini anlamak finansal araçların gözetim görevi ile ilgili değerlendirmelere ulaşmakta bize gerekli olacaktır. Dahası, gözetim görevinin bütün bu işlevler arasında alacağı yerin ve görelî öneminin anlaşılması bakımından da finansal aracılığın işlevlerine göz atmamız yararlı olacaktır.

a) Likiditenin Artırılması

Finansal aracılık, öncelikle, piyasalarda **likiditenin artırılmasına** etkileri bakımından önem arz etmektedir. Şöyle ki, finansal araçların bulunmadığı bir durumda finansal araç satın almak isteyenler ya da, diğerk bir deyişle, fon arz etmek isteyenler kendi tercihlerine uygun bir finansal araç satıcısını bulabilmek için oldukça yüksek arama maliyetine katlanmak durumunda kalacaklardır. Satın alma işlemine yönelen bazı bireyler, karşılaşılabilecekleri güçlükler nedeniyle bundan vazgeçeceklerdir. Finansal araçların bulunmadığı durumda, finansal aracılığın var olduğu durumdaki birçok işlem yapılamayacağından piyasadaki işlem hacmi, dolayısıyla, piyasadaki likidite azalmış olacaktır. Finansal aracılık, alıcı ve satıcı tarafların tercihlerinin ve taleplerinin uyumlaştırılmasını sağlayarak, piyasalarda fon arz ve talebinin kolaylıkla karşılaşılabilemesini sağlamakta ve böylece piyasada likiditeyi sağlayan temel unsur olmaktadır. Bu şekilde, iyi işleyen bir finansal aracılık mekanizması, piyasaların likidite

düzeyini artırıcı etkide bulunmaktadır. Likiditenin artırılması bakımından, finansal araçların sağlayacağı işlem hızı ve kalitesi önemli birer etken olacaktır. Günümüzde finansal aracılığın teknolojik gelişme olanaklarından yararlanma bakımından geldiği aşama ve genel olarak finansal araçların faaliyet gösterdiği piyasaların gelişme düzeyi likidite arayışlarını basit bir fon arz eden – fon talep eden değerlendirmesinin çok daha ötesine taşımaktadır. Piyasaların likiditesi ile ilgili değerlendirmelerden ayrı tutmamız gereken finansal aracılığın likidite sağlama işlevi piyasalardaki likidite düzeyi ile birlikte sürdürülmesi gereken bir likidite işlevine işaret etmektedir.* Öyle ki, geleneksel likidite sağlama işlevi artık teknolojik gelişmelerin ve piyasaların hızı ve ivmesi ile birlikte yürüyen dengeli bir süreci ifade etmektedir. Finansal araçlar fon arz ve talebinin karşılaşması için piyasa ortamlarının ulaştığı likidite düzeyi ile uyumlu bir likidite sağlama işlevi ile karşı karşıyadır.

b) İşlem Maliyetlerinin Düşürülmesi

Finansal aracılık, ikinci olarak, **işlem maliyetlerinin düşürülmesine** katkı sağlayarak ekonomik etkinliği artırmaktadır. Ekonomide alıcı ile satıcının mekân, zaman, fiyat ve ürün bakımından aynı özelliklerde anlaşabilmelerini kolaylaştıran bir mekanizma olarak aracılık, tek bir işlem için alıcı ve satıcının katlanacakları zaman ve para maliyetini çok büyük ölçüde azaltmakta ve alıcı ve satıcının işleme konu kıymet hakkındaki farklı bilgilerini uyumlaştırma işlevi üstlenmektedir. Örneğin, bir sanayi şirketinin çıkardığı hisse senedinden bir miktar satın almak isteyen bir potansiyel yatırımcı, aracılığın olmadığı bir durumda, öncelikle ödemeleri yapmak ve ortaklık hakkına ilişkin belgeyi teslim almak için sanayi şirketinin faaliyet gösterdiği bir adrese gitmek zorunda kalacaktır. Ayrıca, söz konusu hisseleri satın alma kararını vermeden önce, hisselerini satın alacağı şirket yetkililerinin bildiği ancak kendisinin bilmediği bir dizi bilgiyi araştırmak zorunda olacaktır. Finansal aracılık bu gibi işlem maliyetlerini azaltarak ve hatta bazılarını tümüyle ortadan kaldırarak önemli bir işlem maliyeti tasarrufu sağlamış olmaktadır.

* Bankaların likidite işlevi ile menkul kıymet piyasaların likidite işlevinin birlikte analizi için Douglas W. Diamond, “Liquidity, Banks, and Markets”, **Journal of Political Economy**, Vol. 105, 1997, ss. 928-956.

Bu işlev, aşağıda, finansal aracılıkta görev alanları yaklaşımı çerçevesinde ayrıca ele alınacaktır.

c) Dönüştürücülük

Varlıkların vadelerini ve likidite durumlarını dönüştürebilme özellikleri finansal aracılarda ekonomide etkinliği ve verimliliği artırma yönünde yaptıkları katkılar bakımından en önemli işlevlerindendir. Bir üst kavram olarak “varlık dönüştürücülüğü”^{*} şeklinde ifade edilen bu işlevin finansal varlığın şeklinin dönüştürülmesi sürecinde ortaya çıkan vade dönüştürücülüğü ve likidite dönüştürücülüğü bakımından ayrı ayrı ele alınması daha açıklayıcı olacaktır.

Finansal aracı olarak bir ticarî banka mevduat şeklinde borçlandığı kısa vadeli fonları uzun vadeli kredilere dönüştürerek, aksi halde karşılaşamayacak fon arz ve talebini karşılaştırma becerisi bakımından ekonomide vazgeçilmez bir işlev üstlenmektedir. Finansal aracılar ve bu kapsamda esas olarak ticarî bankalar, kısa vadeli borçlanmalarla uzun vadeli alacaklar yaratabilmeleri şeklinde ortaya çıkan *vade dönüştürme* (maturity transformation) özellikleri nedeniyle çok temel bir işlevi yerine getirmektedirler. Günümüzde, ticarî bankacılığın en temel işlev başlıklarından birini vade dönüştürme kapsamında değerlendirebileceğimiz vade yönetimi ya da başka bir ifadeyle aktif-pasif yönetimi konusu oluşturmaktadır.

Finansal aracılarda dönüştürücülük özellikleri bakımından ele alınması gereken bir diğer husus varlıkların likidite düzeyi bakımından dönüştürücülük özelliğidir. Finansal aracılar likidite düzeyi yüksek finansal varlıkları kullanarak likidite düzeyi düşük varlıkları finanse etme becerisine sahiptirler. Ticarî bankayı esas alırsak, istendiğinde her an veya çok yakın bir süre sonra ödenmesi gereken, dolayısıyla likidite düzeyi oldukça yüksek mevduat borcu ile geri ödemeleri gelecekteki uzun bir dönemi kapsayacak kredi alacağını finanse eden banka *likidite dönüştürücülüğü* işlevi sayesinde başka şekilde karşı karşıya gelemeyecek fon arz ve talebini karşılaşılabılır hale getirmektedir. Bu süreçte, banka, likidite derecesi yüksek borçlarını likiditesi oldukça

^{*} Bhattacharya ve Thakor’un (Sudipto Bhattacharya ve Anjan V. Thakor, “Contemporary Banking Theory”, **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 3, 1993, ss. 2–50) “niteliksel varlık dönüşümü” (qualitative asset transformation) şeklinde ifade ettikleri bu işlevi kısaca “varlık dönüştürücülüğü” olarak adlandıracamız.

düşük alacağa dönüştürerek başka bir piyasadaki bir aracının üstlenemeyeceği bir dönüştürücülük işlevi üstlenmiş olmaktadır. Böylece banka, harcama zamanları ve tercihleri arasında fark bulunan fon sahibi ile bu fona ihtiyaç duyan fon talep sahibinin harcama zamanlarını uyumlaştırmış olmaktadır. Likidite dönüştürücülüğü (liquidity transformation) olarak adlandırabileceğimiz bu işleve verebileceğimiz bir diğer örnek, yatırım bankacılığı faaliyeti olarak, konut kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilerek piyasada alım-satıma konu edilebilen ve kolayca nakde dönüştürülebilen menkul kıymetlere dönüştürülmesidir. Özellikle 1990'lı yıllardan başlayarak yaygınlık kazanan menkul kıymetleştirme uygulamaları finansal aracılığın yatırım bankacılığı bakımından alanının genişlemesi sonucunu doğurmuştur. 2008 yılı yaz aylarında etkisini derin bir şekilde gösteren uluslararası kredi ve finans krizi yatırım bankacılığı bakımından dönüştürücülük işlevi ile ilgili sorgulamaları gündeme getirse de bankacılık politikası bakımından ele alınabilecek bu sorgulamaların finansal aracılık bakış açısıyla bankacılığa ilişkin temel yaklaşımları değiştirmedeği ve değiştirmeyeceği kanaatindeyiz.

Vade yönetimi ve likidite yönetimi konuları, özellikle Haziran 2004'te yayımlanarak daha sonra geliştirilmeye devam edilen Basel II kuralları çerçevesinde önemi oldukça artan ve bankacılık uygulamasında kurumsal bir nitelik kazanmaya başlayan risk yönetimi kapsamında ele alınmaya başlanmıştır. Dönüştürücülük işlevinin risk yönetimi kapsamında değerlendirilmeye tabi tutulması, bir biçimden (örneğin mevduat) başka bir biçime (örneğin proje kredisi) dönüştürülen finansal varlıkların risklerinin de dönüştürülmüş olması ve bu şekilde ortaya çıkan farklı risk kaynakları ve unsurlarının yönetilme gereği ile de açıklanabilir. Risk yönetimi konusuna aşağıda ayrıca değinilecektir.

d) Dengesiz Bilgi Dağılımının Düzeltilmesi

Finansal araçların, bu çalışmanın kapsamı bakımından ve ayrıca finansal gelişmelerin ulaştığı düzey bakımından en temel kabul edeceğimiz işlevi, **dengesiz bilgi dağılımının** (ya da bilgi dağılımında dengesizliğin) **düzeltmesine (azaltılmasına) sağladıkları katkı** ile ilgilidir. Dengesiz bilgi dağılımı (informational asymmetry), temel olarak, iki veya daha fazla sayıdaki taraf arasında yapılan bir sözleşme veya

anlaşmada, sözleşmenin veya anlaşmanın konusu olan işlem, durum, taahhüt, proje, mal, hizmet veya nesneyle ilgili olarak bir tarafın sözleşmenin diğer tarafındakilere kıyasla daha fazla bilgiye sahip olması durumudur. Bir örnekle izah etmek gerekirse, ikinci el araba pazarında araba almak isteyen bir müşterinin, arabanın gerçek durumu, kullanım özellikleri, sağlamlığı ve performansı gibi konularda, satıcının bildiği derinlikte ve kesinlikte bilgisinin olmaması durumu dengesiz bilgi dağılımına örnektir. Bu örnekte, araba satıcısı arabanın yıpranma ve eskimeden kaynaklanan bütün olumsuzluklarını alıcıya söylemediği sürece, alıcı hiçbir arızası olmayan ve yenisi ayarında bir araba aldığını zannedecek ya da almakta olduğu arabanın gerçek niteliklerinden daha iyi niteliklere sahip bir araba olduğunu zannedecektir. Bu şartlarda aldığı arabaya arızalı olduğunu bilseydi veya öğrendiğinden daha fazla yıpranmış ve eskimiş olduğunu bilseydi ödeyeceğinden daha fazla bir bedel ödeyerek dengesiz bilgi dağılımından olumsuz etkilenecektir.

Bu durumu, finans piyasalarına uygulayarak, bir şirketin hâkim ortağı veya yöneticileri tarafından, bu ortağın ve yöneticilerin şirket hakkında sahip olduğu olumsuz bilgilerin tamamen veya kısmen kamuya açıklanmaması suretiyle, şirketin hisse senetlerinin olması gerekenden daha yüksek bedelle satılması durumu ile örnekleyebiliriz. Şirket hakkındaki olumsuz bilgileri bilseydi, şirket hisselerine daha düşük bir bedel ödeyecek olan veya bu hisseleri satın alma kararından vazgeçecek olan ortak, olumsuz bilgilerden haberdar olmadığı için daha yüksek bir bedel ödeyerek zarara uğramış olacaktır.

Finansal araçların en temel işlevlerinden birisi, fon akımlarının gerçekleştirildiği finansal piyasalarda doğal olarak var olan bu tür bilgi dağılımı dengesizliklerinin azaltılması ve mümkünse ortadan kaldırılmasıdır. Finansal araçlar, etkin kaynak dağılımının sağlanması bakımından sürtünme (friction) oluşturan bilgi sorunlarını azaltmak suretiyle önemli bir işlev yerine getirmektedir.

e) Kaynak Dağılımının Etkinleştirilmesi

Finansal aracılık, dengesiz bilgi dağılımını mümkün olduğu kadar azaltan, işlem maliyetlerini düşüren, likidite sağlayan bir mekanizma olarak **kaynak**

dağılımının etkinleştirilmesinde önemli bir işlev üstlenmektedir. Şöyle ki, şirketle ilgili birçok bilgiyi şirket yetkilileri bildiği halde potansiyel hisse alıcılarının bilmemesi durumu veri iken, aracılığın temel fonksiyonlarından birisi şirkete ilişkin bilgileri derleyip değerlendirmek suretiyle hisse veya borç senedi alıcısının karar alırken ihtiyaç duyacağı bilgilerin uygun yöntemler ve araçlarla doğru bir şekilde alıcılara aktarılmasıdır. Finansal araçlar, var olan dengesiz bilgi dağılımı sorununu en aza indirerek yatırımcıların doğru ve yeterli bilgilendirilmelerine yardımcı olacaktır. Böylece, fonlar getiri öngörülerini yüksek şirketlerin hisselerine veya borçlanma senetlerine yönelerek, fonların yanlış bilgilendirme sonucu verimsiz alan ve yatırımlara yönlendirilmesi engellenecek ve böylece kaynak dağılımında etkinlik bakımından önemli bir fayda elde edilmiş olacaktır.

Finansal araçlar aynı sonuca, işlem maliyetlerini azaltma ve finansal varlıkların ve piyasaların likiditesini ve işlem hızını artırma yönündeki işlevleri kanalıyla da ulaşılmasını sağlamaktadır. Finansal piyasalarda bilgi dengesizliklerinin giderilmesi, işlem maliyetlerinin düşürülmesi ve işlem hızının artırılması, likidite düzeyi düşük varlıkların likidite düzeyinin artırılabilmesi gibi işlevler yoluyla kaynak dağılımında sağlanacak etkinlik artışları genel ekonominin işleyişi bakımından da olumlu sonuçlar doğuracaktır. Bu şekilde, finansal piyasaların kaynak dağılımında (veya dağılımında) sağlayacağı etkinlik artışları yoluyla ekonomik gelişme düzeyinde daha hızlı ilerlemeler sağlanabilir olmaktadır.

Finansal piyasaların gelişme hızının ve düzeyinin kaynak dağılımında etkinlik ile büyük ölçüde açıklanabildiğini kabul edersek, bu işlevin bir ülke için genel ekonomik politika tercihlerinin en önemli unsurlarından birisi olduğunu ileri sürmek hatalı bir önerme olmayacaktır.

f) Ölçek Ekonomisi Tasarrufları

Finansal araçlar tarafından sağlanan diğer önemli katkı, tek tek yatırımcıların katlanacakları araştırmayı ve diğer birçok işlemi bir kez yaparak, esas olarak, **ölçek ekonomisi** diyebileceğimiz maliyet tasarrufu sağlamaktır. Bu kapsamda, finansal aracı, satılacak finansal ürünü yatırımcıların kolaylıkla ulaşabilecekleri mekânlarda ve

ortamlarda, uygun şartlarda sunarak hem yatırımcıların, hem de finansal ürünü çıkaranların ihtiyaçlarına en iyi şekilde uyum sağlayacak hizmeti, aracılığın olmadığı duruma kıyasla oldukça düşük bir maliyetle sunmuş olmaktadır. Ölçek ekonomisi (economies of scale) yanı sıra kapsam ekonomisi (economies of scope) bakımından da finansal aracılığın avantajlı ve fayda sağlayıcı durumuna işaret etmemiz gerekmektedir.

g) Risk Yönetimi

Finansal araçlar finans piyasalarında alınıp satılan her finansal araçta ve yapılan her finansal işlemde yer alan riskin ya ilk çıkarıcısı veya bunu alıp satan veya buna ilişkin hizmetleri veren birer ajan olarak sürekli olarak riskin içinde yer almaktadır. Bu işlemler sırasında, finansal araçlar, doğal olarak bir risk yönetimi işlevi de görmektedir. Yukarıda, “dönüştürücülük” başlığı altında da açıklandığı üzere vade ve likidite dönüştürücülüğü unsurlarına ayrılabilen “varlık dönüştürücülüğü” işlevi bu dönüştürme sürecinin ortaya çıkardığı risklerin yönetilmesi gereğini de ortaya çıkarmaktadır. Finansal aracının finansal varlıkları dönüştürmesi, durumun gereği olarak, yeni risklerin de ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bu şekilde, risk yönetimi finansal aracılığın, doğal olarak ve günlük olarak ilgilendiği bir faaliyet halini almaktadır. 1990’lardan başlayarak bilgi işlem teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmeler hem finansal araçlarla ilgili risk unsurlarını artırmak suretiyle, hem de teknolojinin sağladığı hesaplama kolaylığından yararlanmak suretiyle risk yönetimine duyulan ihtiyacı ve riskin yönetilmesi ile ilgili imkânları artırmıştır. Bu çerçevede, finansal araçların risk yönetimine yönelik işlevleri daha çok ele alınır ve öne çıkarılır olmuştur.

İsviçre’nin Basel kentinde toplanan *Bankacılık Gözetimi Basel Komitesi** 1988’de ilk kez yayımlanan Basel I kurallarının kredi riskine ağırlık veren yapısını, ticarî bankalar bakımından 2004 yılı Haziran ayında ilk şekli yayımlanan Basel II anlaşması ile tüm risk unsurlarının ölçümü ve maruz kalınan risk ile uyumlu bir sermaye gerektiren bir yapıya dönüştürmüştür. Basel Sözleşmesinin bu yeni yapısı ticarî bankacılıkta risk yönetimini temel bir işlev haline getirmeye başlamıştır. 2008 yaz

* Kısaca *Basel Komitesi* olarak adlandırılan *Bankacılık Gözetimi Basel Komitesi* (Basel Committee on Banking Supervision) 13 gelişmiş ülkenin (ABD, İngiltere, Kanada, Almanya, Fransa, Japonya, İtalya, Belçika, Hollanda, İsveç, İsviçre, İspanya ve Lüksemburg) bankacılığın düzenlenmesine yetkili kurumlarının temsilcilerinden oluşan ve aldığı kararlar tavsiye mahiyetinde olan bir çalışma grubudur. Komite, toplantı mekânı olan Bank for International Settlements’dan yola çıkarak *BIS Komitesi* olarak da bilinmektedir.

aylarında derinleşen uluslararası kredi ve finans krizi Basel II ile ilgili gözden geçirmeleri gündeme getirmiştir. 2010 sonu itibariyle son şekli verilmiş bulunan Basel III kurallarının uygulamaya geçirilmesi ile ilgili süreç devam etmektedir.²⁵ Kanaatimizce, finansal aracılığın ve teknolojinin gelmiş olduğu düzey ve finansal aracılıkta teknolojinin kullanımında geline ve geri dönüşü olmayan yaygınlık ve iç içe olma durumu risk yönetiminin finansal aracılıktaki işlevsel öneminin artarak devam etmesini sağlayacak gözükmemektedir.

1.4.2. Finansal Aracılığın Önemi

Finansal aracılığın ekonomik işleyişte oynadığı rol, finansal fon akımlarının işleyişinde ve düzeninde aksaklıkların ortaya çıktığı finansal kriz dönemlerinde daha açık bir şekilde anlaşılmaktadır. 2001 yılında Türkiye’de yaşanan ve “bankacılık krizi” olarak anılan süreçte yaşanan gelişmeler, 2008 yılı içinde ABD’de ve Avrupa ülkelerinde büyük ve yerleşik finans kurumlarının, finansal durumları bozularak batması, birleşmesi veya devrolması vakalarının ortaya çıkması ve bankalar arası borçlanma piyasalarındaki daralma ile birlikte şirketler kesiminin kullandığı finansman bonosu (commercial paper) gibi kısa vadeli borçlanma senetlerine ait piyasaların hacminin yok denecek seviyeye kadar azalması sonucu oluşan finansman güçlükleri gibi durumlar finansal aracılığın genel ekonominin işleyişinde oynadığı rolün önemini göstermesi bakımından birer laboratuvar gibi değerlendirilebilir. ABD’de, 2008 Eylül’ünde, 158 yıldır faaliyet gösteren ve 600 milyar ABD Doları aktif büyüklüğüne sahip bir yatırım bankasının (Lehman Brothers) batmasının ardından piyasalara hâkim olan güven eksikliği sorunu piyasalarda likidite sorunu yaratmış ve ABD’de bankalar birbirlerine ve şirketler kesimine kredi vermekten kaçınmaya başlamışlardır.*

Likidite krizinin ulaştığı bu nokta, finansal aracılığın işlevini yerine getirmemeye başladığı, şirketlerin üretim ve satış için gerekli kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmeleri veya ödemelerini yapmaları için gerekli finansmanı sağlayamamaya başladıkları aşama olarak, analizimiz açısından, kritik bir öneme sahiptir.

* Bu süreçte yaşanan gelişmeler özellikle 2008 yılının Eylül ve Ekim aylarındaki The Wall Street Journal ve Financial Times gazetelerinde geniş ayrıntıları ile, Türkiye’de çıkan bütün gazetelerde değişik yoğunluklarda ve Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik etkileri bakımından günlük olarak yer almıştır.

2001 yılında ülkemizde de yaşanan ve birkaç günlüğüne de olsa gecelik faiz oranlarının kontrolsüz bir şekilde oldukça artarak, önceki aylarda genel olarak oluşan seviyesinin yaklaşık 20 katı kadar yüksek seviyelere ulaşması, böylece kredi piyasalarının ekonomideki birimlerin borçlanma olanaklarını ortadan kaldıran bir aşamaya ulaşması finansal aracılığın işleyişindeki aksaklıkların genel ekonomik sisteme etkilerinin anlaşılmasını sağlamaktadır. Bu noktadan sonra ekonomide mal ve hizmet üretiminin finansmanı yapılamaz hale gelmiş ya da etkin ve verimli olmayan bir şekil ve sonuçla yapılır hale gelmiş olmakta ve finansal aracılıkta ortaya çıkan bu gibi aksaklıkların kısa sürede düzeltilmesi için gerekli ve uygun tedbirlerin alınması devletin ve yetkili kurumların müdahalesini gerekli kılmaktadır. Nitekim Türkiye’de 2001’de yaşanan bankacılık krizinde mevduat sigortası ve suç takibi kapsamında bankaların kamu kontrolüne alınması, malî durumu düzeltilemeyecek derecede bozulmuş olan bankaların kapatılması ve bu kapsamda diğer gerekli işlemlere de imkân verecek hukukî düzenlemelerin hızla hayata geçirilmesi, konumuz açısından, işlevlerini tam olarak yerine getiremeyen finansal aracılık mekanizmasının ekonominin ihtiyaçlarına uygun bir yapıya ve işlerliğe kavuşturulması için yapılmış müdahalelerin örnekleridir.

2008 yılında ABD’de yaşanan, esas olarak menkul kıymetleştirme kaynaklı likidite ve finansman krizi ile ilgili olarak ABD Merkez Bankacılığı Sistemi (Federal Reserve) tarafından, ticarî bankacılık sisteminde likiditeyi artırmaya yönelik olarak o tarihe kadar uygulanmamış merkez bankacılığı yöntemleri de uygulandıktan sonra, bunların da yeterli olmaması üzerine, 07 Ekim 2008 tarihinde birkaç haftadır işlemlerin oldukça azaldığı ve yok olma noktasına gelen finansman bonusu (commercial paper) piyasasındaki tıkanıklığı aşmak amacıyla üç ay vadeli teminatlı ve teminatsız finansman bonolarının Merkez Bankası’na satın alınmasına yönelik özel amaçlı bir fon oluşturulması kararı, işlemez hale gelen doğrudan finansman piyasalarının ve bu anlamda finansal aracılığın yeniden işlerliğe kavuşturulması amacıyla yapılmış müdahaleye bir örnektir. Bu müdahalenin hemen öncesindeki günlerde ABD’de finansman bonusu piyasalarında gerçekleştirilen işlemlerin tamamına yakın bölümü sadece gecelik borçlanmaya dönük olarak gerçekleştirilmeye başlanmış bulunmaktaydı. Merkez Bankacılığı sisteminin üç aya kadar vadeli finansman bonolarını, teminat durumuna da bakmaksızın, satın alma kararı, bu borçlanma kâğıtlarının en uzun

vadesinin üç ay olduğu dikkate alındığında, finansal aracılığın tanımı ile ilgili olarak işaret ettiğimiz, finansal aracılığın, fon arz ve talep edenlerin farklı zaman tercihlerini uyumlaştırma işlevinin sağlanmasına yönelik bir kamu müdahalesi olmaktadır. Zor durumdaki şirketlere Merkez Bankası (Fed) kaynaklarından doğrudan fon aktarılması, bu şirketlerin sermayesinde kamu payının giderek artırılması ve buna benzer yöntemlerle devletin finansal işleyişe yapmaya devam ettiği müdahaleler finansal piyasaların işlevlerini yerine getiremez hale geldiği durumlarda bir dış müdahalenin ve genellikle devlet müdahalesinin zorunlu olduğunu göstermesi bakımından önemlidir. Finansal piyasaların düzgün ve düzenli işleyişi o kadar önemlidir ki bu işleyişin bozulması kaynak dağılımının bozulmasına, kaynakların dağıtılamamasına, finansman ihtiyacı duyan birimlerin işlem maliyetlerinin artmasına, likidite olanaklarının ya çok azalmasına ya da tamamen ortadan kalkmasına yol açarak ekonomideki bütün karar birimlerinin karar alma güçlerini zayıflatmakta ve ekonominin tamamında çözümü oldukça maliyetli hasarlara ve sorunlara yol açmaktadır. Bu aşama finansal aracılığın en temel işlevlerini yerine getiremez hale geldiği noktadır.

Aşağıda Bölüm 1.4.4'te tarihsel gelişim çizgisi içinde ele alacağımız finansal aracılığı açıklamaya yönelik yaklaşımlar çerçevesinde finansal aracılığın ilk ve en temel işlevi olarak değerlendirilen işlem maliyetlerinin azaltılması tam olarak yerine getirilemez hale geldiğinde finansal aracılık adeta ortadan kalkmış olmaktadır. Şirketlerin kısa vadeli borçlanma olanaklarının kalmaması, tüketicilerin konut, araba ve eşya ihtiyaçlarını karşılamak için var olagelen finansman olanaklarına ulaşamaz hale gelmeleri, bankaların borç vermekten kaçınır hale gelmeleri, bankaların kamu kaynaklarından veya kendi faaliyetlerinden elde ettikleri fonları kasalarında rezerv olarak tutma eğilimlerinin artması en temel finansman mekanizması olarak borç vermenin ekonomide durması finansal aracılığın işlevsiz kalması anlamına gelmektedir. Finansal aracılığın bu şekilde işlevsiz kalması borçlanarak üretim ve pazarlama kanallarını finanse edemeyen şirketlerin üretimlerini azaltması ve işgücü dâhil olmak üzere ekonomideki üretken kaynakları kullanmayı giderek azaltması, taleplerini kendi gelirleri ile karşılama olanağı bulunmayan tüketicilerin temel tüketim kalemlerinde bir talep azalmasına yol açan tüketim azaltıcı eğilimleri genel olarak ekonomide daralmaya, değer düşüşlerine yol açmakta ve psikolojik etkileri ile katlanarak büyüyen bir sarmala

dönüşme tehlikesi taşımaktadır. İşte bu olumsuz sarmal tehlikesi finansal piyasaların işleyişine bir dış müdahaleyi gerekli kılmaktadır. Finans krizlerinin bize öğrettiği en temel doğrulardan birisi, kanaatimizce, temel işlevlerini yerine getiremez duruma gelen finansal piyasalara ve mekanizmalara dışarıdan bir müdahale yapılmasının adeta zorunlu hale geliyor olmasıdır.

Burada, olayları bu açıdan ele alarak ulaşmak istediğimiz sonuç, finansal aracılığın işleyişi ile ilgili aksaklıkların ortaya çıkmasının ekonominin mal ve hizmet üretim ve dağıtım süreçlerini de etkileyen çok geniş kapsamlı sonuçları nedeniyle, piyasa mekanizması dışında bir müdahalenin gerekli olabileceği gerçeğine işaret etmektir. Bu müdahale gerekliliği, finansal aracılığın düzgün işleminin genel ekonomik politikalar ve ekonomik sistem açısından önemini göstermektedir.

Yukarıda Bölüm 1.4.1.'de açıklanan işlevleri bakımından, finansal aracılığın genel ekonomik performans ve şirketler performansı bakımından değerlendirilmesi ve araştırılması bazı çalışmalara da konu olmuştur.

Fry'nin 1988 tarihli çalışması²⁶, finansal aracılığın ekonomik gelişme üzerindeki etkisini kapsamlı olarak araştıran ilk önemli çalışmalardan birisidir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu bir takım gelişmekte olan ülke tecrübelerinden de yararlanarak yaptığı analizlerle Fry, finansal aracılığın gösterdiği gelişme düzeyinin işlem maliyetlerinin azaltılması ve kaynak dağılımının etkinleştirilmesi yoluyla ekonomik gelişme hızının artışında etkili olduğu sonucuna ulaşmaktadır.

Levine ve diğerleri²⁷ daha iyi işleyen finansal aracılık sisteminin ekonomik büyümede etkili olup olmadığı ve eğer durum bu ise, finansal aracılığın gelişmişliğini etkileyen faktörlerin neler olduğunu araştırmışlardır. Çalışma önce finansal aracılığın gelişme düzeyinin ekonomik gelişme üzerinde nedensel etkisini araştırmakta ve daha sonra, hukuki yapı ve muhasebe sistemlerinde (borç verenlerin yasal hakları, sözleşmelerin uygulanmasında etkinlik ve muhasebe standartları) ülkeler arasındaki farklılıkların finansal aracılığın gelişmişlik düzeyi üzerinde etkili olup olmadığını irdelemektedir.

Levine ve diğerlerinin çalışmalarında²⁸, 1960-1995 dönemi için 71 ülkenin verileri kullanılarak her ülke için bir gözlem yapılmıştır. Çalışmadaki regresyon modelinde, reel kişi başı GSMH'daki büyüme oranı bağımlı değişken olarak alınmış ve ülkelerin hukuk sisteminin kaynağı (İngiliz, Fransız, Alman ve İskandinav) bağımsız dışsal değişken olarak alınmıştır. Böylece, finansal gelişme

düzeyi ile ilgili değişkenler bağımsız değişken olarak modele alınmıştır.

Levine ve diğerlerinin çalışmalarında, ikinci olarak, Generalized Method of Moments dinamik panel data yöntemi kullanılmıştır. Bu analizlerde, finansal aracılıkta üç ölçü esas alınmıştır:

- finansal aracılık sektörünün toplam büyüklüğü, derinliği
- finansal aracılıkta ticarî bankaların mı, merkez bankasının mı etkin olduğu,
- finansal kurumların özel sektöre kredi aktarma derecesi.

Levine ve diğerlerinin sonuçları, borç verenlerin alacaklarını tahsil etmelerinde sorun yaratmayan ve net bugünkü değerini tamamen alabilen düzenleme yapısının (borç verenlere daha düşük destek veren hukuk sistemlerine kıyasla) finansal gelişmişlik düzeyini daha olumlu etkilediğini göstermektedir. Sözleşmelerin uygulanmasına ilişkin yapının hukuk ve düzenleme çerçevesinden daha fazla açıklayıcı ve etkili olduğu anlaşılmaktadır. Düzenleme ve yaptırımları etkin bir şekilde uygulayan ülkelerde finansal aracılıkta gelişme seviyesinin diğer ülkelere kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir. Çalışma, son olarak, bilgi açıklama ve kamuyu aydınlatma (information disclosure) düzeyinin de finansal gelişmişlikte etkili olduğunu göstermektedir. Şöyle ki, şirketlerin nispeten daha doğru ve kapsamı daha geniş finansal tablo yayınladıkları ülkelerin daha gelişmiş finansal araçlara sahip oldukları anlaşılmaktadır.

Levine ve diğerlerinin sonuçları bir bütün olarak dikkate alındığında, borç verenlerin haklarını artırıcı ve güçlendirici, sözleşmelerin uygulanmasını güçlendirici ve muhasebe uygulamalarını güçlendirici değişiklikler yapılması finansal aracılıktaki gelişmeyi artıracak ve ekonomik büyümede hızlı bir artışa yol açacaktır. İngiliz kaynaklı hukuk sistemleri, borç verenlerin haklarının korunması bakımından,

diğerlerine kıyasla, daha fazla mekanizma sağlamakta; Fransız kaynaklı hukuk sistemleri en az ve Alman ve İskandinav kaynaklı sistemler orta derecede koruma sağlamaktadır. Düzenlemelerin ve yaptırımların uygulanması bakımından, Fransız kaynaklı hukuk sistemleri en düşük seviyede bulunmakta, Alman ve İskandinav kaynaklı sistemler de düzenleme ve yaptırım uygulamada en etkin konumda bulunmaktadırlar. Muhasebe uygulamaları bakımından ise İngiliz kaynaklı hukuk sistemleri Fransız ve Alman sistemlerine kıyasla çok daha etkin durumdadır.

Levine ve diğerlerinin en temel sonucu, krediyi teminata veya bir garantiye bağlı olarak vermiş kreditörlerin önceliğinin korunduğu (bunların önüne kamu alacakları veya çalışanların alacakları gibi teminata bağlanmamış başka alacakların geçmediği) ülkelerde, sözleşmelerin uygulanması konusunda hukuk sisteminin sıkı kurallar içerdiği ülkelerde ve malî tablolarla ilgili kapsamlı ve karşılaştırmalara imkân veren muhasebe standartları ve diğer düzenlemelerin bulunduğu ülkelerde finansal araçların daha fazla gelişmiş olduğudur. Levine ve diğerlerine göre, sonuç olarak, finansal aracılıkta gelişme düzeyinin ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel açıdan önemli ve ekonomik olarak büyük etkileri bulunmaktadır.

Levine ve diğerlerinin yaptıkları ülkelerarası karşılaştırmalı çalışma²⁹ sonuçları, yukarıda, finansal aracılığın işlevleri bakımından açıklanan hususları piyasalara ilişkin genel (makro) rakamları esas alarak da göstermiş olmaktadır. Şöyle ki,

- Finansal aracılığın gelişmişliği ekonomik gelişmede olumlu etkiye sahiptir.
- Gelişmiş finansal aracılığın bulunduğu ülkelerde piyasalardaki likidite düzeyi yüksektir.
- Daha fazla bilginin kamuya açıklandığı ülkelerde finansal aracılığın gelişmişlik düzeyi de artmaktadır. Bu, mikro analizde, dengesiz bilgi dağılımının önlenmesi ya da azaltılması amacına hizmet eden bir durumdur.
- Hukuk sisteminin sözleşmelerin uygulanmasını ve finansal işlemlerden doğan hakların kullanımını daha sağlam bir korumaya aldığı sistemlerde finansal aracılığın gelişme düzeyinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu, finansal sözleşme yapma ve uygulama ile ilgili işlem maliyetlerini düşüren bir etkiye sahip olacaktır.

- Bütün bu özellikler itibariyle olumlu durumdaki ülkede kaynak dağılımının diğer ülkelere göre daha etkin olmasını beklemek yanlış olmayacaktır.

Bu çerçevede, finansal aracılığın gelişmesinin finansal aracılıktan beklenen faydaları sağlamada önemli olduğu, finansal aracılıktaki gelişmenin de ekonomik gelişmede etkili olduğu uygulamada da gözlenen bir ilişkiyi ifade etmektedir.

Öte yandan, Levine³⁰, banka esaslı finansal sistem ile piyasa esaslı sistem arasında ekonomik büyümeye etkisi bakımından bir farklılık olup olmadığı hususunu, 1980-95 döneminde 48 ülkeye ait çeşitli verileri kullanarak test etmektedir. Levine, ülkenin banka esaslı veya piyasa esaslı finansman sistemine sahip olmasının ülkenin ekonomisi üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı, fakat ayırıcı etkisi olabilecek özelliğin ülkenin hukuk sistemi ve sözleşmelerin etkin bir şekilde uygulanabilirliği olabileceği sonucuna ulaşmaktadır.

Bu çalışmada, banka kaynaklı finansmanın ve piyasa kaynaklı finansmanın gözetim ve kontrol bakımından farklı etki ve sonuçları ele alınmakla birlikte bu iki finansman yönteminin hangisinin bir ülke için daha yüksek gelir artırıcı etkide bulunabileceği konusu tamamen ilgi alanımız dışında bulunmaktadır.

1.4.3. Ticarî Bankacılık – Yatırım Bankacılığı

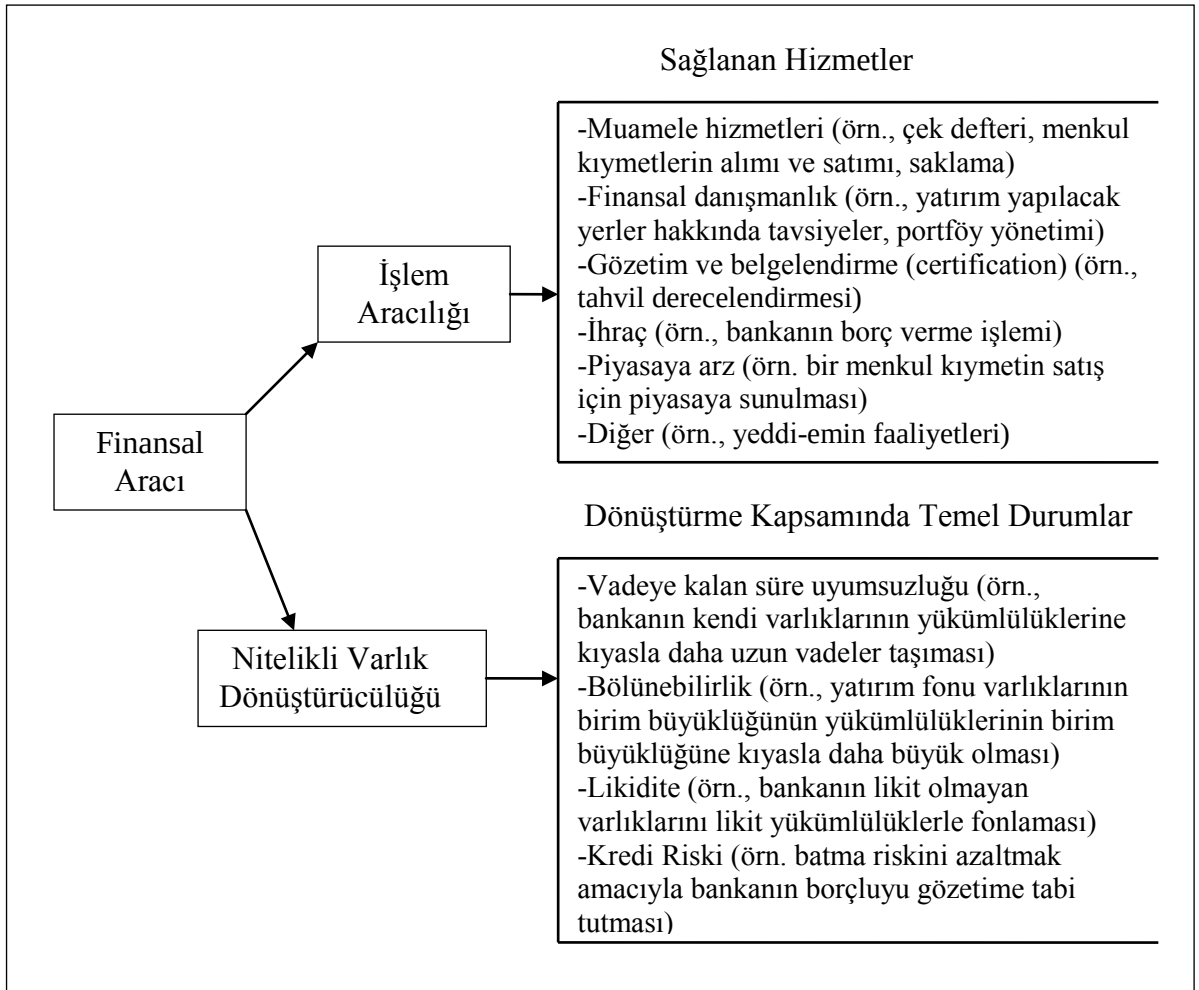
Temel olarak yukarıda Bölüm 1.4.1’de özetlediğimiz finansal aracılığın işlevlerinin kategorik olarak birbirinden bağımsız ve kopuk olduğuna ilişkin bir önermemiz bulunmamakla birlikte, finansal aracılıkta hizmet içerikleri ve nitelikleri itibariyle ayrıma giderek konuyu ele almanın çalışmamızın devamında esas alacağımız ticarî bankacılık (banka kaynaklı finansman) – yatırım bankacılığı (piyasa kaynaklı finansman) yaklaşımına hizmet edecek daha anlaşılır sonuçlara götüreceğini düşünmekteyiz.

Bu kapsamda, öncelikle, Bhattacharya ve Thakor³¹,dan alınan aşağıdaki Şekil 3, bu çalışmada finansal aracılardan işlevleri bağlamında yapılan değerlendirmelerle uyumu da dikkate alınarak, bu bölümdeki değerlendirmelerimiz için yararlı bir başlangıç noktası olacaktır. Finansal aracılardan verdikleri hizmetleri “alım-satım (işlem)

aracılığı” (brokerage) ve “nitelikli varlık dönüştürücülüğü” (qualitative asset tranformation) olarak iki temel kategoriye ayıran Bhattacharya ve Thakor’un yaklaşımı, finansal aracılık faaliyetlerini temel olarak ticarî bankacılık faaliyetleri ve yatırım bankacılığı faaliyetleri başlıkları altında değerlendirebilmemize yardımcı olmaktadır.

İşlem aracılığı, esas olarak, yatırım bankacılığı faaliyetleri ile ilişkili bir tanıımı kapsamakta; varlık dönüştürücülüğü ise, esas olarak, ticarî bankacılık faaliyetlerinde ifadesini bulmaktadır. Aşağıda, daha ayrıntılı olarak açıklanacağı üzere, yatırım bankacılığı geleneksel işlevleri ve faaliyet biçimleri itibariyle, finansal varlıkların herhangi bir dönüşüme uğramadan, ortaya ilk çıkarıldıkları durumları ve özellikleri ile tasarruf sahiplerine aktarılmasını içeren faaliyetler bütünüdür. Yatırım bankacılığı, diğer bir deyişle piyasa kaynaklı finansman modeli finansal aracının devraldığı ve daha sonra tasarruf sahibine devrettiği finansal aracın niteliklerinde temel bir değişiklik meydana getirmemekte, genel bir durum olarak, piyasa kaynaklı finansman modelindeki finansal aracı devraldığı finansal aracın hemen hemen hiçbir özelliğini değiştirmeden bu aracı alıcısına devretmektedir. Burada, yatırım bankasının sunduğu hizmet, esas olarak, bir alım-satım aracılığı (işlem aracılığı) hizmetine tekabül etmektedir. Aracılık işlemine konu olan finansal aracın nitelik ve özellikleri ile ilgili temel bir değişiklik yapılmaması, piyasa kaynaklı finansmanın öne çıkan bir özelliğidir. Aşağıda Bölüm 1.7’de açıklanacağı üzere, menkul kıymetleştirme durumunda da, finansal aracı, bu işleme konu olan finansal araçların niteliğinde ve özelliklerinde bir değişiklik meydana getirmemekte, dayanak finansal araçları belirli ölçütler kullanarak bir araya getirerek bunlardan havuzlar oluşturmaktadır. Bu havuzlar dayanak finansal araçların özelliklerini yansıtan ve dayanak finansal araç gruplarının birbirinden farklı özelliklerinin istatistiksel yöntemlerle birleştirilmesinden ortaya çıkan özellikler taşımaktadır. Bu işlemde finansal aracı aldığı ve sattığı ürünle ilgili bilgi sorunlarını ve risk unsurlarını üstlenmemekte ve bir havuz olarak veya havuzu temsil eden birimler olarak alıcısına devretmektedir. Aynı işleyiş yatırım fonlarında da geçerlidir. Finansal araçlardan oluşan havuzlar oluşturarak bu havuzları temsil eden yeni finansal araçlar satmak veya bu havuzları tam olarak devretmek, dayanak finansal araçların nitelikleri ile havuzu temsil eden finansal araçlar arasında bir dönüşüme işaret etmemekle birlikte “havuzu temsil” işleminde farklılık yaratan bir durum ortaya çıkmaktadır. Ancak, gene

de ticarî bankacılık durumundakine benzer bir varlık dönüştürme durumu ortaya çıkmamaktadır. Yatırım bankacılığı bu süreçte, esas olarak birer yatırım bankacılığı faaliyeti olarak değerlendirilen, yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği gibi hizmetler de vermektedir. Bu hizmetler, aracılık işlemine konu edilen finansal araçla ilgili bir dönüştürmeye işaret etmemektedir. “Havuzu temsil” kapsamında ele alınabilecek, yatırım bankacılığının dönüştürücülüğe ilişkin özelliklerine bu alt bölümde, aşağıdaki paragraflarda değinilmektedir.



Şekil 3.Finansal Aracılık Temel Hizmetler Sınıflaması

Kaynak: Bhattacharya ve Thakor (1993) s. 8

Bu işlemler sürecinde, yatırım bankacılığı, ihraççıdan (finansal varlığı çıkarandan) çıkarıldığı haliyle alarak aktardığı varlıkla ilgili bilgi sorunlarını çözmemiş olmaktadır. Varlık, içerdiği bilgide bir değişiklik olmadan ve varsa, bilgi sorunları ile birlikte aktarılmış olmaktadır. Yatırım bankacılığının, finansal varlıkta bir dönüştürme

hizmeti sunmadan, “işlem aracılığı” yaklaşımı ile sunduğu hizmet yukarıda Bölüm 1.4.1’de ele aldığımız işlevlerden birkaçının gerçekleştirilmiş olması sonucunu doğurmaktadır. Bunlar, işlem maliyetlerinin azaltılması, likiditenin artırılması, kaynak dağılımının etkinleştirilmesi ve ölçek ekonomisi tasarrufları ile sınırlandırılabilir.

İşlem aracılığı yaklaşımının yarattığı bilgi sorunlarını ve risk yönetimi ile ilgili sorunları aşmak üzere yatırım bankacılığı temel hizmetinin etrafında ve çoğu zaman bu temel hizmete (işlem aracılığına) eklenmiş olarak tasarlanan ve gene çoğunlukla ikisi arasında çok katı sınırların (yaygın terimle Çin Duvarlarının) var olmasını gerekli kılan bir sistem tasarımı ihtiyacı bulunmaktadır. Somut olarak ifade etmek gerekirse, alım-satım aracılığı (brokerage) olarak ele alacağımız işlem aracılığı işleme konu finansal varlık (örneğin, şirket hisse senedi) ile ilgili yatırım danışmanlığı mekanizmasını, bağımsız denetim hizmetlerini, kredi derecelendirme, kurumsal yönetim derecelendirmesi gibi sınama mekanizmalarını, kurumsal yönetim ilkeleri ve kamuyu aydınlatma düzenlemeleri gibi bir dizi ilkeler ve kurallar bütününe ortaya çıkarmakta ve gerekli kılmaktadır.

Dönüştürücü aracılık ise, ticarî bankacılık faaliyetlerinde uygulamasını bulan özellikleriyle, yatırım bankacılığının sağladığı işlevleri (işlem maliyetlerinin azaltılması, likiditenin artırılması, kaynak dağılımının etkinleştirilmesi ve ölçek ekonomisi tasarrufları) sağladığı gibi finansal varlıkla ilgili bilgi sorunlarını ve risk yönetimi işlevini de çok büyük ölçüde bünyesine almaktadır. Dönüştürücü aracılık, dönüşüme uğrayan finansal varlıkla ilgili yeni bir bilgi üretmekte, yeni risk unsurları ortaya çıkarmakta, ancak dönüşüme uğrayan bilgi ve riskleri esas olarak yeni finansal varlığı satın alana aktarmamakta, bilgi sorunlarını ve riskle ilgili kaygıları büyük ölçüde kendi bünyesinde çözen bir sistem üzerine oturmaktadır. Somut olarak ifade etmek gerekirse, mevduat toplayan banka bunu krediye dönüştürürken bir finansal varlığı kullanarak başka bir finansal varlık yaratmaktadır. Aynı banka mevduatın taşıdığı riskleri krediyi alana aktarmamakta ve kredi alanla ilgili riskleri de mevduat sahibine yansıtmamak üzere faaliyet göstermektedir. Dolayısıyla, mevduat sahibi ve kredi alan birbirleri ile ilgili bilgi sorunlarını ve riskleri aracı bankaya devretmiş olmaktadır. Bu şekilde bilgi

sorunlarını aşmak ve riskleri yönetmek ticarî bankanın en temel faaliyet alanını oluşturmaktadır.

Ticarî bankacılık (banka kaynaklı finansman) ve yatırım bankacılığı (piyasa kaynaklı finansman) bakımından yaptığımız bu genel değerlendirmeler bu çalışmadaki temel bakış açımızın ve çalışmamızın temel sorusunun anlaşılması bakımından önem arz etmektedir.

Ticarî bankacılık faaliyetleri yukarıdaki Şekil 3'te verilen başlıklar dikkate alınarak işlem aracılığı kapsamında olmak üzere muamele hizmetleri, kredi ihracı, yeddi-emin faaliyetleri olarak özetlenebilir. Nitelikli varlık dönüştürücülüğü kapsamında yer alan durumlardan vadeye kalan süre uyumsuzluğunu giderme, küçük tasarrufları bir araya getirerek büyük tutarlı projelere yönlendirebilme şeklinde örneklendirebileceğimiz bölünebilirlik, likidite uyumsuzluğunu giderme ve kredi riskini azaltmaya yönelik gözetim işlevlerini ticarî bankacılık faaliyetinin temel hizmet alanları olarak değerlendirmek gerekir.

Yukarıdaki şekilde yer alan finansal aracılık başlıklarını yatırım bankacılığı bakımından ele aldığımızda, temel olarak, şu çıkarımları yapmak mümkün olacaktır. Muamele hizmetleri her türlü menkul kıymet alım satımına aracılık niteliğinde olarak ticarî bankacılık kadar yatırım bankacılığının da kapsamına girmektedir. Esasında finansal aracılık her bakımdan, öncelikle, bir muamele hizmetleri bütünüdür.

Finansal danışmanlık hizmetleri bazı bakımlardan (örn., mevduat ve kredi ilişkisi kapsamında verilebilecek ve genellikle dar kapsamlı danışmanlık veya tavsiye hizmetleri* gibi) ticarî bankacılığı da ilgilendirmekle birlikte, esas olarak, bir yatırım bankacılığı faaliyetidir. Yatırım bankacılığı kapsamında bireysel yatırım danışmanlığı, kolektif yatırım kuruluşlarına (yatırım fonları ve ortaklıkları gibi) yönelik yatırım

* “Yatırım danışmanlığı” olarak Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: V No: 55 Tebliği ile Türkiye sermaye piyasalarında uygulaması bulunan “finansal danışmanlık” kavramını esas almaktayız. Bununla Türkiye’de henüz düzenlenmemiş olan “finansal tavsiye” kavramının farklı yaklaşım ve hizmetleri içerdiğine işaret etmek isteriz. Finansal danışmanlık belirli bir kişiye veya kişi grubuna ve daha belirli bir içerikte, genellikle doğrudan sunulan bir hizmet iken, finansal tavsiye, örneğin bir finansal aracının internet sayfasına bir şirket veya hisse hakkında koyduğu değerlendirmelerde olduğu gibi, daha belirsiz bir kitleye, daha az belirli veya kesin bir içerikte ve genellikle doğrudan olmayan yöntemlerle bilgi sunulması niteliğindedir. Finansal tavsiye konusunda Tuncay YILDIRAN, “Finansal Tavsiyelerin Adil Sunumu ve Çıkar Çatışmalarının Açıklanması”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, Mayıs 2009 (<http://www.spk.gov.tr/yayin.aspx?type=yay03>)’a başvurulabilir. (Erişim: 02.06.2009)

danışmanlığı, bireysel portföy yönetim hizmetleri, şirket birleşmeleri, devralmaları ve ele geçirmeleri vb. şirket işlemlerinde verilen danışmanlık hizmetleri, her türlü menkul kıymetlerin halka satışı işlemlerinde verilen danışmanlık kapsamındaki muhtelif hizmetler ve buna benzer bütün hizmetler sayılabilir. Tanım itibariyle, finansal danışmanlık hizmetleri yatırım bankacılığının sacayaklarından birisidir.

Finansal aracılık kapsamında, dönüştürmeye tekabül eden temel durumlar arasında likidite sağlama ve finansal varlıkların bölünebilirlik özelliklerinden yararlanılma işlemleri yatırım bankacılığı ile doğrudan ve yakından ilgili bulunmaktadır. Bu iki özellik bakımından, yukarıda da değindiğimiz gibi, menkul kıymetleştirme (securitization) uygulamalarına özel bir dikkat göstermek gerekmektedir. Menkul kıymetleştirme, kısaca, likidite düzeyi düşük varlıkların (örneğin, gayrimenkuller) bu varlıklara ilişkin yükümlülükleri temsil eden ve likiditesi oldukça yüksek olabilen menkul kıymetlere dönüştürülebilmesini sağlayan bir mekanizma olarak tanımlanabilir. Yatırım bankacılığı faaliyetlerinin özellikle 1990'lerden başlayarak ulaştığı gelişme düzeyini ve hızını açıklamaya yarayacak önemli bir gelişme olarak, menkul kıymetleştirme, 2008 yaz aylarında derinleşen uluslararası kredi ve finansman krizine kadar yaygın olarak başvuru alan bir araç olmuştur.

Bhattacharya ve Thakor'un değerlendirmelerinden³² yola çıkarak, bölünebilirlik özelliğine yönelik olarak, menkul kıymetleştirmeyi de bir dönüştürücü aracılık hizmeti olarak değerlendirmek gerektiği sonucu çıkmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklığı örneğinden yararlanarak, nakde dönüştürülebilirliği oldukça düşük olan ve yüksek tutarlı varlıkların oldukça küçük tutarlı ve nakde kolay çevrilebilir menkul kıymetlere dönüştürülebilmesi yaygın bir menkul kıymetleştirme örneğidir. Menkul kıymetleştirmeye ait, yukarıda ele aldığımız, yatırım bankacılığı – ticarî bankacılık ayrımı kapsamındaki değerlendirmelerde yer bulmayan bu dönüştürme işlevinin yarattığı sonuçlara aşağıda Bölüm 1.7'de ayrıca değinilmektedir.

Bu noktada belirtmek gerekir ki, gayrimenkul yatırım ortaklığı örneğinde bile gayrimenkul havuzlarını temsil eden menkul kıymetin değeri dayanak gayrimenkul ile ilgili değer dalgalanmalarına ve diğer risklere çok sıkı bir şekilde bağlı olmaktadır.

Gayrimenkul portföylerinden oluşan havuzların taşıdığı dayanak varlıkların değerlendirme sorunlarının menkul kıymetler portföyleri bakımından aynı derecede belirgin olmadığına işaret etmek gerekmektedir. Zira menkul kıymet portföyleri bakımından, portföyü temsil eden aracın değeri, piyasada alınıp satılmakta olan dayanak menkul kıymetin piyasa fiyatına ya da en azından gene piyasada oluşan bir faiz oranı dikkate alınarak kolayca hesaplanabilecek bir değere dayanmaktadır. Türkiye’deki menkul kıymet yatırım fonları ile ilgili düzenlemeler, her gün kapanışında oluşan piyasa fiyatına (hisse senedi veya tahvil fiyatı veya paranın fiyatı olarak faiz) göre her gün portföyün (havuzun) değerinin hesaplanarak açıklanmasını ve portföyü temsil eden katılma belgelerinin alım-satım fiyatlarının bu portföy değerine göre hesaplanmasını gerektirmektedir. Bu hesaplama sürecinde, dayanak menkul kıymetin bünyesinde var olan ve piyasalarda oluşan fiyatına yansıyan bütün riskler ve bilgi unsurları yatırım fonu portföyünü temsil eden katılma belgesinin fiyatına aynen yansıtılmış olmaktadır. Özünde dayanak menkul kıymetin kendisi ile ilgili yeni bir özellik ve nitelik sağlamayan bu hizmet portföyün oluşturulması ile ilgili hizmetlerle öne çıkmaktadır. Bu hizmetler de yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği hizmetleridir.

Bhattacharya ve Thakor’un dönüştürücü aracılık kapsamında değerlendirdiği³³ yatırım fonu ve yatırım ortaklığı, küçük tutarlı fonların büyük tutarlı varlık topluluklarına dönüştürülebilmesi özelliği bakımından birer yatırım bankacılığı hizmeti olarak değerlendirilmiş olmaktadır. Menkul kıymet yatırım fonu ve yatırım ortaklığının, oluşturulan menkul kıymet portföyünü temsil eden türeme menkul kıymetlerin satışı ile finanse edildiğinde ise dönüştürücülükten söz etmenin mümkün olmayacağını düşünmekteyiz. Zira yukarıda açıkladığımız gibi, menkul kıymetler portföyünü finanse etmek için çıkarılan menkul kıymetlerin fiyatı portföydeki menkul kıymetlerin fiyatlarından türeyen bir fiyat olmaktadır. Portföydeki menkul kıymetlerin fiyatları üzerinden hesaplanan bir bedel üzerinden satılan ve portföydeki menkul kıymetlerden başka bir varlığı temsil etmeyen yatırım fonu katılma belgelerini dönüşüme uğramış bir menkul kıymet olarak kabul etmenin mümkün olmadığını düşünmekteyiz. Diğer bir deyişle, finanse edilen varlık ile finanse eden varlığın nitelikleri aynı olduğunda birinin diğerine dönüşümünden söz etme imkânı kalmamaktadır. Bu çerçevede, kanaatimizce, menkul kıymetler yatırım fonu ve menkul kıymetler yatırım ortaklığında finansal

varlıkların dönüştürülmesi bakımından uygun özellikler bulunmamaktadır. Buna karşılık, gayrimenkul portföyleri yöneten yatırım ortaklıkları bakımından dönüştürücülük özelliği kusursuz bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Likidite düzeyi oldukça düşük olan gayrimenkul portföylerinin bunları temsil eden ve piyasalarda likidite düzeyi görece yüksek olan menkul kıymetlerle finanse edilmesi finansal aracılığın dönüştürücülük özelliğine işaret etmektedir.

Bhattacharya ve Thakor'un işlem aracılığı kapsamında sınıflandırdıkları ve derecelendirme örneği ile somutlaştırılabilen ve bağımsız denetim ile kurumsal yönetim ilkelerine uyumun değerlendirilmesi ile aynı kapsamda ele alacağımız gözetim ve belgelendirmeye yönelik hizmetler, kanaatimizce, esasen finansal aracılık kapsamında diğer temel hizmetlere yardımcı olarak ele alınabilecek hizmetlerdir. Hem ticarî bankacılığa ve hem de yatırım bankacılığına hizmet eden bu yardımcı finansal hizmetler, finansal araçların gözetim fonksiyonu ya da görevi kapsamında aşağıdaki bölümlerde ele alacağımız önemli başlıklardır.

Öte yandan, türev finansal araçlar bakımından “dönüştürücülük” bağlamında bir değerlendirmeye bu çalışmada girmeyeceğiz. Türev finansal ürünlerin çıkarılmasında dönüştürülme işleminin var olduğuna kuşku bulunmamaktadır. Ancak türev finansal araçlar, nitelikleri itibarıyla, her bir türev araç işleminde ortaya çıkabilecek durumla ilgili ayrı değerlendirme yapmayı gerektirecek kadar ayrıntılı bir bakışı gerekli kılmaktadır. Bu araçlar, çoğunlukla, risk yönetimi işlevi kapsamında ele alınması gereken özellikler içermektedir. Risk yönetimi, finansal aracılığın temel bir işlevi olarak yukarıda Bölüm 1.4.1’de kısaca ve aşağıda Bölüm 1.4.6’da bu çalışmanın amacı ve kapsamı çerçevesinde ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Türev araçların bu çalışmada esas alınan fon arz ve talebi süreç ve ilişki tanımlamalarına uygun özellikler taşınamaması bizi türev araçlarla ilgili ileri bir değerlendirmeye girmekten alıkoymaktadır.

Finansal aracılık hizmetlerinin Bhattacharya ve Thakor’dan³⁴ yararlanarak “işlem aracılığı ve “dönüştürücü aracılık” şeklinde iki temel hizmet kategorisi kapsamında analiz edilebilmesi, çalışmamızda zaman zaman temel alacağımız “ticarî bankacılık” faaliyetleri ile “yatırım bankacılığı” faaliyetlerinin gözetim ve kontrol

amaçlı analizler bakımından ayrıştırılarak farklı yönlerinin öne çıkarılmasında bize yardımcı olmaktadır.

1.4.4. Finansal Aracılığı Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar

Finansal aracılığın varlık sebebini ve ekonomideki işlevlerini açıklamaya yarayacak ilk yaklaşımlar, finansal araçları, kendi varlıkları ve işlevleri dikkate alınmadan, ekonomide paranın dolaşımını artırıcı işlevleri ve dolayısıyla makroekonomik analizde para üzerindeki etkileri bakımından ele alan yaklaşımlardan oluşmaktadır. Bu yaklaşımlarda, finansal aracı kurumlar, banka panikleri veya parasal kriz dönemlerinde bankacılık sistemi ile tasarruf ve yatırım birimleri arasındaki karşılıklı güvensizliğin artması nedeniyle mevduat ve kredi eğilimlerinin azalması, kredi kurumlarının kredi tayinlemesine* başvurmaları gibi sebepler öne çıkarılarak, ekonomideki para hareketleri veya para politikaları ya da makroekonomik analizler kapsamında ve bunlarla ilişkileri ve bunlara etkileri bağlamında ele alınmıştır. 1930’lu yıllarda, Büyük Bunalım döneminde, ABD’de merkez bankacılık sisteminin ekonomiyi harekete geçirmek için para arzını artırmak yerine para arzını kısıması ve batan banka vakalarından kaynaklanan kaygılar nedeniyle vatandaşların tasarruflarını bankalara mevduat olarak yatırmak yerine ellerinde nakit olarak tutmaya başlamaları da, bazı yazarlarca, finansal aracılığın ekonomide paranın akışkanlığını sağlama işlevi dikkate alınarak ve bununla sınırlı olarak makroekonomik analizlere dâhil edilmesi sonucunu doğurmuştur. Bu çalışmalarda, finansal aracılık, ekonomide paranın rolü ve etkileri kapsamında bu rol ve etkileri artırıcı ve hızlandırıcı bir etken olarak dikkate alınmaktadır. Diğer bir deyişle, finansal araçlar, parasal aktarım mekanizmasının unsuru olarak ele alınmaktadır.

Milton Friedman ve Anna Schwartz’ın ABD’nin parasal tarihini ele alan ve parasalcı yaklaşımın temel çalışmalarından biri olarak değerlendirilen 1963 tarihli kitapları³⁵ ve M. Friedman’ın diğer çalışmaları ile uyumlu parasalcı bir perspektifi esas alan bu kapsamdaki finansal aracılık yaklaşımları para dışı finansal araçları ve hizmetleri sunan finansal araçları analiz kapsamına almamaktadır.³⁶ Dolayısıyla,

* Tayinlama konusunda temel bir makale olarak, Joseph E. Stiglitz ve Andrew Weiss’in 1981 tarihli “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information” başlıklı makalesine (**The American Economic Review**, Vol. 71 No. 3, June 1981, ss. 393-410) başvurulabilir.

finansal aracılığa ilişkin bu ilk çalışmalar ve analizler, doğrudan para ile ilgili kurumlar olarak bankaları esas alan bir özellik göstermekte olup, menkul kıymetlerle veya sigortacılıkla ilgili hizmetleri veren kurumları analize dâhil etmemektedir. Dahası, bu ilk analizler, makroekonomik politikaların para politikaları ve parasal süreçlerle oluşan ekonomik etkileri ve bu kapsamda gerçekleştirilen finansal aracılık ile sınırlı kalmaktadır. Dolayısıyla, finansal aracılığı, kendisi olarak ve kendi varlığı ile açıklamaya yönelik özel bir çaba gözlenmemekte, finansal araçlar makroekonomik politika analizlerinde bu politikaların ekonomik birimleri etkilemesinde pasif unsurlar olarak ele alınmaktadır.

Finansal aracılıkla ilişkilendirilebilecek bu ilk yaklaşımlar iki temel alana tekabül etmektedir. Birincisi, yukarıdaki paragrafta sözünü ettiğimiz şekilde, makroekonomik analizin bir uzantısı olarak konunun ele alınmasını; ikincisi ise endüstriyel organizasyon teorisinin içinden çıkarak bankaların organizasyon yapısının ve düzenlenmesinin esas alınmasını içeren yaklaşımlardır.³⁷

Bu kapsamda bir diğer yaklaşım da ekonomide paranın dolaşım hızının düşmesi veya likit tutma eğilimlerinin aşırı artması (krizler, banka panikleri gibi) durumlarını dikkate alarak, finansal araçların ekonomide parasal likidite sağlayıcı ve paranın dolaşım hızını artırıcı etki ve önemlerine yönelmektedir. Diamond ve Dybvig³⁸ başta olmak üzere bir kısım yazar tarafından geliştirilen bu yaklaşım, bankacılığı temel olarak finansal sistemin özünde istikrarsızlığa eğilimli olduğu kabulünden yola çıkmakta ve ekonomide kaynakların etkin dağılımını ve fonların düzenli akışını sağlamak bakımından mevduat sigortası benzeri kamu düzenlemelerinin ve devlet müdahalesinin bu istikrarsızlıkları giderici etki ve sonuçları üzerinde durmaktadır. Diamond ve Dybvig, finansal piyasaların düzenlenmesinin ve finansal piyasalara kamu müdahalesinin gerekli olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar.

Diamond ve Dybvig³⁹, bankaların açık rolünün likit olmayan varlıkları (banka bilançosunun aktifini) likit varlıklara (vadesiz mevduata) dönüştürme olduğunu kabul etmektedirler. Böylece, Diamond ve Dybvig ekonomide likidite talebini ve bankaların dönüştürme hizmetlerini analiz etmektedirler. Bankalar gelirlerinin bir kısmını gelirin elde edildiği dönemden başka bir dönemde tüketime harcamak isteyen birimlere bir

likidite hizmeti sunmaktadır. Bankaların sunduğu vadesiz mevduat sözleşmesi karşı tarafa beklenmedik bir anda bankaya hücum etme hakkı vererek istenmeyen bir eşitsiz durum yaratmaktadır. Olağan durumda hiçbir sorunu olmayan bankaların bile batmasına neden olabilen bu banka panikleri ekonomide ciddi sorunlar yaratmakta ve üretim faaliyetini engelleyici sonuçlar doğurmaktadır. Bu sonucu önlemek için para çekişlerinin geçici olarak durdurulması, mevduat sigortası ve merkez bankacılığının son kurtarıcı (lender of last resort) olarak devreye girmesi gibi araç ve mekanizmalar kullanılmaktadır. Mevduat çekişlerinin askıya alınması geleneksel olarak başvurulmuş bir yöntem olarak ele alınmakta ve bundan daha etkili bir yöntem olarak, Diamond ve Dybvig tarafından, mevduat sigortası değerlendirilmektedir.⁴⁰ Diamond ve Dybvig, Friedman ve Schwartz'ın 1963 tarihli çalışmalarının banka paniklerinin ekonomide yarattığı tahribatı para arzı ile açıklayan yaklaşımlarını ve kendilerinden önceki bazı yazarlarca mevduat sigortasının sadece sigortanın fiyatlandırılmasını araştıran yaklaşımlarını yetersiz bulmaktadırlar. Yazarlara göre, mevduat sigortası banka paniklerini ve bundan kaynaklanacak ekonomik kayıpları azaltma konusunda oldukça elverişli ve etkili bir yöntem olmaktadır. Diamond ve Dybvig, mevduat sigortası kapsamında felaket halinde yapılacak ödemelerin özel bir sigorta kurumunun hacmini ve gücünü aşabileceği, bu yüzden devlet tarafından yapılacak sigortanın daha etkin işleyeceği görüşündedirler. Banka paniğinin genel bir durum olarak büyük ekonomik sonuçları olduğu dikkate alındığında, devletin büyük tutarları sigorta ödemesi olarak ekonomiye vermesinin parasal etkileri dikkate alınarak bu ödemelerin bir vergi ile finanse edilmesinin daha uygun ve etkin sonuçlar vereceği de yazarların görüş ve önerileri arasındadır.

Diamond ve Dybvig finansal aracılığı farklı ve düzensiz vade ve gelir dağılımına sahip alacakları düzenli ve belirli ödeme taahhüdü içeren borçlarla finanse edebilmeyi gerektiren dönüştürücülük işlevi bakımından ele alarak banka hücumlarını analiz etmektedirler. Yazarlar dönüştürücülüğü bankacılığın bünyesinde var olan bir özellik olarak almakta ve banka hücumları konusunda, makroekonomik politika ve denge hedeflerini çerçeveye koyarak mevduat sigortası ile ilgili bir açıklama geliştirmektedirler. Finansal aracılıkla ilgili işlevsel bir açıklama ve yaklaşım içermeyen çalışma finansal aracılığı açıklamaya yönelik ilk çalışmaların ötesinde bir finansal

aracılık analizi getirmemekte; ancak dönüştürücülük özelliğine işareti ile önemli bir noktayı analizin temeline almış olmaktadır.⁴¹

1.4.4.1. İşlem Maliyetleri Yaklaşımı

Makroekonomik temelli yaklaşımlardan sonra, finansal aracılığı açıklamaya yönelik daha ileri yaklaşımların ilki, finansal aracılardan, fon arz ve talep edenlerin birbirlerini arama ve işlemi gerçekleştirme süreçlerinde katlanacakları maliyetlerini azaltabilmelerine dayanmaktadır. “İşlem maliyetleri yaklaşımı” olarak adlandırılan bu yaklaşıma göre, finansal aracılık, aracılığın olmadığı bir durumda katlanılacak arama maliyetlerini ve işlem gerçekleştirme maliyetlerini azaltıcı rolü ile ele alınmaktadır. Finansal aracılığı işlem maliyetlerini azaltıcı rolü ile açıklayan yaklaşımlar, günümüzde, klasik ya da geleneksel yaklaşımlar olarak da kabul edilmektedir.

Benston ve Smith⁴², kanaatimizce, bu yaklaşımı esas alan ilk temel çalışmalardan en önemlisidir. Yazarlar, finansal aracılığı açıklamaya yönelik bir arayış içinde, aracılığı geleneksel makroekonomik analiz kapsamında para politikasının pasif aktarım mekanizması olarak gören yaklaşımları sorgulayarak yeni bir yaklaşım sunmuşlardır. Benston ve Smith’in ifadeleriyle, “*işlem maliyetleri, bilgi maliyetleri veya bölünemezlik gibi hiçbir sürtünmenin (friction) olmadığı kusursuz (perfect) bir piyasada finansal aracılardan var olamayacağı açıktır.*”⁴³ Bu yaklaşımları ile Benston ve Smith, finansal aracılıkta bilgi sorunlarını ihmal etmeden, finansal aracılardan, bireylerin gelirleri ile tüketim tercihlerinin farklı dönemlerde veya zamanlarda ortaya çıkıyor olmasından kaynaklanan uyumsuzlukları gideren finansal araçlar sunan birimler olarak ele almaktadırlar. Bu yaklaşıma göre, finansal araçlara yönelik talep, tüketim talebinin gelirin elde edildiği dönemden sonraki dönemlere ertelenmesi veya gelirin elde edildiği dönemden önceki dönemlere (öne) alınması kararı ile belirlenen türeme bir taleptir. Finansal aracılık endüstrisinin var olma sebebi (*raison d’être*) işlem maliyetlerinin var olmasıdır. İşlem maliyetlerini azaltmak üzere birçok finansal aracının ortaya çıkmış olması da bu işlem maliyetleri sorununun önemini göstermektedir.

New York Menkul Kıymetler Borsası'ndaki piyasa yapıcıdan*, yatırım fon ve ortaklıklarına, bankalara, kooperatif veya sandık tipi tasarruf kurumlarına kadar uzanan bir geniş yelpazeyi işlem maliyetlerinin azaltılması için ortaya çıkan finansal araçlara örnek gösteren Benston ve Smith finansal araçların çıkardıkları finansal araçların toplamı sıfır olan bir işlem dizisinden oluştuğunu dile getirmektedirler. Buna göre, bir finansal aracının çıkardığı bir finansal varlığın alıcısı bu işlemde uzun pozisyon sahibi iken, finansal aracının kendisi aynı işlemde kısa pozisyon sahibidir ve bu iki pozisyon işlemin sonucunu sıfırlamaktadır.

Buradan hareketle finansal araçların sağladığı fayda, bireylerin tercih ettikleri tüketim zamanları ve dönemleri ile gelir elde ettikleri dönemlerin farklı olmasından kaynaklanan bireysel-gelir tüketim zamanlamasının ayarlanması için uygun finansal araç sunmakla oluşmaktadır. Benston ve Smith'in analizlerinde kullandıkları modele göre⁴⁴, tüketicilerin fayda fonksiyonu sadece tüketimlerine dayanmaktadır; bireylerin servet veya finansal varlık edinmeleri onlara fayda sağlamamaktadır. Modelde, tüketicinin bütün varlığı, sahip olduğu finansal araçlar ve kendi insan sermayesinden (kendi çalışması ile gelecekte elde edeceği gelirlerin bugünkü değeri) oluşmaktadır. Tüketicinin sorunu, bugün elde ettiği gelirin bir kısmını yarın tüketim mallarına harcayarak veya yarın elde edeceği gelirden karşılanmak üzere bugün elde ettiği gelirden fazlasını bugün tüketerek bireysel tüketici faydasını artırmak istediğinde buna hizmet edecek araç ve yöntemleri bulabilme sorunudur. Bireysel tüketicinin kısaca tasarruf etme ve borçlanma tercihi olarak kabul ettiğimiz bu seçeneklerde gerekli araç ve yöntemlere yönelik arayışında kendi başına ulaşamayacağı ya da kendi ulaşabileceğinden daha fazlasını edinebileceği uygun araç ve yöntemleri sunabilen bir finansal aracılık sistemi bulunmaktadır.

Benston ve Smith, bireye özgü işlem maliyetlerini taşıma maliyetleri ve mekânsal uyumsuzluk (inconvenience) maliyetleri ile örneklemektedirler. Bu gibi işlem

* Piyasa yapıcılık (market making) sistemi New York Menkul Kıymetler Borsası'nda (New York Stock Exchange) kuruluşundan beri uygulanan bir işlem sistemidir. Bir piyasa yapıcının bir hisse senedi ile ilgili alış ve satış fiyat kotasyonları vermesi suretiyle sürekli bir piyasa oluşturulabilmesi esasına dayanır. Piyasa yapıcı, açıkladığı fiyatlardan bir alım emri geldiğinde kendi portföyünden satış yapmakta ve satış emri geldiğinde kendi portföyüne alım yapmaktadır. Piyasa yapıcı, açıklayacağı fiyat kotasyonlarını, kendi menkul kıymet pozisyonuna ve piyasadaki alım ve satım emirlerinin yoğunluğuna ve durumuna bağlı olarak belirlemektedir. Piyasa yapıcılığı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil ve Bono Piyasasında işlem gören devlet borçlanma senetleri ve işlem yoğunluğu düşük bazı hisse senetleri için de uygulanmaktadır.

maliyetleri tüketicinin tüketim olanaklarını azaltıcı etkiye sahiptir; dolayısıyla, tüketici finansal araçlarla ilgili işlem maliyetlerini azaltabildiği takdirde, tüketim olanaklarını artırma olanağı da elde etmiş olacaktır. Benston ve Smith, işlem maliyetlerinin, finansal araçlara yönelik tüketici talebinin değişik finansal araçlar arasındaki dağılımını açıklamak bakımından önemli olduğu görüşündedirler. Diğer bir deyişle, bir finansal aracının sunduğu finansal araçların çeşitliliği ve bu şekilde çok sayıda finansal aracının ayakta kalabilmesi, tüketicilere, çok sayıda mekânda aynı anda çok sayıda finansal araca ulaşabilme olanağı sunmaktadır. Buna göre, çeşitli finansal varlıkların tek bir finansal aracı tarafından aynı mekânda sunulabildiği durumda, taşıma ve mekânsal uyumsuzluk ile ilgili marjinal maliyetler, asıl hizmete ilişkin maliyetlerin yanında, fiilen yok kabul edilebilecektir.

Benston ve Smith, gelir akımı-tüketim tercihi dönemsel uyumsuzluklarının işlem maliyetleri ile ilişkisinde, vadesiz mevduat örneğini vererek, tüketim mallarının takasından kaynaklanan işlem maliyetlerinin bir sonucu olarak finansal varlıkların* var olduğunu ifade etmektedirler. Tüketim mallarının takas edildiği durum finansal aracılığın bulunmadığı ve tüketicilerin kendi ürettiklerini başkalarının ürettikleri ile değiştirebildikleri bir dünyayı anlatmaktadır. Zaman dağılımı kesin olarak belli olmayan (stochastic) harcama tercih yapısı nedeniyle, (bugünkü servet ve gelecekteki gelirden oluşan) kişisel varlıkları tüketim malları ile değiştirmenin maliyeti yüksek olacağından, bireyler, tüketim mallarına dönüştürülürken işlem maliyetleri düşük olan varlıkları elde tutmak isteyeceklerdir. Vadesiz mevduat böyle bir varlıktır. Vadesiz mevduat, bir finansal araç olarak, sahibine parasını dilediği zaman nakit olarak çekebilme ve bu nakdi dilediği bir tüketim malı ile kolayca değiştirebilme olanağı vermektedir.

Benston ve Smith, varlıkların tüketim mallarına düşük işlem maliyeti ile dönüştürülebilme kabiliyetini “likidite” olarak ifade etmektedirler. Likiditenin sürekliliği garanti edildiğinde, likidite ile beklenen getiri arasındaki ters yönlü (negatif) ilişki nedeniyle, bireyler, likiditeden kaynaklanan marjinal fayda (MU_L) artışı ve bununla birlikte gelen işlem maliyetlerindeki beklenen (EC_T) azalışın toplamı ile beklenen getirideki azalışın marjinal maliyetinin (MM_{ER}) eşit olduğu bir varlık

* Benston ve Smith (1976)’ten ‘finansal varlık’ veya ‘finansal ürün’ olarak çevirdiğimiz kavram orijinal metinde “finansal mal” (financial commodity) olarak yer almaktadır.

portföyüne sahip olmak isteyeceklerdir ($\Delta MU_L + \Delta EC_T = MM_{\Delta ER}$). Benston ve Smith'in bu analizini daha açık ifade ile açıklamak gerekirse, öncelikle likidite tercihi bu tercihten vazgeçmekle elde edilecek bir getiriden mahrum kalma sonucu doğurmaktadır. Bunun en basit örneği, vadeli mevduatın mutlaka bir getiri sağlamasına karşılık vadesiz mevduatın çoğunlukla hiç getiri sağlamaması durumudur. Dolayısıyla, likidite tercihinde artış paranın beklenen getirisinde bir azalışı getirmektedir. Bununla birlikte, likidite tercihi tüketiciye bir fayda sağlamaktadır. Tüketici, likit varlıklara sahip olmakla, hem tüketim mallarına yönelik talebini daha kolay gerçekleştirebilmekte ve hem de likit olmayan varlıklara sahip olması halinde katlanacağı (varlığın erken nakde dönüştürülmesi maliyetleri veya vadeli mevduatın vadesinden önce çekilmesi halinde vazgeçilen getiriler gibi) işlem maliyetlerine katlanmamış olmaktadır. Bu iki unsur tüketiciye bir avantaj sağlamaktadır ($\Delta MU_L + \Delta EC_T$). Buna karşılık, likit varlıklar bulundurmakla, tüketici, elde edebileceği getiriden (örn. vadeli mevduatın getirisi) mahrum kalmakta ($MM_{\Delta ER}$), böylece bir maliyete katlanmaktadır. Tüketicinin portföy tercihi elde edeceği fayda ve getiri toplamı ile katlanacağı maliyetin eşitlendiği noktada belirlenecektir. Bu yaklaşımda, vadesiz mevduat, işlem maliyetleri oldukça düşük, bölünebilme özelliği oldukça yüksek ve harcama tercihlerine ve bunlardaki değişime oldukça kolay uydurulabilir olmakla en uygun finansal varlık olarak değerlendirilmektedir. Benston ve Smith'e göre, hazine bonosu bile bir tüketim malı işlemine konu olmadan önce ya en likit finansal varlık olan nakit'e ya da en azından vadesiz mevduata dönüştürülmek zorundadır. Böylece, bireylerin tüketim malı ve finansal varlık tercih kararlarında işlem maliyetleri oldukça önemli bir unsur olarak ele alınmaktadır.

*“Özetlemek gerekirse, finansal araçlar, tüketicilerin zaman tercihlerine uygun olarak, talep edilen miktarda ve talep edilen zamanda, mümkün olan en düşük işlem maliyeti ile mallara ve hizmetlere dönüştürülebilecek genel nitelikte satın alma gücü birimleri sunarak tüketicilerin zaman ayarlı tüketim taleplerini karşılar. Finansal araçların sundukları finansal varlıkların bünyesinde işlemi kaydetmek için, borçlunun borcunu ödeme gücünü tespit etmek için, **borçlunun ödemelerini gözetime tabi tutmak** için, borçları tahsil etmek için finansal kurumun katlandığı büro ve hizmet maliyetleri (paperwork) de vardır.”⁴⁵* Bu aynen alıntı, koyulaştırdığımız ifadedeki, yazarların

borçlunun gözetimi ile ilgili tespitlerine dikkat çekmeyi amaçlamaktadır. Görüldüğü üzere, işlem maliyetleri yaklaşımı çerçevesinde yapılan açıklamalar da gözetim maliyetini işlem maliyetine katkı yapan bir unsur olarak ele almakta ve gözetim maliyetini işlem maliyeti içinde değerlendirmektedir. Dolayısıyla, gelecek alt bölümde ele alacağımız “işlem maliyetleri yaklaşımı” finansal aracının gözetim görevini dışlamayan, finansal aracının gözetim yapması ve bunun için bir maliyete katlanması gereğine işaret eden bir yaklaşımı içermektedir.

Benston ve Smith’e göre finansal araçlar, finansal varlıklar ve hizmetler üretmek tüketim taleplerini görece olarak düşük maliyetlerle karşılamak üzere örgütlenmektedir. Finansal araçların ürettikleri mal ve hizmetlerin fiyatını üç kısma ayırarak ele alan Benston ve Smith, risksiz faiz oranı ve risk primine ek olarak finansal aracının gözetim maliyeti dâhil katlandığı maliyetleri de bu maliyet unsurları arasında saymaktadırlar. Dolayısıyla, finansal araçların gözetimle ilgili olarak katlandığı maliyetler bu kez de üretilen finansal ürün veya hizmetin fiyatının tespitinde dikkate alınacak bir unsur olarak ele alınmaktadır.

Benston ve Smith, gözetim maliyetini finansal ürün ve hizmet üretim maliyetinin dikkate alınması gereken bir unsur olarak değerlendirmekte ve makalelerinde gözetim maliyetlerine, işlem maliyetlerinin bir unsuru olarak, yeteri kadar vurgu yapmaktadırlar. Borçlanma sözleşmesine borç alanın eylem ve işlemlerini kontrol altına alacak hükümler konulması, borcun ödenmesi için gerekli peşinatın yüksek belirlenmesi ve borca karşılık teminat veya garanti verilmesi işlemlerinin her biri borcun süresi boyunca katlanılacak bilgi edinme ve gözetim maliyetlerinin farklı bileşenlerini temsil etmektedir. Borç verenin, borçlanma sözleşmesinden kaynaklanacak ve borçlanmanın maliyetinin tespitinde etkili olacak maliyet unsurlarını uygun düzeyde tutmak amacıyla bu bileşimin içeriğine karar vermesi gerekecektir.

Benston ve Smith’e göre, bazı borçlanmalar için gözetim maliyetleri o kadar yüksek olabilir ki gözetim yapmak yerine diğer daha pratik araçları kullanmak daha uygun olabilir. Yazarlara göre, finansal araçlar, borçlu ile ilgili bilgi toplayarak, bu bilginin doğruluğunu kontrol ederek, bu bilgiyi güncelleyerek, borçlunun ödeme gücü hakkında kendisini güvenceye almayı amaçlar. Borç alanın geçmiş ödeme bilgileri

Benston ve Smith'e göre de en önemli bilgi kaynağıdır. Yazarlara göre, finansal aracının topladığı, doğrulamasını (teyidini) yaptığı ve güncellediği borçlu bilgisi finansal aracının uygulayacağı kredi puanlama teknikleri ve finansal tablo analizleri ile desteklenebilir ve daha kullanılabilir hale getirilebilir. Benston ve Smith'in çalışmalarında yer alan bu değerlendirmeler 1970'li yıllarda finansal aracılığın bulunduğu gelişme düzeyi bakımından kullanımı söz konusu olabilecek bilgi edinme ve işleme yöntemlerinin nitelikleri hakkında da bize fikir vermektedir.

Benston ve Smith, makalelerinde⁴⁶, borç veren her ekonomik birimin uygulayacağı ve karşılaştacağı yukarıda sözü edilen yöntemlerin ve durumların yerine, finansal araçlar tarafından, başka yöntemlerin kullanılmamasının açıklamasını bulmaya yönelmektedirler. Finansal araçlar, finansal araçların üretimi sürecinde, borç vermede esas alınacak faiz oranının tespitinde, borcun geri ödemelerinin güvenceye alınması için gerekli gözetim, teminatlandırma ve sözleşme şartlarını bağtlama ile ilgili maliyetleri de dikkate alacaktır. Bu araç ve yöntemlerin uygulanmasında ortaya çıkacak sorular ve ihtiyaçlar genellikle yüksek bir uzmanlık düzeyini gerekli kılan bilgi ve becerileri içermektedir. Benston ve Smith'e göre, finansal araçların, belgeleri işlemede, borç alanın borcunu ödeme olanakları konusunda bilgi temin etmede, teminatları kolayca nakde dönüştürmeyi hedefleyerek gözetim yapmada karşılaştırmalı bir üstünlüğe sahip olması, bunları finansal ürün ve hizmet üretme konusunda diğer ekonomik birimlerle kıyaslandığında ayrıcalıklı bir duruma getirmektedir. Bu karşılaştırmalı üstünlük üç kaynaktan beslenmektedir:

i) uzmanlaşmanın sonucu olarak, finansal aracı, ölçek ekonomileri sağlayabilmektedir.

ii) finansal aracı, borç alanın gerçek malî durumu gibi zor ya da gizli ve özel bilgileri başkalarına kıyasla daha kolayca ve daha düşük maliyetle temin edebilme konusunda daha avantajlı durumdadır.

iii) finansal araçlar borç almak isteyen ve borç vermek isteyen iki farklı bireyin, finansal aracı olmadığında katlanacakları arama maliyetlerinde tasarruf sağlama olanağı sunmaktadır. Finansal araçların sağladığı bu hizmet, borç alan ile borç verenin

birbirlerini bilmelerine ve tanımlarına gerek kalmadan, finansal aracının her iki tarafın fon arz ve talebini karşılaştırabilmesine olanak vermektedir.

Benston ve Smith, finansal araçların ayırıcı özelliklerinden bir diğeri olarak da çeşitli kaynakları kullanarak, çeşitli finansal ürünleri bir arada sunabilmelerini öne çıkarmaktadırlar. Kaynak çeşitlendirmesi ve ürün çeşitlendirmesi kapsamına giren bu özellikler, bunların bulunmadığı duruma kıyasla, işlem maliyeti tasarrufu sağlayarak finansal araçların varlık sebebi ile ilgili açıklamalara katkı sağlamaktadır. Finansal araçlar borçlanma senedi, doğrudan borç, hisse senedi, çeşitli mevduat gibi birçok farklı kaynaktan elde ettikleri fonları borç vererek, menkul kıymetler satın alarak ve çeşitli mal ve hizmet alımları ile ekonomiye aktarmaktadırlar. Benston ve Smith, finansal araçların çeşitlendirme içeren kaynak ve ürünlerini ölçek ekonomisi yaratan faaliyetler olarak değerlendirmektedirler. Çeşitlendirme bir yandan da iflas olasılığını ve böylece iflas maliyetini düşürücü etkiye sahiptir.

Benston ve Smith'e göre, finansal ürünlerin toplu üretiminden kaynaklanan ekonomiler ile finansal ürün alıcılarının katlandıkları maliyetlerdeki düşüşler birlikte düşünüldüğünde, özel finansal ürünlerin ve hizmetlerin finansal araçlar tarafından üretilmesinin gerekçeleri anlaşılabilir. Tüketiciler için işlem maliyetlerinin azaltılmış olması finansal hizmetlerin birçok finansal aracı tarafından sunuluyor olmasını açıklamaktadır. Her finansal aracı çeşitlendirme ve uzmanlaşma sayesinde tüketicilere maliyet tasarrufu sağlayabilmektedir. Finansal araçların sağladığı maliyet tasarrufu o kadar yüksektir ki finans piyasaları çok sayıda finansal aracının ayakta kalması bakımından bir eksiklik ya da aksaklık göstermemektedir.

Benston ve Smith, son olarak, kamu düzenlemesinin aracılık maliyetlerini artırıcı etkileri olduğu üzerinde durmaktadırlar. Düzenlemelerin ve bunun gerektirdiği denetim ve kontrol işlemlerinin tasarruf sahiplerine sağlayabileceği getirilerden artı kalan ve finansal araçların katlandıkları kamu düzenlemesi ve denetimi ile ilgili maliyetlerin finansal araçların işlem maliyetlerini artırıcı etkileri olacaktır. Kamu düzenlemesi ve denetiminin tasarruf sahiplerine faydaları olarak ele alınabilecek olan düzenleyici ve denetleyici kurumların bulunmadığı durumda doğrudan tasarruf sahiplerinin katlanacağı bilgilenme ve sigorta masrafları, kamu düzenleme ve

denetimlerinin varlığında finansal araçlar tarafından karşılanmış olmaktadır. Tasarrufa konu olan fon miktarı küçüldükçe, düzenleme ve denetleme yokluğunda küçük tasarruf sahibinin katlanacağı bilgi maliyetleri fonun miktarı ile ters orantılı olarak artacaktır. Dolayısıyla, kamu düzenleme ve denetleme sistemi, küçük tasarruf sahipleri bakımından, oransal olarak, daha büyük fayda sağlayacaktır.

Bütün bu değerlendirmeler sonucunda, Benston ve Smith, işlem maliyetlerinin analiz edilmesinin finansal aracılık teorisinin temeli olduğu yargısına varmakta ve her bir işlemle ilgili ortaya çıkan maliyetlerin ayrı ayrı analizinin maliyetlerin finansal aracılık açısından önemini daha iyi ortaya koyacağını belirtmektedirler.

Finansal aracılığa işlem maliyetleri yaklaşımı kapsamında bir diğer temel çalışma da Gurley ve Shaw^{*}'ın 1960'da ilk kez yayınladıkları kitaplarıdır. Bu kitap, işlem maliyetleri yaklaşımı ile ilgili yapılan ve makro bir model çerçevesinde işlem maliyetlerinin önemini öne çıkaran kapsamlı bir çalışmadır. Gurley ve Shaw, basit bir ekonomik yapının tanımlandığı model çerçevesinde finansal aracılığı analiz etmektedirler.

Gurley ve Shaw, başlıklar halinde aşağıdaki şekilde verebileceğimiz unsurları olan bir ekonomik model varsaymaktadırlar:

“- Bireyler sadece tüketim malı ve üreticiler sadece üretim faktörü talep derler.

- Devlet bir kurumuyla para politikası oluşturup, bir başka kurumuyla parayı piyasaya sürer.

- Devlet vergi toplamaz, harcama yapması gerektiğinde bunu yeni para basarak yapar.

- Tüketiciler sadece tüketim maddesi ve üreticiler sadece üretim faktörü satın alma amacıyla elde para tutarlar, bunun dışında bir amaçla para bulundurmazlar.

- Para talebi, üreticiler için üretim araçları talebi ile ve tüketiciler için tüketim malları talebi ile ters yönlü (negatif) bir ilişki içindedir.

^{*} John G. Gurley ve Edward S. Shaw, 1979, **Money in a Theory of Finance**, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1979, 9th ed. John G. Gurley ve Edward S. Shaw'ın 1979 tarihi ile alıntıladığımız “Money in a Theory of Finance” kitaplarının ilk baskısı 1960 tarihli. Bizim yararlandığımız baskısı, kitabın 1979 tarihli dokuzuncu baskısı. Kitaptaki analiz ve değerlendirmelerin 1960'lar öncesinde mevcut ekonomik yapıyı esas aldığını göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

- Tüketiciler emeklerini satarak, üreticiler ürünlerini satarak gelir elde ederler.
- Ekonomide reel varlıklara sadece üreticiler sahiptir.
- Üretim ancak üretim araçları ile emek miktarını birlikte artırmakla, doğrusal oranda olmasa bile, artabilir; bunlardan sadece birisini artırarak üretimi artırmak mümkün olmaz.
- Üreticiler elde ettikleri parayı üretim araçlarının yıpranma payının telafisinde kullanırlar.
- Üretici getirisi sermayenin marjinal ürününe (marginal product of capital) denktir, dolayısıyla net üretici getirisi (net rental rate) firmanın net sermaye stokundaki değişime oranla firmanın net kârındaki değişimdir.
- Ekonomide bireylerin tutabileceği tek servet paradır.
- Bütün ölçümler reel değerler üzerinden yapılmaktadır, dolayısıyla para yanılması yoktur.
- Paranın (faiz vb.) açık bir getirisi yoktur.
- Herhangi bir anda ekonomideki nominal para stoku kamu harcamalarının o güne kadar verdiği açığın birikimli toplamından oluşur.
- Reel para stoku piyasaya sürülen para miktarı ve enflasyon oranına göre oluşmaktadır.
- Fiyat düzeyinin, bir miktar belirsizlik olmakla birlikte, sabit kalacağı beklenmektedir.
- Ek para talebi devletin nominal para ihracı ile veya genel fiyat düşüşü ile karşılanabilir.
- “Paranın örtük mevduat getirisi” (implicit deposit rate on money) tabir edilen paranın örtük tek getirisi, üreticiler için üretim araçları için yapılan harcama ve tüketiciler için üretim malları için yapılan harcama dolayısıyla sağlanan fayda ile para tutma talebini eşitleyen orandır.
- Firmalar (tüketiciler) ancak üretim faktörlerinden (tüketim mallarından) elde ettikleri fayda ile para tutmanın örtük getirisi eşitlendiğinde para tutma taleplerini kısarlar.
- Ekonomide harcama yapan birimlerin para talepleri paranın örtük marjinal getirisi ile paranın tüketime veya yatırıma harcanmasından sağlanan marjinal getiri arasındaki dengeye bağlıdır.
- Ekonomi neo-klasik bir işleyişe sahiptir.
- Fiyatlar esnektir.
- Ekonomide, birinci modelde, para devletin para kurumu tarafından, dışarıdan sağlanan bir değişim aracıdır. Devlet, bir kurumuyla parayı

piyasaya sürmekte ve bir başka kurumuyla bunları vergi olarak geri toplamaktadır. Gurley ve Shaw'ın ikinci modelinde, aynı kurumların varlığı devam etmekte, bu kez aynı kurumlar piyasadaki arz, talep ve fiyat düzeyine göre para arz etmekte ve parayı geri toplamaktadır. Üçüncü modelde, menkul kıymetler, para ile birlikte servet olarak tutulabilecek varlıklar olarak devreye girmektedir.”

Gurley ve Shaw, bu özelliklere sahip bir model ve dünyada, paranın sistem dışından sağlanması veya sistem içindeki mekanizmalar ve kurumlar tarafından belirlenmesi gibi farklı durumlara, ekonomik birimlerin para talebi davranışlarına, menkul kıymet taleplerine veya başka faktörlere bağlı olarak faiz oranlarının, ekonomideki mal fiyatlarının nasıl şekilleneceği ve tepki vereceği ve bu çerçevedeki benzer konuları analiz etmektedirler.

Gurley ve Shaw, çalışmalarında finansal aracıları ayrı bir başlık altında ele alarak yukarıda açıklanan özellikleri olan bir modelde banka harici finansal kurumların (bunları “parasal olmayan aracı kurumlar – nonmonetary intermediaries” olarak nitelendirmektedirler) faaliyetlerini ele almaktadırlar. Gurley ve Shaw, “parasal olmayan aracı kurumlar” terimini işi sadece para çıkarmak olan, dolayısıyla ekonomideki temel finansal varlık olan para ile ilgili faaliyetleri icra eden “parasal aracı kurumlar” (monetary intermediaries) teriminden ayırmak için kullanılmaktadırlar. Parasal aracı kurumlar para politikası sisteminin unsurlarıdır ve işleri bu sistemin sınırları ile belirlenmektedir. Parasal olmayan aracı kurumlar (biz bunların tamamına “**finansal aracılar**” diyeceğiz), doğrudan para arzı işlemleri dışında kalan ve ekonomide para dışındaki finansal varlıkların çıkarılması ve aracılığı ile ilgili görevleri yapan özel kurumlar ve aynı faaliyet kapsamındaki kamu kurumlarını kapsamaktadır. Özel finansal aracılar kapsamında mevduat kurumları, sandıklar, kooperatifler, özel hayat sigorta şirketleri gibi kurumlar sayılmakta; kamu finansal aracıları olarak da emeklilik kurumları, ABD’de uzun vadeli tarım kredileri vermekte uzmanlaşmış olan federal arazi bankaları*, posta idaresi tasarruf sistemi*, devlet sigorta ve emeklilik fonları gibi kurumlar sayılmaktadır.

* Federal arazi bankaları (Federal Land Banks), ABD’de halen 12 tane olup, ABD Tarım Kredisi Kurumu’nun (U.S. Farm Credit Administration) gözetimi ve denetimi altında faaliyet göstermektedir. Bu bankalar tarımla uğraşanlara ve hayvan yetiştiricilerine arazi alımlarında uzun vadeli tutsat (mortgage) kredileri, borçların yeniden finansmanı için krediler veya tarımsal amaçlı çeşitli krediler vermektedir. Borç alabilmek için bazı ön şartlar

Gurley ve Shaw, finansal aracıları, temel menkul kıymetlerden yararlanarak dolaylı menkul kıymetler üreten ve bunların alım satımındaki fiyat veya faiz oranı farkından kazanç sağlayarak hizmet veren kurumlar olarak ele almaktadırlar. Finansal aracılar borç verirken ve borç alırken ölçek ekonomilerinden yararlanmaktadır. Ölçeklerinin büyük olması, finansal aracılara, bireysel tasarruf sahiplerinin kendi başlarına yüksek birim maliyetlere katlanarak veya düşük getirilerle yapabilecekleri işlemleri düşük birim maliyetlerle ve görece yüksek getirilerle yapabilme olanağı sağlamaktadır. Aynı ölçek ekonomileri, finansal aracılara, çeşitlendirme yapabilme olanakları sayesinde risklerini azaltma ve bu şekilde de maliyetlerini düşük tutabilme olanağı sağlamaktadır. Büyük tutarlarda toplu veya toptan finansal işlemlere girebilmeleri, finansal aracılara, yine ölçek büyüklüğünün bir avantajı olarak, işlemlerde pazarlık ve iskonto olanakları sağlamaktadır. Ölçek büyüklüğü, bazen bireysel tasarruf sahibine tanınmayan vergileme avantajları da sunabilmektedir. Likidite krizlerine yakalanmadan vadeleri yeniden ayarlayabilme yetenekleri de ölçek büyüklüğünün bir sonucu olarak dikkate alınabilir.

Gurley ve Shaw'ın saydıkları bu ölçek avantajları finansal aracılardan uzmanlaşma eğilimlerini de açıklayan bir unsur olarak ele alınmaktadır. Ölçek ekonomileri, finansal aracılara, ürün ve hizmet çeşitliliğine gitmeden, belirli ve sınırlı hizmet ve ürünlerde uzmanlaşarak faaliyetini sürdürebilme olanağı da vermektedir. Bu kapsamda, en temel ayırım olarak, mevduat toplama ve kredi hizmetleri ile sigortacılık

bulunmaktadır. Borç alacak çiftçi veya hayvan yetiştiricisi 500 civarındaki yerel arazi banka birliğinden herhangi birinin toplam kredilerinin yüzde 5'ine tekabül eden miktarda hissesine sahip olmak zorundadırlar. Bu birlikler de bu şekilde topladıkları fonlarla aynı tutarda bir Federal arazi bankasının hissesini almaktadır. Borç tamamen geri ödendiğinde hisseler de tasfiye edilmektedir. Bu bankalar, mevduat toplama yetkisine sahip olmadıkları gibi, başka bankalardan borçlanmaları da yasaktır, finansman kaynakları halka sattıkları tahvillerden oluşmaktadır. (Kaynak: <http://www.answers.com/topic/federal-land-bank>) (Erişim: 12.05.2011)

* İlk kez 1861'de İngiltere'de ortaya çıkan posta idaresi tasarruf sistemi, birçok başka ülkede de yaygın şekilde uygulanmıştır. Türkiye'de 02/03/1950 tarih ve 5584 sayılı Posta Kanunu'nun 1'nci maddesi ile "*posta çekleri işlemleri ve Bankalar Kanunu hükümleri dairesinde her türlü işleri yapmak üzere "Posta Biriktirme Sandığı" kurmak*" görevi ile ödevlendirilmiş olmasına rağmen, PTT idaresi tarafından bu yönde bir örgütlenme yapılmadığından, Türkiye'de bu sistem bankacılık hizmetleri bakımından uygulanmamıştır. Türkiye'de PTT'nin sadece posta çeki hesabı hizmetleri ve para havale işlemleri bakımından bankacılık sistemi ile birlikte anılabilecek bir hizmet ağı bulunmaktadır. PTT, son yıllarda, bankacılık faaliyeti kapsamında verilebilecek olan birçok hizmeti vermekte olduğunu öne çıkaran duyurularla bir atılım içindedir. (http://www.ptt.gov.tr/index.snet?wapp=bank_tr; Erişim: 02.05.2011). ABD, İngiltere, Portekiz, Almanya, Avusturya, Brezilya, İsrail, Japonya gibi birçok ülkede karşılaşılan, posta idarelerinin halktan mevduat toplama ve hazine bonusu gibi menkul kıymetlerin satışı dâhil birçok bankacılık hizmetini sunması şehirden ve dolayısıyla banka hizmetlerinden uzak olan ve daha çok küçük ve ücra yerleşim birimlerinde yerleşik bireylere hem tasarruflarını saklama ve nemalandırma hizmeti vermek ve hem de bu tasarrufları ekonomiye kazandırmak ve devlet borçlarını finanse etmek bakımından yaygın uygulama alanları bulmuştur.

hizmetlerinin ve menkul kıymet hizmetlerinin ayrı uzman kurumlarca yürütülmesi gösterilmektedir. Bir sonraki alt kırılımda kredi türleri itibariyle uzmanlaşmaların (tutsat kredisi veya tüketici kredisi veya işletme kredisi veya başka bir kredi türü üzerinde yoğunlaşan ve uzmanlaşan bankalar ya da şube bankacılığını öne çıkaran veya az şube ile şirketlere yönelik kurumsal bankacılığı öne çıkaran bankalar için olduğu gibi) veya menkul kıymet hizmet türleri itibariyle uzmanlaşmaların (hisse senedi aracılık hizmetlerinin veya devlet borçlanma senetleri aracılık hizmetlerinin veya toptan menkul kıymet aracılık hizmetlerinin veya perakende menkul kıymet aracılığının yoğun olarak bir aracı kurumca verilmesi ve diğerleri tarafından verilmemesi durumlarında olduğu gibi) ortaya çıktığı gözlenmektedir.* Bu durumlar finansal aracılığın ölçek ekonomilerinden yararlanarak uzmanlaşmaya yönelebileceğini göstermektedir. Ancak, sınırlı bir uzmanlık alanında faaliyet gösteren finansal aracılardan, o alandaki genel durumun kötüleşmesi halinde zor durumda kalabilmeleri de uzmanlaşmanın dezavantajı olarak ortaya çıkmaktadır. Gurley ve Shaw'ın işaret ettiği⁴⁷ bu olasılık 2008 yaz aylarında en yüksek düzeyine ulaşan düşük dereceli tutsat kredilerindeki kötüye gidişin yarattığı sonuçlarla açıkça anlaşılır olmuştur. Tarihte, uzmanlaşmanın yarattığı bu gibi sonuçların değişik şiddetlerde örnekleri bulunmaktadır.†

Finansal aracılardan ortaya çıkardığı dışsal ekonomiler de Gurley ve Shaw tarafından öne çıkarılan unsurlar arasındadır. Şöyle ki finansal aracılardan sundukları finansal ürün ve hizmetler ekonomideki para sisteminin işleyişine ve para politikasının etkin sonuçlar doğurmasına yardımcı olmakla önemli bir dışsal ekonomi doğurmuş olmaktadır. Aynı etki reel ekonomik faaliyetlerin akışkanlığının sağlanması bakımından da geçerlidir.

Gurley ve Shaw'a göre, finansal aracılık teknikleri tasarrufların ve yatırımların düzeyinin artırılmasını ve kısıt tasarrufların alternatif yatırım fırsatları arasında etkin bir

* Finansal aracılardan bakımından bu durumların, günümüzde, “kapsam ekonomisi” (economies of scope) kavramı çerçevesinde ele alındığını belirtmekte yarar bulunmaktadır.

† Türkiye’de 2001 krizinde, kısa vadeli piyasa borçlanmaları ile çok büyük ölçüde kamu borçlanma senetlerinden oluşan aktifini fonlayan bir bankanın, faiz oranlarının çok aşırı olarak, kontrolsüz bir şekilde hızla yükselmesi ile çok kısa bir süre içinde batması uzmanlaşmanın olumsuz sonuçlarına örnektir. ABD’de, 1980’lerin sonunda ortaya çıkan tasarruf ve kredi kurumları (savings and loan associations) krizi de buna örnektir. Bu kurumlar, daha çok yerel iş sahiplerine ve çoğunlukla da konut alıcılarına kredi vermekte uzmanlaşmışlardır. Vergi düzenlemelerinde gayrimenkul gelirleri aleyhine bir değişikliğin tetiklediği gayrimenkul fiyatlarındaki hızlı ve aşırı düşüş bu kurumların kısa sürede zor duruma düşmesine ve birçoğunun batmasına yol açmıştır.

şekilde dağıtılmasını sağlayabilmektedir. Finansal aracılardan sunduğu finansal hizmetler ve finansal ürünlerin olmadığı bir dünyada, her ekonomik birim tüketimden arta kalan gelirini, varlıkların ikinci elde alım satımını ihmal edersek, sadece finansal olmayan, reel (tangible) yeni varlıklara yatırılabiliyor olacaktır. Ayrıca, hiçbir ekonomik birim kendi tasarrufundan fazla yatırım yapma olanağı bulamayacaktır, çünkü ekonomide bu şekilde bir finansmanı sağlayan finansal hizmet ve ürünler bulunmayacaktır. Aynı gerekçeyle, hiç bir ekonomik birim kendi tasarrufundan daha az yatırım yapma olanağı bulamayacaktır. Tasarrufları saklamak veya değerlendirmek için uygun finansal araçların bulunmaması tasarrufun bir kısmının reel yatırımdan alıkonulmasına izin vermemektedir. Böylece ekonomide gelir elde eden ve harcama yapan her birim denk bütçeyi tutturma zorunluluğunda olacak ve ekonomideki tasarruflar yatırımlara eşit olacaktır. Borçlanma ve tasarrufları finansal yatırımlara dönüştürme olanağı kalmayacaktır. Gurley ve Shaw, çizdikleri bu dünyada, muhtemelen görece olarak düşük tasarruf ve yatırım sonucunun ortaya çıkacağını ve hâsılada görece olarak düşük bir büyüme oranının görüleceğini belirtmektedirler. Finansal araçların olmaması kaynakların etkin dağıtılmaması sonucunu da doğuracaktır.

Gurley ve Shaw'a göre, finansal aracılardan devreye girmesi ile finansal varlıklar ortaya çıkacak ve ekonomik birimlerin tasarruflarından daha az miktarda veya daha fazla miktarda doğrudan (reel) yatırım yapmaları mümkün hale gelecektir. Finansal aracılardan devreye girmesinin kamunun uygulayacağı para politikalarını da kolaylaştırıcı etkileri ve özellikleri bulunmaktadır.

Gurley ve Shaw'ın çalışmaları ile ilgili olarak buraya kadar bazı yönleriyle kısmen özetlemeye çalıştığımız yaklaşım finansal aracılığı açıklamada işlem maliyetleri yaklaşımının öncü çalışmalarından birisi olarak değerlendirilmektedir.

Çalışmada finansal aracılardan finansal ürünlerle ve hizmetlerle ilgili işlem maliyetlerini azaltıcı işlevleri açık ve ayrıntılı bir şekilde ele alınmamakla birlikte, genel olarak finansal aracılardan mevcut olduğu duruma göre ortaya çıkmayacak veya çok büyük maliyetlerle ortaya çıkabilecek fayda ve kolaylıkların finansal aracılardan varlık sebebini açıklayıcı bir yaklaşımla değerlendirildiği görülmektedir. Finansal ürün ve hizmet yaratan birimler olarak finansal aracılardan, genel tüketim ve tasarruf etkileri,

devletin para politikası, para arz ve talebi, bunların reel hâsıla ve fiyatlar düzeyi üzerindeki etkileri ele alınırken finansal araçların genel olarak maliyet azaltıcı ve süreci ve işlemleri akışkanlaştırıcı etkileri üzerinde durulmaktadır. Bu bakımlardan, Gurley ve Shaw⁴⁸, finansal aracılığa işlem maliyetleri açısından yaklaşan önemli bir çalışma olarak kabul edilmektedir.

Gurley ve Shaw ile Benston ve Smith'in çalışmaları, finansal aracılığa işlem maliyetleri yaklaşımının iki temel ve öncül çalışması olarak kabul edilmektedir.

Bommel⁴⁹, 2008 tarihli çalışmasında, Benston ve Smith'in yukarıda ele alınan çalışmalarındaki⁵⁰ işlem maliyetleri yaklaşımından yola çıkarak banka tipi aracılık ile piyasa tipi aracılıkta risk paylaşımını ele almaktadır. Ters seçim ve ahlakî bozulma tehlikesinin söz konusu olmadığı bir ekonomik yapıda, Bommel, işlem maliyetlerini* şu şekilde basitleştirmektedir: sevk ve idare maliyetleri, sabit maliyetler (binalar, otomatik para makineleri, iletişim teknolojisi gibi) ve operasyon giderleri (maaşlar, elektrik giderleri, kira ve posta giderleri gibi).[†] Bommel, her iki tip aracılık bakımından geçerli olmak üzere, ekonomide işlem maliyetlerine işleme konu varlığın değeri ile orantılı olarak katlanıldığı durumda, piyasa tipi aracılığın daha baskın olacağı sonucuna ulaşmaktadır. Bommel, piyasa tipi aracılığı “exchange economy” terimi ile ele almakta ve kabaca, bireylerin varlıklarını, esas olarak, evlerinde sakladıkları ve ihtiyaç duyduklarında bir broker veya komisyoncu aracılığıyla yatırım kararlarını gerçekleştirdikleri ortamı referans göstermektedir. Banka tipi aracılığın geçerli olduğu “bank economy” ise ekonomideki bütün varlıkların bankalara aktığı ve yatırım kararlarının da bu bankalar aracılığıyla gerçekleştirildiği bir ortamdır. Dolayısıyla, banka ekonomisinde bütün varlıklar bankalarda tutulacak ve bunların değerine göre işlem maliyetlerine katlanılacak; piyasa ekonomisinde ise sadece ihtiyaç duyulan varlıklar bir finansal işleme tabi tutulmak için aracıya getirilecek, böylece ekonomideki toplam varlıkların bir kısmı için işlem maliyetlerine katlanılacaktır. Bu varsayımlar altında, piyasa ekonomisinde araçlar tarafından işleme tabi tutulan varlıkların değeri,

* Bommel, “işlem maliyetleri” olarak çevirdiğimiz terimi “processing costs” olarak kullanmaktadır. Benston ve Smith'ten ve aksi belirtilmedikçe diğer yazarlardan “işlem maliyetleri” olarak çevirdiğimiz terim, orijinal metinlerde, “transactions costs”dur.

[†] Bommel, çalışmamızın ana konusu bakımından önemli bir tespit olarak, bu tarihe kadar, işlem maliyetlerinin finansal araçların gözetim görevini nasıl etkilediğine ilişkin bir çalışmanın yapılmadığını ifade etmektedir.

her durumda daha düşük olacağından (çünkü her zaman varlıkların bir kısmı bireyler tarafından evlerinde saklanmakta ve aracılık işlemine konu olmamaktadır) işlem maliyetleri bakımından, piyasa tipi aracılık banka tipi aracılığa üstün gelecektir.⁵¹

Ancak, Bommel, gerçek hayatın varlık değerine orantılı bir işlem maliyeti esasına dayanmadığını, aksine banka işlemleri ve piyasa işlemlerinin tamamen farklı nitelikler gösterdiğini kabul etmektedir. Bu kabulle yaptığı analizde, Bommel, belli bir işlem maliyeti büyüklüğüne ulaşınca kadar banka tipi aracılığın öne çıkacağı ve işlem maliyetleri ancak bir eşiğin üstüne çıktıktan sonra piyasa tipi aracılığın daha uygulanabilir olacağı sonucuna ulaşmaktadır. İşlem maliyetlerinin toplam olarak sabit olduğu (işleme konu varlık değerine orantılı olmadığı) durumda, varlık sahiplerinin riske karşı duyarlı oldukları ve riskten kaçındıkları durumlarda banka tipi finansmanın piyasa tipi finansmana çok büyük ölçüde baskın geleceği sonucuna ulaşmaktadır. Bommel'in analizinde işlem maliyetleri bakımından, banka tipi finansal aracılık daha uygulanabilir bir aracılık yaklaşımı olarak öne çıkmaktadır.⁵²

İşlem maliyetleri yaklaşımı ile ilgili olarak, çalışmamızın konusu ve kapsamı bakımından öne çıkaracağımız husus özellikle Benston ve Smith'in çalışmalarında⁵³ bir maliyet unsuru olarak sözü edilen gözetim konusudur. Jensen ve Meckling'in çalışmalarında⁵⁴ şirket kontrolü açısından değerlendirilen ve sözleşmeyle belirlenen bağlayıcı hükümler konulması ve buna uyumun takip edilmesi, Benston ve Smith'in çalışmalarında borç sözleşmeleri ile ilgili olarak ele alınmakta ve gözetim maliyetleri ile ilişkilendirilerek finansal aracılarda gözetim maliyetlerini de azaltıcı işlevleri bağlamında değerlendirilmektedir. Benston ve Smith, borç veren ile borç alan arasındaki çıkar çatışması sorunundan kaynaklanan analizlerini Jensen ve Meckling'in aynı sorunu şirket kontrolü ile ilişkilendirdikleri 1975 tarihli bir başka çalışmalarına⁵⁵ referans vererek yapmaktadırlar. Böylece, borç verenin ya da genel olarak fon verenin bu fonu alan ile arasındaki çıkar çatışması sorununu çözmeye yönelik bir gözetim faaliyetinin şirket kontrolü kapsamında da ele alınması bize finansal aracılarda gözetim işlevi ve şirketlerde kontrol konularının yakın ilişkisi ve hatta iç içe olma durumu hakkında, konuya giriş aşamasında, bir fikir vermektedir.

1.4.4.2. Dengesiz Bilgi Dağılımı Yaklaşımı

Finansal araçların neden var olduğu sorusuna cevap aranırken, modern yaklaşımlarda, ekonomide fon talep edenler ile fon arz edenler arasındaki bilgi sorunları üzerinde durulmaktadır. Finansal piyasalardaki bilgi sorunları, temel olarak, dengesiz bilgi dağılımı çerçevesinde ele alınmaktadır. Fon talep edenler ile fon arz edenler arasındaki ve ayrıca bu iki kesim ile finansal araçlar arasındaki dengesiz bilgi dağılımı finansal aracılık kapsamında yapılan çalışmaların mutlaka dikkate aldığı bir konu durumundadır. Bu çerçevede, finansal araçların piyasada oluşan bu bozukluğu ortadan kaldırmada üstlendikleri rol finansal aracılığı açıklamada önemli ve işlem maliyetleri yaklaşımına göre daha yeni bir yaklaşım olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kapsamda, önemli bir grup akademisyen ve araştırmacı, finansal aracılığı dengesiz bilgi dağılımı (informational asymmetry) temelinde ele almaktadırlar.

Leland ve Pyle⁵⁶, 1977 tarihli çalışmalarında, dengesiz bilgi dağılımı yaklaşımı ile finansal aracılığı analiz etmektedirler. Leland ve Pyle'in konuya yaklaşımlarını, çalışmamız bakımından temel bir çalışma olmasından ve çalışmamız boyunca yararlanacağımız ve değerlendireceğimiz birçok hususu ele almış olmasından kaynaklanan önemi dolayısıyla aşağıda ayrıntılı olarak açıklayacağız.

Leland ve Pyle'a göre, borç alanlar iş yapmadaki dürüstlük ve çalışkanlıkları ile mali güçleri hakkında ve girişimciler finansman sağlamak istedikleri projelerin gerçek durumu hakkında borç verenlere veya fon sağlayanlara kıyasla daha fazla bilgiye sahiptirler. Borç verenler projenin gerçek durumu ve borç alanın kişilik özellikleri ve mali durumu konusunda bilgi sahibi olmakla daha kazançlı duruma geleceklerdir. Borç alanların kendi kişilik özellikleri ve girişimcilerin kendi projeleri hakkında çok doğru bilgiler vermeleri beklenmemelidir, çünkü olumlu yönlerini abartmakla her iki kesimin de önemli kazançlar elde etmeleri mümkün olacaktır. Bir üçüncü kişiye bu bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmek ise oldukça maliyetli olacak veya hiç mümkün olmayacaktır.

Leland ve Pyle⁵⁷, bu varsayımlardan yola çıkarak, girişimcinin kendi projesine yatırım yapma isteğinin projenin kalitesinin işareti olarak algılanacağını kabul etmektedirler. Bu çerçevede, dengesiz bilgi dağılımının söz konusu olduğu durumda,

firma değeri, girişimcinin elinde tuttuğu sermaye payına bağlı olacak ve girişimcinin sermaye payındaki artışla birlikte firma değeri de artacaktır. Çünkü proje ya da yatırım hakkında borç verenlere kıyasla daha fazla bilgiye sahip olan girişimci iyi proje ve yatırımlarda kendisine daha fazla pay ayıracak, kötü proje ve yatırımlardaki payını ise mümkün olduğu kadar düşük düzeyde tutacaktır.

Leland ve Pyle'in modelinde, Modigliani ve Miller⁵⁸ yaklaşımının aksine, vergisiz bir ortamda dahi, firmanın finansal yapısı firma değerine ya da projeye bağlı olacaktır. Leland ve Pyle, Modigliani ve Miller'in modelinin, varsayımları gereği bekleneyeceği gibi, dengesiz bilgi dağılımının olmadığı ortamda geçerli olacağını kabul etmektedirler. Dengesiz bilgi dağılımının olduğu ortamda, girişimcinin projesiyle ilgili kendinde tuttuğu sermaye payı oranı projenin kalitesi ile ilgili bir işaret olarak borç verenlere ulaşacak ve piyasalarda, girişimcinin sermayedeki payı arttıkça projenin daha değerli olduğu algılanacaktır. Borç verilmek istenen fon miktarı bu orana göre artacak veya azalacak ve firmanın sermaye yapısında bu şekilde değişiklikler olacaktır.

Leland ve Pyle, analizlerini, firmanın sermaye yapısı kararları ile değil, finansal aracılığın varlık sebebi ile ilişkilendirerek sürdürmektedirler. Finansal aracılığın, geleneksel olarak, işlem maliyetleri ile açıklandığını belirttikten sonra, sadece işlem maliyetlerinin finansal aracılığı açıklamakta yeterli olmayacağını ifade etmektedirler. Leland ve Pyle dengesiz bilgi dağılımını (informational asymmetry) araçların temel varlık sebebi olarak ele almaktadırlar. Buna göre, bazı grup finansal varlıklar, özellikle tutsat (mortgage) ve sigorta gibi doğrudan bireylere yönelik olanlar, için kamuya açıklanmamış ve kamuya mal olmamış bilgi ancak bir kaynak sarfı sonucunda elde edilebilecektir. Bu şekilde elde edilen bilginin borç verenlerin yararlanabileceği, kullanılabilir bilgi olması gerekmektedir. Eğer, bu şekilde bilgi toplama işlemi bir ölçek ekonomisi içeriyor ise, bilgi toplama işine girecek olanların da borç veren olarak finansal araçlar* olması daha uygun ve beklenen bir sonuç olacaktır. Leland ve Pyle bilgi toplama veya edinme amaçlı harcamaları işlem maliyetleri kapsamında ele almamaktadırlar. Böylece, bilgi toplama/elde etme maliyetinin finansal aracılığa duyulan ihtiyaç açısından işlem maliyetleri ile aynı kapsamda

* Leland ve Pyle'in dolaylı finansmanın geçerli olduğu, banka tipi bir finansal aracılık yaklaşımından yola çıktıklarını göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

değerlendirilmesinden kaçınılmış olmaktadır. Leland ve Pyle, bu yaklaşımla, bilgi dengesizliğinin tek başına finansal aracılığa duyulan ihtiyacı açıklamakta yeterli olacağı tezini güçlendirmiş olmaktadır.⁵⁹

Leland ve Pyle'e göre, menkul kıymet yatırımcıları ya da mevduat sahipleri ile doğrudan bilgi alışverişine girmenin önünde borç alan firmalar açısından iki engel bulunmaktadır.

Birincisi, firmanın sağladığı bilginin rekabet üstünlüğü sağlamaya yönelik bir özelliği olmadığı takdirde, bilgiyi ilk elde edenin bunu başkalarına aktarmasının ve bir süre sonra bu bilginin 'kamu malı'⁶⁰ haline gelmesinin önüne geçilemeyecektir. Bilginin dağıtılması bilginin kullanılabilirliğini ve faydasını azaltmadığı takdirde (diğer bir deyişle, bilgiyi herkesten önce edinmiş olmak ek bir avantaj sağlamadığı takdirde) bilgiyi toplayan için, maliyete katlanmasına rağmen, bilgiyi toplamanın bir getirisi ya da yeterli getirisi olmayacaktır. Zira bilgiyi üretmek için önemli maliyetlere katlanması, bilgi bir kez üretildikten sonra bilgiyi üreten dışındakilerce de serbestçe kullanılabilen bir "kamu malı haline gelmesi ve bu ikincil kullanımlarda bilgiden elde edilen faydada bir azalma meydana gelmemesi ya da diğer bir deyişle, bilgiyi üreten olmanın diğer kullanıcılara kıyasla ek bir fayda sağlamaması bilgi üretmeyi anlamsız kılmaktadır.

Ayrıca, bilginin üretildikten sonra kamu malı haline gelmesi, bilgiyi veren firmalar açısından, eğer varsa, bilgi sağlamanın (vermenin) yaratacağı kazançların pek azını elde edebilmeleri sonucunu doğuracaktır. Bu yüzden de, bilginin üretilmesinde kilit önemdeki bilgi sağlayıcılar, bilgiyi vermekten ya da doğru ve gerçek bilgiyi vermekten kaçınacaklardır.

Bu noktada, bilginin doğrudan yatırımcıya ulaştırılması konusundaki ikinci engel bilginin güvenilirliği olarak karşımıza çıkmaktadır. Bilginin güvenilirliğinin önemi Campbell tarafından 1979 tarihli makalesinde değerlendirilmiştir.⁶¹ Campbell'e göre, potansiyel ortaklara kıyasla şirket içi özel bilgiye sahip olan yöneticinin, şirket hisselerini alacak kişilere aktaracağı bilginin güvenilirliği konusunda bir güvence sağlaması gerekmektedir. Hisse alım kararı verecek olanların hepsinin profesyonel yatırım uzmanı olmaları beklenemeyeceğine göre bunların elde edecekleri bilginin

doğru ve güvenilir olması şirket yöneticisinin elinde olacaktır. Campbell, şirket hakkında özel ve tam bilgiye sahip yöneticinin bilgisiz tasarruf sahibine abartılı bilgi verebileceğini, bunun da piyasanın işleyişini tehlikeye atacağını belirtmektedir. Bu durum, Campbell'in ifadesiyle Akerlof'un "limon" problemine⁶² işaret etmektedir.

Gerçekten de, bilgiyi kullanacak olanların doğru bilgiyi yanıltıcı veya yanlış ya da kötü bilgidен ayırabilmeleri güç veya olanaksız ise elde edilen bilgi için ödenecek bedel ortalama kalitede bir bilgiye ödenecek bedele tekabül edecektir. Eğer düşük kalitede bilgi sunabilecek firmaların piyasaya girişi kolay ise, bu durum, piyasanın işlemez hale gelmesine (market failure) yol açacaktır. Doğru bilgi elde etmek için gidere katlanan firmalar zarar etmeye başlayacaklarından bilgi toplama işinden vazgeçecek ve piyasa ancak kötü bilgiye açık hale gelecektir. Bu durum, Leland ve Pyle'nin de belirttikleri gibi⁶³, Akerlof'un limon teorisine işaret etmektedir.

Leland ve Pyle, bilginin aktarımındaki bu iki engelin ancak finansal araçların varlığı ile aşılabileceğine işaret etmektedirler. Bilgi aktarımında ilk borç veren (mevduat sahibi) ile nihai borç alan (firma veya girişimci) arasında bir finansal aracının var olması ölçek ekonomisi yaratacağı gibi; aracı, elde ettiği özel ve başkalarına açıklamak durumunda olmadığı bilgiyi kullanarak oluşturacağı varlık portföylerinin alım satımından da getiri elde edebilir olacaktır.

Leland ve Pyle'in bu yaklaşımının, *piyasa yoluyla finansman* modelinde, günümüz yasal düzenlemeleri ve etik kuralları bakımından kabul edilemez olduğunu akılda bulundurmak gerekmektedir. İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemeler ve finansal araçlarda farklı fonksiyon icra eden birimlerin "Çin duvarı" tabir edilen kesin sınırlarla ile birbirlerinden ayrılmasına ilişkin yasal ve etik kurallar bu konudaki sınırların en öne çıkanlarıdır. Ancak, Leland ve Pyle'in analizlerinde esas aldıkları banka tipi dolaylı aracılık modelinin özellikle bugünküne kıyasla daha temel şekillerinde, bu yaklaşımın, belli ölçülerde uygulanma imkânı bulunabilecektir.

Özetlersek, Leland ve Pyle'e göre⁶⁴, piyasalarda bilgi dağılımında dengesizliğin olduğu durumda, her bir borç alanın uygulayacağı projenin getirilerinin gözetiminin her bir borç verenin bizzat kendisi tarafından yapılması hem elde edilecek

bilginin güvenilirliği ile ilgili problemler nedeniyle kötü bilginin piyasaya hâkim olmasına, hem de bedavacılar sorununun bir sonucu olarak bilgi toplamanın ve bilgiyi ilk edinmenin getirisinin yok olması nedeniyle bilgi toplama işinin hiçbir kimse tarafından üstlenilmemesine yol açacaktır.

Piyanın oluşumu ya da işleyişi önündeki bu iki engel, ancak ve ancak, ilk borç veren ile nihai borç alan arasındaki ilişkinin bir finansal aracı yoluyla sağlanması halinde ortadan kalkabilecektir. Finansal aracı, gözetim fonksiyonunu da üstlenerek, bu işlemlerden gelir elde ediyor olacak ve piyasaya ulaşan bilginin doğruluğu (iyi bilgi olması) konusunda yapıcı bir işlev üstlenmiş olacaktır. Aracı, elde ettiği bilgiyi başkalarına açıklamayacak ya da satmayacak; kendi faydasına kullanacaktır. Leland ve Pyle, bu analizlerden yola çıkarak, borç alanların kendi projelerine ya da varlıklarına yatırdıkları kendilerine ait paranın kendi projeleri hakkındaki bilgilerin doğruluğu ile ilgili bir sinyal/işaret olacağı, böylece borç verenlerin belli varlıklara yatırım yapma kararlarının bu sinyallere bağlı olacağı sonucuna varmaktadırlar.

Campbell ve Kracaw 1980 tarihli çalışmalarında⁶⁵, Leland ve Pyle'in finansal araçların varlık sebebi olarak ele aldıkları bilgi dağılımındaki dengesizlikleri düzeltme ve bu kapsamda bilgi üretme fonksiyonlarının finansal araçların var olma durumunu tek başına açıklamak için yeterli olmadığı sonucuna ulaşmaktadırlar.

Allen⁶⁶, bilginin satılması durumunda bilgiyi satanın ve bilgiyi alanın risk üstlenme durumlarına göre, Leland ve Pyle'in analizini genişletmekte ve bilginin aracı tarafından satılması durumunda da, alıcı ve satıcının farklı risk algılama durumları nedeniyle, Leland ve Pyle'deki analizin aksine, aracılığın var olacağı sonucuna varmaktadır.

Piyasalarda fon kullananlar ile fon sağlayanlar arasında bilginin dengesiz dağılıyor olması, fon sağlayanlar yararına fon kullananların faaliyetlerinin gözetimi konusunu gündeme getirmektedir. Leland ve Pyle'in yaklaşımı bu noktada Diamond'ın analizinin⁶⁷ arka planını oluşturmaktadır. İlk kez Diamond tarafından ele alınan finansal araçlara verilen gözetim görevi* (delegated monitoring), piyasalardaki dengesiz bilgi

* Konu, aşağıda Bölüm 1.5'te ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

dağılımının yarattığı sorunları aşmanın temel yolu olarak, finansal aracılardan varlık sebeplerinden biri kabul edilmektedir. Buna göre, fon kullananların faaliyetlerinin tek tek fon sağlayalar yerine bunların görevlendireceği bir finansal aracı tarafından gözetimi dengesiz bir bilgi dağılımı sorunlarını aşmanın zorunlu yoludur.

Diamond'la başlayan bu yaklaşım, modern finansal aracılık teorisi olarak kabul edilmektedir.⁶⁸ Ayrıca, finansal aracılardan bilgi üretme ve aracılığını yaptıkları taraflar arasındaki ve bunlarla kendi aralarındaki bilgi dengesizliklerini azaltma işlevleri finansal aracılardan ve finansal aracılıkla ilgili çalışmalarda bir veri durumu olarak kabul edilir hale gelmiştir. Buraya kadar alıntılarımız kaynaklara ek olarak işaret edeceğimiz Kracaw, 1987; Besanko ve Kanatas⁶⁹; Hester⁷⁰; Winton⁷¹; Repullo ve Suarez⁷² bu savımızı desteklemek üzere sayabileceğimiz birkaç örnektir.

Finansal aracılığın dengesiz bilgi dağılımı çerçevesinde ele alınması başka yazarların da öne çıkardığı bir yaklaşımdır. Bu kapsamda, Baskin⁷³, dengesiz bilgi dağılımının finansal piyasaların kapsamını ve yararlanma olanaklarını öteden beri kısıtlamakta olduğu ve günümüzde mevcut finans uygulamalarının ve kurumlarının bu kısıtlılıkları aşmak üzere zaman içinde olgunlaşan çözümleri temsil ettiği görüşündedir. Baskin, yatırımların artan büyüklüğü ve bunları finanse eden sermaye kaynaklarının dağınıklaşmasının yarattığı sahiplik ve kontrolün ayrılması durumunun bir sonucu olarak temsil sorununun ortaya çıktığını belirtmekte ve ters seçim kaygılarını azaltma gereğine işaret etmektedir. Baskin'e göre, dengesiz bilgi dağılımı var olduğu derecede ve riskten kaçınan (risk-averse) bireyler bulunduğu sürece, sermaye piyasalarının kusursuzluğuna dayalı teoriler dünyanın gerçekleri ile örtüşmeyecektir.

Finansal aracılardan varlık sebebini finansal piyasalardaki bilgi sorunları ile açıklayan bu yaklaşım, finansal aracılardan gözetim görevi kapsamında, çalışmamızın temel çıkış noktasını oluşturmaktadır. Bu alt bölümde kısaca ele aldığımız bu konu, çalışmamızda, değişik vesilelerle tekrar tekrar ele alınmaktadır. Dengesiz bilgi dağılımının sermaye piyasalarına etkilerini ele alan Aras'ın 2004 tarihli çalışması⁷⁴ çalışmamızda ayrıntılı olarak değerlendirmeye gayret ettiğimiz birçok konuyu toplu bir şekilde kapsamaktadır.

1.4.4.3. Risk Yönetimi Yaklaşımı

Allen ve Santomero⁷⁵, finansal araçların işlem maliyetleri ve dengesiz bilgi dağılımı gibi piyasadaki sürtünmelerin (friction) azaltılmasına ilişkin fonksiyonlarının günümüzdeki gelişmeler karşısında abartılı düştüğünü; 1970'lerden başlayarak finansal piyasalarda ortaya çıkan yeniliklerin (innovation) ve değişen kurumsal ilişkilerin bu kurumların görevlerini de değiştirdiğini belirtmektedirler.

Allen ve Santomero'nun çalışmalarında, özellikle menkul kıymetleştirme uygulamaları ve türev araçlardaki gelişmelerin piyasaları bireylerden çok şirketlere hizmet eden bir noktaya getirdiği ifade edilmektedir. Şirket hisse senetlerinin sahipliğinde bireylerin yerini giderek yatırım fonları, ortaklıkları ve emeklilik fonları gibi finansal kurumların alması, standart türev araçların işlem gördüğü borsaların sayısında ve işlem hacimlerindeki artışlar, finansal araçların giderek karmaşık hale gelmesi ve bunlara ilişkin risk unsurlarının bireysel yatırımcının hareket alanı dışında kalması gibi etkenler Allen ve Santomero'nun çıkış noktasını oluşturmaktadır. Bu süreçle birlikte piyasaların ulaştığı gelişme düzeyi finansal araçlara iki farklı rol yüklemektedir. Bu roller, risk aktarımının kolaylaştırılması ve finansal araçların ve piyasaların giderek artan karmaşık şaşırtıcılığı ile uğraşmak olarak ele alınmaktadır. Bu yaklaşımda finansal araçların risk yönetimi becerileri esas alınmaktadır. Allen ve Santomero piyasaya girebilmek için gerekli bilgi donanımını sağlamaları bakımından finansal araçların, piyasaya katılımın maliyetini azaltıcı rollerine de ayrıca vurgu yapmaktadırlar. Finansal işlemlerin ve finansal araçların bu giderek karmaşıkleşan ve kurumsallaşan yapısı içinde bireylerin ve finansal sistemin dışındakilerin kendi başlarına bu işlemlere taraf olmaları ve araçlara sahip olmaları oldukça zorlaşmaktadır. Bu zorluğun aşılmasında ve söz konusu kesimlerin finansal piyasalara katılmasında finansal araçlar önemli bir aracılık rolü üstlenmektedirler.

Piyasalarda 1970'lerden başlayarak hacimleri hızla artan tutsat (mortgage)'a dayalı finanslar araçlar ve diğer menkul kıymetleştirilmiş araçlar, karmaşık opsiyon sözleşmeleri gibi ürünler, finansal vadeli sözleşmelerin, opsiyonların ve diğer türev finansal araçların işlem gördüğü yeni borsalar, Allen ve Santomero'ya göre, finansal araçların aracılar ve şirketler tarafından daha fazla kullanılmaya başlamasının bir

sonucudur. Artık finansal araçlar ve piyasalar hanehalkı yerine, daha çok, finansal araçlar ve şirket gibi kurumsal yapılar tarafından kullanılmaktadır.⁷⁶

Allen ve Santomero'nun çalışmalarında, nihai önermelerine ulaşmada temel hususları oluşturan ve açık ve ayrıntılı bir şekilde ele alınan bu gelişmeler şu şekilde özetlenebilir:

“- şirket hisse senedi ihraçlarının piyasa fiyatları toplamının ABD gayri safi millî hâsılasına oranının 1974-1994 arasında yüzde 50'ye yakın bir düzeyden yüzde 80'e yaklaşan bir düzeye ulaşması,

- şirket hisse senetlerinin bireysel yatırımcılar tarafından sahip olunan kısmının 1960'ların ortalarındaki yaklaşık yüzde 85'lik düzeyinden 1995'te yüzde 50'nin çok az üstünde bir düzeye düşmüş olması,

- şirket hisse senetlerinin yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketlerinin portföylerinde bulunan kısmının 1966-1995 yılları arasında yüzde 15 gibi düşük bir düzeyden yüzde 40'tan daha yüksek bir düzeye ulaşmış olması,

- yatırım fonlarının portföylerindeki şirket hisse senetlerinin hanehalkının sahip olduğu hisse senetlerine oranının 1980'de yüzde 5 civarında iken 1995'te yüzde 25'e yaklaşmış olması,

- 1960'lardan başlayarak, esas olarak da 1970'lerde ve 1980'lerde, finansal piyasaların önemli ölçüde değişime uğraması,

- finansal piyasalarda meydana gelen ürün çeşitliliği ve karmaşık ürünlerin artan hacmi (bu kapsamda, tezgâh üstü alınıp satılan çok çeşitli türev ürünler ve örgütlenmiş piyasalarda -borsalarda- alınıp satılan standart türev ürünler zikredilmektedir),

- ilk standartlaştırılmış opsiyon sözleşmesinin 1973'te ABD'de Chicago Board of Options Exchange (CBOE)'de işlem görmeye

başlamasından sonra, CBOE'nin 1984'te New York Stock Exchange'ten sonra dünyanın en büyük işlem hacimli ikinci menkul kıymet piyasası olması ile birlikte, ABD'de American Stock Exchange ve Philadelphia Stock Exchange, Hollanda'da European Options Exchange ve İngiltere'de London Stock Exchange tarafından, standartlaştırılmış opsiyon sözleşmelerinin alım satıma konu edilmeye başlanması,

- ilk kez 1960'larda İngiltere'de döviz kuru kontrolünü aşmak amacıyla düzenlenen tezgâh üstü swap işlemi ile ilgili piyasaların oldukça artan hacmi,*
- tezgâh üstü türev araçların yüzde 82'sinin finansal kurumlar tarafından ve kalan kısmının finans dışı kurumlarca kullanılmakta olması,*
- 1950'lerde tutsata dayalı menkul kıymetlerle ilgili olarak başlayan menkul kıymetleştirme uygulamalarının hacminin 1970'lerden başlayarak giderek artması.”*

Allen ve Santomero, bütün bu gelişmeleri dikkate alarak, şirketler tarafından çıkarılan menkul kıymetlerin doğrudan bireyler ve finansal araçlar tarafından satın alınıp elde tutulduğu, mevduat ve sigorta poliçesi sahiplerinin bankalara ve sigorta şirketlerine yatırdıkları fonların bu kurumlarca kredi olarak verildiği finansman zincirinin kırıldığı sonucuna ulaşmaktadırlar. Finansal varlıkların baskın bir şekilde finansal kurumlar elinde toplanması, finansal araçların karmaşık yapısı gereği baskın bir şekilde finansal kurumlarca kullanılan araçlar haline gelmesi, finansal kurumların faaliyetinin esas olarak bireysel tasarruf sahiplerinin fonlarının şirketlere kredi veya hisse senedi finansmanı olarak aktarılması olmaktan çıkıp finansal araçları kendi adına ve hesabına alıp satmanın baskın hale gelmesi finans piyasalarının ve finansal kurumların yapısını ve işleyişini değiştirmektedir. Allen ve Santomero, bu yeni yapıda en önemli yeri tutan menkul kıymetleştirme uygulamalarının bankaların borç verme fonksiyonlarını değiştirdiğini belirtmektedirler. Artık, tasarruf sahibinin parasını

toplayarak şirketin çıkardığı menkul kıymetlere yatıran veya şirkete kredi olarak aktaran bankacılık faaliyetinin yerini, daha sonra karmaşık ayrıştırma (stripping) ve yeniden yapılandırma işlemlerine tabi tutulacak olan bir finansal varlık ortaya çıkarma faaliyeti almıştır.

Bu değerlendirmelerden de anlaşılacağı üzere, Allen ve Santomero'nun yaklaşımları Diamond'ın çalışmasındaki⁷⁷ ve buradaki yaklaşımı takip eden diğer çalışmalarda esas alınan “mevduat bankacılığı” kanalıyla yürüyen dolaylı finansman yöntemi yerine “yatırım bankacılığı” olarak adlandırılan doğrudan finansman yöntemine dayanmaktadır. Ancak, Allen ve Santomero'nun tanımladıkları “yatırım bankacılığı” işlemlerinin yatırım bankalarının klasik işlem türlerinden bazı yönlerden farklı ve daha karmaşık bir finansal araç üretme ve pazarlama işini temsil ettiğini dikkate almak gerekmektedir. Bu ayrımı daha iyi kavramak bakımından, yatırım bankacılığı tarihine kısaca göz atmakta yarar bulunmaktadır.

Yatırım bankacılığı tarihi, 19'uncu yüzyılın ortalarında ABD'de kurulmaya başlayan bazı kurumlarla başlamaktadır. 1929'da başlayan krizde, ABD'de, menkul kıymetler piyasalarında büyük zararların ortaya çıkması ve çok sayıda mevduat bankasının batması sonrasında, mevduat bankalarının menkul kıymet işlemleri konusunda faaliyet göstermelerini engellemeye yönelik olarak çıkarılan 1933 tarihli Kanun (Glass-Steagall Act) yönlendirmesi ile oluşan ortam içinde, baskın olarak ABD finans piyasalarında yaygınlaşan ve önemi artan yatırım bankacılığı, 1970'lerden itibaren menkul kıymet işlemlerinde komisyon oranlarının serbest bırakılması, teknolojik gelişmeler sonucu risk yönetimi araçlarının gelişmesi, yasal düzenlemelerin gevşetilmesi gibi birçok etkenin de katkısıyla baskın finansman yöntemi haline gelmiş ve diğer gelişmiş ülkelerde ve daha düşük ve değişik boyutlarda olmak üzere birçok gelişmekte olan ülkede de uygulama alanı bulmuştur. Aşağıda Bölüm 3.2'de daha ayrıntılı olarak ele alınacağı gibi, 2007 yılının ortalarında ABD piyasalarında düşük dereceli tutsat kredileri (subprime mortgage lending) krizi olarak başlayan ve ödeme gücü ya hiç olmayan ya da oldukça düşük olan konut alıcılarına verilen çok sayıda kredinin geri ödenememesi nedeniyle (bu tutarın 2,5 trilyon ABD doları civarında

olduğu tahmin edilmektedir*) ortaya çıkan kriz süreci yatırım bankacılığı ile ilgili yaklaşımları gözden geçirmeyi gerektirmiştir. Yatırım bankacılığı, ABD piyasalarında en eskisi 158 yıldır ve en yenisi 73 yıldır faaliyet göstermekte olan beş büyük yatırım bankasının tamamının ya batması, ya başka bir kurum tarafından satın alınması ve kalan son ikisinin özel bir düzenlemeyle ABD Merkez Bankası tarafından “banka holding şirketi” olarak faaliyet göstermesi kararının alınması ile etkisi küçük boyutlu yatırım bankaları ile sınırlı kalan bir duruma gelmiştir. Başlangıçta şirketlere ait menkul kıymetlerin çıkarılması ve sonrasında piyasalarda alınıp satılması ile ilgili faaliyetlere dayanan yatırım bankacılığı, son yıllardaki gelişmelerle birlikte bireylerin konut, otomobil ve kredi kartı harcamalarının finansmanı ile ilgili olarak çıkarılan yeni tür menkul kıymetler (menkul kıymetleştirme) ile alanı genişleyerek ve ayrıca türev araçlarla ilgili işlemlerle yeni bir boyut kazanarak büyük hacimlere ve karmaşık ürün ve işlem kalıplarına dayalı hale gelmiştir.

Allen ve Santomero’nun 1998 tarihli çalışmalarındaki analizler finansal piyasalarla ilgili olarak yıllar içindeki gelişmelerle birlikte ortaya çıkan bu büyük hacim ve karmaşık ürün ve işlem yapısından kaynaklanan risk unsurları ve bireysel tasarruf sahibi için açık bir şekilde ortaya çıkan bilgilenme ihtiyacına dayanmaktadır.

Allen ve Santomero’nun finansal araçların fonksiyonları kapsamında dikkate aldıkları bir diğer husus, katılım maliyetlerinin azaltılması bakımından sağladıkları katkıdır. Allen ve Santomero’nun sonuçlarına temel oluşturan piyasa gelişmeleri dikkate alındığında Allen ve Santomero’nun tasarruf sahiplerinin bu karmaşık yapı içinde uzman yol göstericiliği olmadan kendi yollarını bulabilmelerinin olanaksız veya oldukça zor olacağı görüşü haklılık alanı bulmaktadır. Allen ve Santomero, finansal araçların piyasalara katılım maliyetlerini azaltarak sağladıkları katılımı kolaylaştırıcı finansal aracılık hizmetini finansal araçların risk yönetimi ile ilgili işlevlerinden ayrı bir unsur olarak ele almaktadırlar. Katılım maliyetleri ise, bu karmaşık piyasalardan ve araçlardan etkin bir şekilde yararlanabilmeyi ve bunları günlük olarak kullanabilmeyi öğrenmenin maliyeti olarak ele alınmaktadır. Allen ve Santomero’nun yaklaşımında, gelişen, değişen ve karmaşıklaşan finansal piyasalar, finansal araçlar, finansal kurumlar

* Bu tahmin 24 Eylül 2008 tarihinde Bloomberg TV kanalının yayınında yer almıştır. Resmî verilerle doğrulama imkânı bulunamamaktadır.

ve finansal işlem şekilleri öğrenme ve piyasaya katılma maliyetini artırmakta ve bireysel tasarruf sahibini sistemden dışlamaktadır. Bu durum, Allen ve Santomero'nun analizlerinde, finansal aracıları artan riskin yönetiminde sağladıkları hizmet ve katılımı kolaylaştırıcı hizmetleri bakımından finansal aracılık teorisinde daha önce bu şekilde alınmamış bir yaklaşıma götürmektedir.

Allen ve Santomero, risk yönetiminin gerekliliğine ve işlerliğine işaret eden dört destekleyici unsuru esas almaktadırlar. Bunlar,

i) yöneticilerin gelirlerinin şirket gelirlerine fazlaca bağlı olmasından kaynaklanan yöneticilerin kendi gelirlerindeki dalgalanmaları azaltma eğilimleri,

ii) vergilerin doğrusal olmamasından kaynaklanan şirket geliri ve şirket değeri dalgalanmaları,

iii) finansal güçlüğü düşme olasılığını doğuran gelir dalgalanmaları, gelirde düşüşler ve buna ilişkin maliyetler,

iv) sermaye piyasalarındaki kusurların (imperfection) etkileri

olarak sayılmaktadır.

Kanaatimizce, Allen ve Santomero'nun finansal aracılığı risk yönetimi ile açıklamaya yönelik açıklamalarından ilki daha çok Jensen ve Meckling'in temsil sorunu kapsamında ele aldıkları hususa⁷⁸ işaret etmektedir. Vergilerin doğrusal olmamasından kaynaklanan gelir dalgalanmaları ile şirketin iflas veya ödeyememe olasılığını doğuran gelir dalgalanmaları şirketin içinde bulunduğu iş riski doğuran durumlar dışında bir risk kaynağı olmaktan çok planlama gereğine işaret eder niteliktedir. Planlama da kendi içinde bir risk yönetimi ihtiyacı hissettirebilmekle birlikte, bu durumun finansal aracılardan risk yönetimi işlevleri ile ilişkilendirilmesini gerektirecek bir sonuç doğurmayacağını düşünmekteyiz. Dolayısıyla, genel bir planlama ihtiyacı ile açıklanabilecek alternatif durumların varlığının finansal aracılığa risk yönetimi yaklaşımı ile açıklanmasına yardım etmeyeceği kanaatindeyiz. Dördüncü destekleyici unsur olarak belirtilen sermaye piyasalarındaki kusurlar, risk doğurucu etkileri ölçüsünde, bir risk yönetimi ihtiyacını açıklamaya yarayabilir. Risk doğurucu etkilere

finans piyasalarındaki bütün katılımcıların maruz kalabilme olasılıkları bulunduğundan bu durum finansal aracılığın risk yönetimi bakımından sağlayacağı faydaları açıklamaya yardımcı olabilecektir. Finans piyasalarındaki risklerin yönetimi çoğu zaman bir finansal aracının sağlayacağı hizmeti gerekli kılabilir. Allen ve Santomero'nun da belirttiği gibi, finansal araçlar finansal varlıkları alıp satmakla, tanım itibarıyla, finansal risk sürecinin içinde yer almaktadırlar. Finansal varlıkları çıkarmakta, bunları alıp satmakta veya bunlara ilişkin hizmetleri vermekte olmalarının bir gereği olarak finansal araçlar riski yönetmekte ve riski alım satım işlemlerinin konusu yapmaktadırlar.

Allen ve Santomero'nun çalışmalarında yer alan aşağıdaki noktalar, risk yönetimi yaklaşımının diğer iki yaklaşımı (işlem maliyetleri yaklaşımını ve dengesiz bilgi dağılımı yaklaşımını) geri plana atacak kadar güçlü olup olmadığı konusunda bazı soru işaretlerinin yazarların kendilerinde de bulunduğunu göstermesi bakımından önem arz etmektedir. Bu hususların aşağıda Bölüm 3.2'te yapılan değerlendirmelerle birlikte düşünülmesi konunun olay sonrası verilerle analizi bakımından yararlı olacaktır.

Allen ve Santomero, riski yönetenlerin kararlarını ve işlemlerini doğru ve dürüst bir şekilde almalarının ve gerçekleştirmelerinin önünde birer sorun olarak yer alan işlem maliyetlerini ve temsil maliyetlerini risk yönetiminin maliyetleri olarak ele almaktadırlar. İşlem maliyetleri, alım-satımla ilgili doğrudan maliyetler yanı sıra, risk yönetimi kapsamında riskten korunmaya yönelik işlemler için gerekli bilgi sistemleri ve bununla ilgili veri sağlama gibi maliyetleri de içermektedir. Temsil maliyetleri, risk yönetiminin kendisinden kaynaklanan ve türev piyasalar ve diğer piyasalarda ortaya çıkabilen spekülasyon fırsatları ile ilişkilendirilmektedir. Allen ve Santomero, bu kapsamda Metalgesellschaft ve Barings'te ortaya çıkan skandalları saymaktadırlar.*

* Metalgesellschaft, Almanya'da kurulu bir büyük kimya şirkettir. Şirket, 1990'ların başlarında tezgâh üstü piyasada 10 yıla kadar varan vadelerle petrol teslimi taahhüdü içeren opsiyon sözleşmeleri satıp, sattığı her petrol variline karşılık borsalarda işlem gören kısa vadeli petrol vadeli işlem (future) sözleşmesi olarak vadeli işlem piyasalarında pozisyon tutmaya başlar ve kısa vadeli sözleşmeleri vadesi geldikçe yenileyerek pozisyonunu devam ettirir. 1992'de petrol fiyatları hızla düşmeye başlayınca şirketin uzun vadeli satış taahhüdü ile kısa vadeli alım yönlü vadeli işlem sözleşme değerleri arasında 1 milyar ABD dolarını aşan tutarda bir açık oluşur. Bu işlemler şirketi neredeyse batma noktasına getirir. Bu olayın ayrıntılı hikâyesi, şirkete danışmanlık da yapmış olan ünlü finans profesörü Stephen A. Ross'un 1999'da verdiği bir konuşmada (Forensic Finance: Enron and Others) yer almaktadır. Bu konuşma metnine ulaşmak için http://www.rivistapoliticaeconomica.it/nov_dic02/rossengl.pdf (Erişim: 24.03.2010). Öte yandan, Barings ise İngiltere merkezli bir banka olup, Singapur'daki birimlerinde çalışan bir vadeli işlemler piyasası işlemcisinin, 1995'te, banka hesabına Asya piyasalarında oldukça büyük riskler almasıyla ve bu risklerin gerçekleşmesiyle oluşan zarar bankayı batırmıştır.

Allen ve Santomero'nun risk yönetimi kapsamında işlem maliyetleri olarak dikkate aldıkları bilgilenme ve veri teminine ilişkin maliyetler bizim, oldukça önem vererek, öne çıkarma amacıyla olduğumuz konudur. Allen ve Santomero'nun, temsil maliyetleri ile birlikte, bilgilenme ve veri maliyetlerinden doğru karar almanın önünde bir engel olarak söz etmeleri ve bunu risk yönetiminin maliyeti kapsamında değerlendirmeleri, aşağıda Bölüm 1.4.6'da irdelleyeceğimiz üzere, finansal araçların maliyetleri arasında bilgilenme ve veri elde etme maliyetlerinin önemini ön plana çıkarmaktadır. Çünkü kanaatimizce, Allen ve Santomero'nun işaret etmek istedikleri nokta, basit bir ifadeyle, doğru bilgi ve yeterli veri olmadan risk yönetiminin yapılamayacağı olmak gerekir. Bu yüzdendir ki, bilgilenme ve veri maliyetleri risk yönetimi kapsamında bir maliyet unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Yeterli, doğru ve herkese aynı içerikte sağlanmış bilgi ve veri olmadığı takdirde risk yönetimi işlevsiz kalacaktır. Dengesiz bilgi dağılımının mevcut olduğu durumda, birbirinin aynı olmayan bilgiye sahip olan farklı kesimler, aynı risk yönetim araçlarını kullanarak farklı sonuçlara ve farklı finansman ve yatırım stratejilerine ulaşacaklardır. Bu sonucun dengesiz bilgi dağılımı durumunda ortaya çıkan kaçınılmaz bir durum olduğu tartışmasızdır ve risk yönetimi ile doğrudan bir ilgisi yoktur. Sorun, temelde bir bilgi sorunudur. Buradan hareketle, **bilgilenme sorunları aşılmadığı sürece risk yönetimi yaklaşımı ile finansal aracılığı izah etmek zorlaşmaktadır.**

Risk yönetimini, teknik detayları bu çalışmada ilginiz dışında kalmakla birlikte, kendi bakış açımızla ilgili unsurları bakımından değinmemiz gereken bir konu olarak ele almak gerektiği kanaatindeyiz. Risk, insan hayatının bütün evreleri ve alanlarında, birey olarak insanın karşısına çıkan olumsuzlukların beklenilir veya öngörülebilir olma durumu ve gerçekleşme olasılığı ve şiddetinin hesaplanabilmesi ile ilgilidir. Riskin yönetilmesi, ölçülebilen ve hesaplamaları yapılabilen bu muhtemel olumsuzlukların matematiksel modellerden veya daha basit hesaplama olanaklarından yararlanarak şiddetinin azaltılması, geciktirilmesi ve maruz kalan bakımından tamamen ortadan kaldırılması amacıyla geliştirilen araçlar ve süreçleri ifade etmektedir.

Merton⁷⁹, risk yönetimine veya riskin kontrolüne ilişkin temel yaklaşımları

1) riskten korunma (hedging),

2) çeşitlendirme

3) sigortalama

olarak sıralamaktadır.

Aşağıda Bölüm 1.7’de menkul kıymetleştirme süreci ve bu süreçteki sorunlarla ilgili açıklamalarımızda görüleceği üzere, son yılların yatırım bankacılığı faaliyetlerinde riskin aktarılması (risk transfer) oldukça önemli bir risk yönetimi yaklaşımı olarak öne çıkmış bulunmaktadır. Allen ve Santomero, riskin kaydırılması (risk shifting) terimi ile ifade ettikleri bu davranışı*, varlıkların alım satımı faaliyeti ile birlikte, bankaların (yatırım bankaları ve ticarî bankalar olmak gerekir), sigorta şirketlerinin ve diğer finans kurumlarının artan bir şekilde üzerinde yoğunlaştıkları bir faaliyet alanı olarak belirtmektedirler. Piyasalarda mevcut türev ürünlerin ulaştığı yüksek hacim ve bunların alım satım devir hızı, bu finansal kurumların temel, belki de en önemli faaliyetinin bu ürünler dolayısıyla ortaya çıkan risklerin yönetimi ile ilgili olduğuna işaret etmektedirler. Merton’ın bir risk yönetimi yaklaşımı olarak saymadığı riskin aktarılması veya riskin kaydırılması işlemi diğer üç yaklaşımla ulaşılabilecek sonuçlarla uyusmamaktadır. Riskin aktarılması işlemi riskin ortadan kaldırılması veya riskin azaltılması sonucunu doğurmamaktadır. Risk aynı özellikleri ile bir başka birime aktarılmış olmaktadır. Risk yönetiminde başvurulacak diğer üç temel yaklaşımda (riskten korunma, çeşitlendirme, sigortalama) mevcut risk ya tamamen bertaraf edilmekte

* Robert C. Merton, 05 Mart 2009’da Massachusetts Institute of Technology (MIT)’de verdiği bir konferansta 2007 yaz aylarından bu yana açık bir şekilde yaşanmakta olan krizden yola çıkarak risk konusunu ele almıştır. Bu konferansta riskin kaydırılması işleminin uygun şekilde yapılması halinde oldukça yapıcı ve başarılı sonuçlar vereceğini anlatmıştır. Krizin sebeplerinin anlaşılması bakımından, olağan dönemlerde bir satım opsiyonu yazılması işlemi ile açılabilen riskli borç verme, sigorta olarak teminatlı borç sözleşmesi (collateralized debt obligation – CDO) ve kredi ödenmeme swapı (credit default swap - CDS), bankaların mevduatının sigorta edilmesi işlemlerinin tamamında çok büyük risk unsurlarının var olduğunu, olağan zamanlarda düşük bir olasılık ile değerlendirilen bu risklerin tam olarak modellere dâhil edilmediğini ifade etmiştir. Her zaman var olan bu basit riskler, işler kötüye gittiğinde veya varlık fiyatları çok aşırı değer kaybettiğinde, giderek artan oranda bir kayıp riski yaratmaktadır. Böylece, olağan dönemlerde modellerde dikkate alınmamış olan basit riskler olağanüstü varlık değer kayıplarında çok büyük risk yaratmaktadır. Merton’a göre, matematiksel modeller basit modellerdir, soyutlamalardır, dünyadaki bütün karmaşık durumları bir arada kavrayamayabilirler ve uygulayıcının modelde, yere ve zamana göre, gerekli uyarlamaları yapması gerekir. Risk düzeyi veya kayıp olasılığı düşük (derecelendirme notu yüksek) finansal araçlar bile çok yüksek riskler içerirler. Risk yönetimi bu yüzden gereklidir ve yok olmayacak, önemi daha da artacaktır. Mesele, risk yönetimi araçlarını kullananların gerçek dünyayı tam olarak kavramamalarından ve modellerini buna uygun kurmamalarından kaynaklanmaktadır. Merton’ın kendi sözleriyle, “bizler hızlı treni ürettik ama ona uygun ray sistemini geliştiremedik. Finansal riski yönetmek için araçları bulduk ve geliştirdik, ancak bunun temelindeki mühendisliği tam olarak kavrayamadık.” Robert C. Merton’ın sözünü ettiğimiz konferansı 24 Mart 2010 tarihi itibarıyla <http://www.businessinsider.com/robert-merton-why-the-financial-train-went-off-the-rails-video-2009-4> adresinde izlenebilmektedir. Bir diğer link: <http://bit.ly/MertonatMIT> (Erişim: 24.03.2010)

(ortadan kaldırılmakta) veya mümkün olduğunca azaltılmış olmaktadır. Risk yönetimi, karşılıklı işlemlerde toplamı artı sonuç veren bir işlem olabilecekken, riskin transferi ile toplamda sonucu değişmeyen bir işlem olarak karşımıza çıkmaktadır.

Risk transferi, esas olarak, riskin doğru hesaplanmasını ve dolayısıyla, bilgilenmenin doğru ve yeterli olmasını gerektiren bir durum da doğurmamaktadır. Bu hususun doğru anlaşılması bakımından, aşağıda Bölüm 1.7’de yapacağımız açıklamaların bize yardımcı olacağını düşünmekteyiz.

Finansal aracılıkta risk yönetiminin oynadığı rol ve finansal aracılığın bu yaklaşımla açıklanabilme olanakları konusuna aşağıda Bölüm 1.4.6’da ayrıca değinilmektedir.

1.4.5. Finansal Aracılıkta İşlevsel Yaklaşım: Görev Alanları

Bhattacharya ve diğerleri⁸⁰, finansal aracılardan neden var oldukları sorusunu sorarak, cevaplarında iki temel ekonomik hizmeti sunmalarını göstermektedirler:

- i) gözetim ve izleme (monitoring and screening),
- ii) likidite kolaylıkları (liquidity provision).

Likidite kolaylıklarını, yukarıda Bölüm 1.4.4.1’de açıkladığımız finansal aracılığa işlem maliyetleri yaklaşımı kapsamındaki çalışmalarda ele alınan çerçevede değerlendirmek mümkündür. Benston ve Smith⁸¹ ile ayrıca Gurley ve Shaw⁸² tarafından değerlendirilen finansal aracılardan likidite sağlama ve bunu düşük maliyetle ve ek kolaylıklarla yapabilme becerileri bu kapsamda değerlendirilmelidir. Finansal aracılardan sağladıkları bu kolaylıkların ekonomide kaynak dağılımının etkinleştirilmesindeki, fonların akışkanlığının sağlanmasındaki, gelir ve hâsıla artışı sağlanmasındaki etki ve önemleri finansal aracılığa “işlem maliyetleri yaklaşımı” kapsamında ele alınmış bulunmaktadır.

Bhattacharya ve diğerlerinin 2004 tarihli çalışmalarındaki bu temel ayırımla uyumlu olarak finansal aracılardan iki temel görev alanından birisini **buluşturma ve kaynak dağıtım** görev alanı olarak ele alacağız.

Gözetim ve izleme, finansal aracılığın temel ikinci görev alanı olarak karşımıza çıkmaktadır. Bhattacharya ve diğerlerinin çalışmalarındaki temel ayırımla ve buraya kadarki değerlendirmelerimizle de uyumlu olarak finansal araçların iki temel görev alanından ikincisini **bilgi ve gözetim** görev alanı olarak değerlendireceğiz.

Bu ayırımla tasnif ederek işleyeceğimiz “görev alanları” yaklaşımı Allen ve Santomero’nun çalışmalarındaki⁸³ “işlevsel yaklaşım” ile de uyumluluk arz etmektedir. Allen ve Santomero, çalışmamızda esas alınan yaklaşıma uygun olarak, finansal sistemlerin “kurumsal yaklaşım” (institutional perspective) yerine “işlevsel yaklaşım” (functional perspective) çerçevesinde ele alınması gereğine işaret etmektedirler. İşlevsel yaklaşım, finansal sistemin sağladığı hizmetlere dayanarak konuyu açıklamaya çalışmaktadır. Bu hizmetler, çok temel olarak, ekonomik kaynakların ve fon akımlarının zamansal uyumunu da sağlayacak şekilde, fon arz ve talebini dengelemek üzere fon aktarımı olarak ele alınmaktadır. Bu fon buluşturma sürecinde finansal araçların yarar sağladıkları veya yararlarının öne çıktığı işlem alanlarını esas alan yaklaşım işlevsel yaklaşım olarak ele alınmaktadır. Finansal araçların faaliyet alanları bunların sağladıkları işlevleri ifade etmektedir.

Kurumsal yaklaşım ise, belli bir zaman diliminde faaliyette bulunan finansal kurumların kurumsal yapılarını esas alarak konuya yaklaşmaktadır. Bu yaklaşımda, bankaların gösterdikleri faaliyetler, sigorta şirketlerinin faaliyetleri, kolektif yatırım kurumlarının (yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi) sundukları hizmetler, menkul kıymet araçlarının faaliyetleri gibi kurumların sundukları finansal hizmetlere ve faaliyet biçimlerine dayalı bir analiz yapılmaktadır. Bu yaklaşımda, kurumların hizmet ve faaliyet biçimlerinden hareketle finansal araçlar bağlamında da bir sınıflandırma esası benimsenmektedir. Böylece, ekonomilerin tarihsel gelişim süreçleri içinde kaybolan ve gücü azalan kurum yapılarının yerine geçen yeni ve daha güçlü kurumlara göre tanımlar ve analizlerin, bu çerçevede, gözden geçirilmesi esası benimsenmiş olmaktadır.

Kurumsal yaklaşım yerine işlevsel yaklaşımın tercih edilmesi, analizlerin, ömürleri veya ekonomik yapıdaki önemleri geçici olabilen kurumsal yapıların yaşam süreciyle sınırlandırılmasını önlemiş olmaktadır. Örneğin, yatırım fonlarının ABD’de

1960’larda, Türkiye’de 1990’larda yaygın olarak ortaya çıkmış olması ile bu tarihler öncesinde finansal aracılığın bünyesinde var olan veya münhasıran bu kurumsal yapılar yerine başka şekillerde de yaygınlaşabilecek olan portföy yöneticiliği ve portföy işletmeciliği faaliyetlerini bu kurumsal yapılara dayanarak analiz etmek finansal aracılığın bu işlevini kurumsal yapının biçimsel ve genellikle hukukî düzenlemelerin zorladığı sınırlılıkları içine hapsederek analiz etme tehlikesini ortaya çıkarmaktadır. Finansal aracılığın unsurları ya da finansal aracılığa ilişkin temel görev alanları bu yaklaşımla ele alındığında, ya ilgili görev alanının işlevsel niteliklerinden kopuk bir sınıflamaya gidilmiş olmakta ya da gereksiz bölüntülenmelere gidilmiş olmaktadır. Şöyle ki, temel olarak finansal aracılığın buluşturma ve kaynak dağılımı görev alanı içinde yer alan ticarî bankacılığın mevduat kabul etme ve kredi verme faaliyeti ile şirketlerin borçlanma senetlerini halka arz ederek fon temin işlemlerinde aracılık yapan menkul kıymet araçlarının aracılık yüklenim ve menkul kıymetlerin halka satışına aracılık işlemleri tamamen farklı işlevler ve faaliyet alanları imiş gibi ele alınarak işlevsellikten uzak değerlendirmeler ortaya çıkmış olmaktadır.

Allen ve Santomero’ya göre⁸⁴, finansal kurumlar zaman içinde gelişim ve değişime uğramakta, yok olup yeni tipleri ortaya çıkabilmektedir. İşlevsel gereklilikler farklı gruplamalar içinde ve farklı şekillerde sunulsa da hizmet veya ürün geliştirme ve çıkarma (origination), dağıtımını yapma (distribution), sürekliliğini sağlama (servicing) ve fonlama (funding) gibi işlevler müşterilerin ihtiyaçlarına cevap vermek bakımından bunları sunan kurumların kendisine ve bunların sundukları ürünlere kıyasla kalıcı bir özellik göstermektedir. Bazı ürünler birbiriyle rekabet halindeki kurumlar tarafından değişik biçimlerle sunulabilmektedir. Burada değişmeden kalan unsur bu ürün veya hizmetin işlevi olmaktadır.

Böylece, Allen ve Santomero, finansal aracılık teorisinde işlem maliyetleri yaklaşımının ürün ve hizmetlerin dağıtımını yapma işlevini açıklayan bir yaklaşım olarak görülebileceğini belirtmektedirler. Dengesiz bilgi dağılımı yaklaşımının ürün geliştirme ve sürekliliğini sağlama işlevine dayandığını da aynı kapsamda ifade etmektedirler.

Buna benzer bir diğer yaklaşım olarak, Tadesse, finansal piyasaların ve finansal kurumların ekonomide iki önemli rolü olduğundan hareket etmektedir⁸⁵:

(i) tasarrufların harekete geçirilmesi, farklı risk unsurlarının bir araya getirilmesi ve risk paylaşımı yoluyla sermayenin etkin dağılımına sağladıkları katkı (dağıtım fonksiyonu),

(ii) şirket dışından şirkete fon sağlayanlara şirket içindeki karar alıcıları gözetim altında tutmaları için çeşitli mekanizmalar sunarak, sorumlu iyi yönetim (governance) ve kontrolün geliştirilmesine sağladıkları katkı (Kurumsal yönetim fonksiyonu).

Tadesse'nin yukarıdaki ayırımı, genel bir bakış açısı olarak, bu çalışmanın amaç ve kapsamı bakımından da uygun bir ayırım olarak karşımıza çıkmaktadır. Gerçekten de, finansal aracılığı açıklamaya yönelik yaklaşımlardan çıkarılabileceği gibi, finansal aracılık, tarihsel gelişimi bakımından ve varlık sebebini açıklamaya yönelik yaklaşımlar bakımından iki temel işlev açısından ele alınmakla çok daha anlaşılır ve kullanışlı bir kalıba oturmaktadır. Aşağıda bu iki işlev ayrı başlıklar altında incelenerek, finansal aracılığı açıklamaya yönelik yaklaşımlarla da uyumlu bir işlevsel ayırım esas alınmaktadır.

1.4.5.1. Buluşturma ve Kaynak Dağıtım Görev Alanı

Finansal aracılığın tarihsel olarak ilk ve en temel işlevi, ekonomide fon ihtiyacı içinde olan kesimlerle elinde fon fazlası bulunan kesimlerin buluşturulması ve bu şekilde ekonomide etkin kaynak dağılımında oynadıkları rol ile ilgilidir. Yukarıda ele alınan, finansal araçların piyasaya katılımı kolaylaştırıcı işlevleri ile ilgili değerlendirmeleri de bu kapsamda ele almak gerekmektedir. Buluşturma ve kaynak dağıtım görev alanı işlem maliyetlerinin düşürülmesi işlevini tamamıyla kapsamına almaktadır. Fon arz ve talebinin buluşturulması ve kaynakların etkin dağılımına yapılacak katkı buna ilişkin maliyetlerin mümkün olduğunca düşük tutulmasını şart koşmaktadır. Çünkü ekonomik birimlerin kendi başlarına daha düşük maliyetle yapabilecekleri fon arama ve fon bulma işlemleri aracılığa duyulan ihtiyacı ya oldukça azaltacak ya da tamamen ortadan kaldıracaktır. İşlem maliyetlerinin mümkün olduğunca

düşük tutulmasının sağlanması fon arz ve talebinin önündeki işlem maliyeti engelini mümkün olduğunca ortadan kaldırarak ekonomide fon akışkanlığını artıracak ve kaynak dağılımında etkinliğe yönelik önemli bir aşama kaydedilmiş olacaktır.

Buluşturma ve kaynak dağıtımı finansal aracılığın ortaya çıkışı ile ilişkilendirilerek ele alınabilir. Elinde fon fazlası olan ile fona ihtiyacı olanı buluşturma işi finansal aracılığın ortaya çıkışını açıklamaktadır. Finansal aracının olmadığı durumda, her iki tarafın birbirleri ile karşılaşabilmeleri ya şansa bağlı olacak ya da çok önemli arama maliyetlerine katlanmak zorunlu olacaktır. Finansal aracı, tarafların katlanacakları arama maliyetlerini ortadan kaldırmakta ve bunun yerine kendi komisyon veya benzeri gelirini koyarak buluşmanın maliyetini oldukça azaltmış olmaktadır.

Finansal aracılık ekonominin temel bir ajanı haline geldikten sonra da işlem maliyetlerinin mümkün olduğunca düşürülmesi suretiyle çok sayıda fon arz eden ve talep edenin piyasaya katılımını sağlama amacına hizmet etmektedir. Bu şekilde, daha çok sayıda ve daha çeşitli ihtiyaç ve beklentiler içindeki fon arz ve talep edenlerin bu farklı ihtiyaç ve beklentilerinin karşılanması sağlanmakta ve bu sayede kaynak dağılımının etkinleştirilmesine katkı sağlanmış olmaktadır.

Bu alanın finansal araçların ilk ve temel bir görev alanı olduğu gerçeği, 2007 yaz aylarında ABD’de başlayarak 2008 Eylül ayında çok sayıda finans kurumunu kredi ve likidite darboğazına sokan krizde açıkça görülmüştür. 2008 Eylül ayında ABD’deki bazı büyük finans kurumlarının batması, başka bir kurumla birleşmesi ya da devlet kaynaklarıyla desteklenmesi olaylarının hemen arkasından bütün finans kurumları birbirleri hakkında güven kaybı yaşamaya başlamış, bankalar ve diğer finans kurumları birbirlerine ve şirketler kesimine borç verme konusunda çekingen davranmaya başlamışlardır. Şirketler kesiminin kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılamak için yaygın olarak başvurdukları finansman bonosu (commercial paper) piyasası adeta tamamen ortadan kalkmıştır. Temmuz 2007’de 2,2 trilyon ABD Doları ile en yüksek düzeyine ulaşan piyasadaki toplam finansman bonosu hacmi 20 Ekim 2008 haftasında 1,445 trilyon ABD Doları seviyesine düşmüştür.⁸⁶ Bu azalış 14 Eylül 2008’den başlayarak kredi piyasalarında başlayan daralma ile bankaların finansman bonosu aracılığından kaçınmaları da etkili olmuştur. Öyle ki, ABD şirketler kesiminin en büyüklerinden olan

General Electric bile finansman bonusu ihracı yoluyla kaynak sağlama olanağını kullanamaz duruma gelmiştir. Bankaların şirketlere kredi vermek bir yana birbirlerine borç vermekten kaçındıkları benzer bir durum 2001’de Türkiye’de yaşanan bankacılık krizi sırasında da görülmüştür. Türkiye’nin yaşadığı bu kriz bankacılık sistemini kapsayan çok kapsamlı yasal düzenlemeler yapılarak ve kararlar alınarak kontrollü bir yola sokulabilmiştir. ABD’de 2008 Eylül ayında oldukça şiddetlenen kriz de kapsamlı yasal düzenlemeler ve piyasaları düzenleyici kurumların çok istisnai karar ve uygulamaları ile görece kontrollü bir yola sokulabilmiştir. Bu kapsamda, ABD merkez bankacılığı otoritesi FED’in şirketlere fon akışının neredeyse tamamen kesilmesi nedeniyle oluşabilecek darboğazları aşmak için 1930’lu yıllardan beri ilk defa şirketlerin teminatlı veya teminatsız finansman bonolarını doğrudan satın almaya başlayacağını açıklaması⁸⁷ ve daha sonra bu işlemlere başlaması gibi önlemler finansal araçların buluşturma görev alanı açısından önemli bir malzeme sağlamaktadır.

Finansal araçların bu en temel görev alanının piyasa unsurları tarafından işletilemez ve sürdürülemez hale geldiği aşamada piyasalara dışarıdan bir müdahalenin, bir kamu otoritesinin müdahalesinin yapılması gereği ortaya çıkmaktadır. Piyasaların kendi dinamikleri çerçevesinde işleminin tehlikeye girdiği her krizde, bir devlet müdahalesi olmadan krizin aşılamaması genel bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır.⁸⁸ Finansal krizlerden çıkarılan politika deneyimleri, finansal aracılığın buluşturma görev alanının gerektiği gibi işlemez bir hale geldiği aşamada yetkili kamu otoritelerinin etkili müdahaleleri ile finansal araçların buluşturma görevini tam olarak işler hale getirmelerinin zorunluluğuna işaret etmektedir. Etkin ve gerekli müdahalelerin yapılmaması ekonomide geri dönülemez zararlara yol açma ihtimali taşımaktadır. Bu ihtimaldir ki kamu otoritelerini ve gerektiğinde yasama organını çok hızlı ve etkin araçlarla sistemi işler hale getirecek karar ve uygulamalara yöneltmektedir. Yetkili otoritelerin bu müdahalelerde gecikmeleri de benzer şekilde ciddi ve kalıcı olumsuz ekonomik etkiler doğurmaktadır.

Bu açıklamalardan çıkarmak istediğimiz sonuç, finansal araçların buluşturma ve kaynak dağıtımı görev alanının genel ekonomik durum ve gelişme açısından da taşıdığı önem dolayısıyla vazgeçilemez bir varlık sebebi olduğu hususudur. Ekonomide

fon akımlarının ucuz ve etkin bir şekilde akışını sağlayarak, kaynak dağıtımında etkinliğin sağlanması finansal aracılığın en önemli ve en temel görev alanı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıda Bölüm 1.4.2’de açıklanan Levine ve diğerlerinin çalışmaları⁸⁹, finansal aracılığın buluşturma ve kaynak dağıtımı görev alanının gelişmişlik düzeyi ile bağlantılı bir şekilde ülke ekonomik performansına etkisine işaret etmektedir. Dolayısıyla, ülke ekonomisinin performansı ve genel gelişmişlik düzeyi finansal aracılığın buluşturma ve kaynak dağıtımı görev alanında gösterdiği gelişmeye ve performansa oldukça bağlı olmaktadır. Bu bakımdan da, buluşturma ve kaynak dağıtımı görev alanı finansal aracılığın temel açıklayıcı unsuru olarak ele alınmalıdır. Bu görev alanı ile ilgili gerekli unsurlar ve aşamalar tamamlanmadan finansal aracılıkla ilgili başka bir görev alanı tanımlamak finansal aracılığın işlevsel etkinliğini oldukça düşürecektir.

Buluşturma ve kaynak dağıtımı görev alanı, finansal aracılığın bütün kurumları bakımından ortaya çıkan ve dikkate alınması gereken bir tanımsal alandır. Ticarî bankacılık kapsamındaki işlemler, menkul kıymet aracılık işlemleri, fon ve portföy yönetimi işlemleri, sigortacılık işlemleri, kooperatif ve sandık gibi dayanışmaya dayalı oluşumlar, yatırım ve varlık danışmanlığı kapsamındaki işlemler ve bunların çevresinde yer alan finansal işlem ve süreçlerde temel unsur fon arz ve talebinin buluşturulması ve kaynak dağıtımında etkinlik (en düşük maliyet ve en iyi sonuç) olarak karşımıza çıkmaktadır. Ekonomide fon arz ve talebinin buluşturulması ve kaynak dağıtımında etkinlik sağlanması ve her ikisinin de en düşük maliyetle ve en iyi sonuç alınacak yöntem, süreç usul ve mekanizmalar kullanılarak yapılması finansal aracılığın en temel, olmazsa olmaz görev alanını oluşturmaktadır.

1.4.5.2. Bilgi ve Gözetim Görev Alanı

Günümüz itibariyle, finans piyasalarında, finansal aracılığın buluşturma ve kaynak dağıtımı görev alanı ile ilgili olarak önemli aşamalar kaydedilmiş bulunmaktadır. ABD’de 1974’te menkul kıymet alım satımlarında aracılardan uyguladıkları komisyon oranlarının serbest bırakılması ile yaşanan rekabet bu oranları

oldukça düşük düzeylere getirmiştir. Ülkemizde de 2002'den başlayarak dereceli olarak azaltılan ve 2005'te tamamen serbest bırakılan borsa işlemlerinden alınan komisyon oranları aracı kurumların rekabeti ile oldukça düşük düzeylere kadar inmiştir. 1990'lardan sonra ve özellikle 2000'lerde bilgi işlem ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmeler işlem ve iletişim maliyetlerinin oldukça azalmasına yol açmıştır. Bu süreçler doğal olarak, finansal aracılığın buluşturma ve kaynak dağıtımı görev alanı ile ilgili yüklerini azaltmış ve fon arz ve talebinin karşılaşmasının önündeki birçok fiziksel engeli ve maliyetleri çoğu durumda ihmal edilebilir noktalara getirmiştir. Bir önceki alt bölümde açıklandığı gibi, buluşturma ve kaynak dağıtımı görev alanı ile ilgili aksamaların şiddetli hale gelmesi düzenleyici kamu otoritelerinin müdahalesini zorunlu kılan bir acil durum halini alabilmektedir.

Finansal aracılığın buluşturma ve kaynak dağıtımı görev alanı ile ilgili gereklilikler ve uygun ortam sağlandıktan sonra ele alınması gereken husus, finansal işlemlere taraf olanların bilgilenme ihtiyacıdır. Dengesiz bilgi dağılımının finans piyasalarındaki yaygınlığı ve bu durumun finans piyasalarının her alanında yarattığı sorunlar bu çalışmanın çıkış noktasını oluşturmaktadır. Çalışmanın genelindeki birinci tezimiz, finansal aracılığın bilgi toplama ve bilgi sağlama işlevlerinin vazgeçilemez olduğu ve bu işlevleri yetkinlikle yerine getirebilmek için finansal araçların bir gözetim görevi üstlenmelerinin gerekliliği ile ilgilidir.

Finans piyasalarında dengesiz bilgi dağılımı (informational asymmetry) öteden beri piyasaların doğasında var olan ve önemi ve derecesi giderek artan bir sorun olarak kalıcı bir özellik göstermektedir. Bu durum, çok temel olarak, borç alanın kendi finansal gücü ve ödeme olanakları konusunda, borç verene kıyasla çok daha fazla bilgi sahibi olmasından kaynaklanan borç alanın borç verene karşı üstünlüğü durumudur. Basit olarak örneklediğimiz bu durum, bir alım satım işleminde veya bir kredilendirme işleminde veya bir özsermaye sağlama işleminde veya bir temsil eden ve temsil edilenin söz konusu olduğu her durumda ortaya çıkan bir tarafın diğer tarafa kıyasla bilgi üstünlüğüne sahip olmasından kaynaklanan sorundur.

Dengesiz bilgi dağılımının varlığı, bir'den fazla döneme yayılan sözleşmelerde, bilgi üstünlüğü olan tarafın sözleşme süresi boyunca gözetim altında tutularak, bilgi

üstünlüğü olmayan tarafın haklarının korunmasına yönelik tedbirler alınması gereğini ortaya çıkarmaktadır. Çok basit olarak Bölüm 1.1’de ele aldığımız gözetim ihtiyacı finansal aracılıkla bağlantısı kurulmadan önce fon aktaranın ya da fon temin edenin doğal bir hakkı olarak ele alınmak gerekmektedir. Bireysel insan doğasının kişisel faydayı öne çıkardığına ilişkin klasik iktisadın mikro analiz kabulü terk edilmediği sürece bu gereklilikten vazgeçme olanağı da bulunmamaktadır. Böylece finansal aracılığın gözetim görevi, dengesiz bilgi dağılımının doğal bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal aracılıkla bağlantısı kurulacak olan bu görev, çok temel bir şekilde, mevduat bankacılığı örneğinde açıklanabilmektedir. Şöyle ki, çok sayıda tasarruf sahibinden topladığı mevduatı krediye dönüştüren mevduat bankası, borçlu olduğu tasarruf sahiplerini temsilen, kredi kullananları, her bir kredinin vadesi boyunca, kredinin geri dönüşünü sağlamak bakımından gözetim altında bulundurma yükümlülüğü taşımaktadır. Uygulamada, mevduat bankalarının bu yükümlülüğü çoğu zaman başarılı ve gayretli bir şekilde yerine getirdikleri gözlenmektedir. Öyle ki, verilen bir kredinin geri dönüşünün olmaması durumunda, öncelikle, kredinin açılışında veya kredinin vadesi boyunca herhangi bir veya bir’den fazla dönemde gözetim görevinin ifasında zafiyete düşülmüş olmasından şüphelenmek gerekmektedir. Bu çalışmanın temel yaklaşımlarından birisi, mevduat bankaları için doğrudan dile getirilebilen bu görevin sermaye piyasasında faaliyet gösteren finansal kurumlar bakımından analiz edilmesidir.

Bu çerçevede, finansal araçların dengesiz bilgi dağılımının azaltılması ve gözetim görevi konusundaki rolleri aşağıdaki bölümlerde ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

1.4.6. Risk Yönetimi ve Finansal Aracılık

Özellikle, 1990’lardan başlayarak, bilgi işlem teknolojilerindeki gelişmelerin de katkısıyla, finansal araçların ve finans yöntemlerinin gösterdiği gelişme risk yönetiminin önemini giderek artırmıştır. Öyle ki, bazı yazarlar finansal aracılığın işlevleri bakımından risk yönetimini öne çıkarmaya ve daha büyük bir vurgu ve önemle ele almaya başlamışlardır. Allen ve Santomero⁹⁰ ve ayrıca Merton⁹¹, risk yönetimini, finansal aracılığın 1970’lerden itibaren görülen gelişmeler ve 1990’lardan itibaren aldığı şekil bakımından temel bir işlev olarak kabul etmişlerdir.

Allen ve Santomero, risk yönetimini, son otuz yıldaki gelişmelerle birlikte finans kurumlarının üstlendikleri ve yapısal olarak benimsemeleri gereken bir konu olarak ele alırken, Merton, hane halkının ve diğer ekonomik birimlerin tikel risk durumları ve risk tercihlerini finansal araçların kendi uzmanlıklarından yararlanarak formüle edilecek yöntem ve araçlarla yönetmeleri yönünde bir gidişe ve finansal aracılıkla ilgili bu yönde bir geleceğe işaret etmektedir.

Risk yönetimi uygulamaları giderek gelişen bilgi işlem teknikleri ve istatistik uygulamalarına temelden bağlıdır. Risk yönetiminin giderek artan önem ve kabulünün arkasında, teknolojik gelişmelere bağlı olarak karmaşık istatistik ve matematik modelleri işleyebilme ve sonuçlar üretebilme olanaklarının gelişmesinin oldukça etkili olduğu tartışmasızdır.⁹² Ancak, modelleme ve bilgi işleme aşamasından önce, riski yönetilecek varlık veya yükümlülük ya da gelir veya gider akımının riskini değerlendirmeye yetecek bir bilgi setinin elde bulunması gerekmektedir. Kurulacak model ne kadar basit veya karmaşık olursa olsun, modelde yer alan risk unsurlarının kesin ve tam olarak tanımlanmış ve buna ilişkin bilgi gereksinimlerinin eksiksiz olarak karşılanmış olması halinde hatalardan görece uzak bir risk değerlendirmesi ve yönetimi mümkün olabilecektir.

Bu çalışma, risk yönetiminde ortaya çıkan bilgilenme gereğinin açıkladığı çerçevede, finans piyasalarında var olan dengesiz bilgi dağılımı tespitinden yola çıkarak, piyasa kaynaklı finansmanla ilgili olarak, finansal araçlara yüklenebilecek bir gözetim görevini tanımlamayı ve buna ilişkin uygun bir model geliştirebilmeyi amaçlamaktadır. Dengesiz bilgi dağılımı finans piyasalarının öyle büyük bir sorundur ki bu sorunu azaltmaya yönelik bütün araçlar bile etkisini sınırsız bir şekilde gösterememektedir. Şöyle ki, aşağıdaki bölümlerde ayrıntılı olarak ele alınacak olan gözetim işlevinin diğer kurumsal yapılara kıyasla daha doğrudan ve kolayca hayata geçirildiği ticarî bankacılıkta bile bankadan kredi alan girişimcinin bankaya karşı bir bilgi üstünlüğü bulunmaktadır. Bu bilgi üstünlüğü, kredi açılışı aşamasında ve devamında, bilgi paylaşımı konusunda kredi alanın banka ile işbirliği içinde olup olmama tercihinine göre derecesi artan veya azalan bir sorun olarak sürekli var olacaktır. Bu durum veri iken, bankanın karşı taraf riskini azaltmak için kurabileceği risk yönetimi

modelleri içinde mutlaka bir eksik bilgi unsuru bulunacağı açıktır. Bankanın sağladığı kredi tutarının kredi alanın nakit akımlarına kıyasla çok yüksek bir fazlalık göstermemesi ya da, diğer bir deyişle, nakit akımlarına kıyasla düşük bir kredi tutarı bankanın karşı taraf riskini oldukça düşürebilecektir. Ancak, hiçbir borçlanmada, bu borç yeterli teminata bağlanmış bile olsa, borçlunun ödeme gücünün düşmesi, nakit akımlarının azalması ve varsa, teminatın değerinin azalması riskleri tamamen ortadan kaldırılamayacaktır. Bu durum, borç vermede karşı taraf riskinin hiçbir zaman tamamen ortadan kalkmayacağını kabul etmeye bizi yöneltmektedir.

Aynı sonucu, risk yönetimi kapsamında dikkate alınması gereken diğer risk türleri için de kabul etmek yanlış olmayacaktır.

Örneğin, operasyonel riskin ölçümündeki güçlükler bu riskin öngörülebilmesi, hesaplanabilmesi ve bu riskten korunabilmesi bakımından da ortaya çıkmaktadır. Operasyonların niteliğinden kaynaklanan belirsizlikler ve birçok operasyonun ve buna ilişkin risklerin sayısallaştırılmasındaki güçlükler buna ilişkin riske maruz kalma olasılığını sürekli olarak canlı tutmaktadır.

Piyasa riski, piyasadaki katılımcıların olası durumlar karşısındaki beklenen davranışlarını dikkate alarak duyarlı analizler yapmayı gerektirmekte ve çok sayıda kişi ve kurumun gelecekteki karar ve işlemlerine dayalı öngörüler yapmayı gerekli kılmaktadır. Bu şekilde çok sayıda belirsizliğin var olduğu durumlarla ilgili bilgi eksikliği risk yönetimini zorlaştırmaktadır.

Sistemik risk, yönetilmesi ya da ortaya çıkışının önüne geçilmesi düzenleyici kurumlara ve kamu otoritelerine bırakılmış bir risk türü gibidir. Gerçekten de, piyasa katılımcılarının kendi bireysel karar ve işlemleri ile önlemleri ve yönetmeleri mümkün olmayan bu risk türünü bir risk yönetim modeline dâhil ederek anlamlı değerlendirmelere ve sonuçlara ulaşmak, çoğu durumda, mümkün olmayacaktır. Sistemik risk, genellikle piyasada önemli bir payı olan bir finansal kurumda başlayan bir finansal sorunun büyük bir hızla diğer finansal kurumlara da ulaşarak peşi sıra genel olarak sistemi tehdit eder şekilde yaygınlaşması ile kendini göstermektedir. 2008 yılı Eylül ayında ABD’de en büyük 4 yatırım bankasından birisi olan Lehman Brothers’ın

batması ile başlayan süreç giderek sistemi tehdit eder hale gelerek ABD'deki finansal piyasaları düzenlemekle görevli bütün kurumların acil müdahalesini gerekli kılmıştır. Ancak bu toplu ve kararlı müdahalelerden sonradır ki sistemik risk yaygınlaşmadan önlenebilmiştir.

Bu açıklamalarla ulaşmak istediğimiz sonuç, risk yönetiminin çok boyutlu ve çok kapsamlı bir bilgi setini başlangıçta zorunlu kıldığıdır. Risk yöneticisinin, her bir risk türü ve bunlara ilişkin tüm risk unsurları ile ilgili olarak yeterli bilgilenme düzeyine ulaşmadan bu riskleri yönetebilmesi olanaksız olmasa da oldukça zor olacaktır. Konumuzla ilgili olarak vurgu yapmamız gereken husus, bu çerçevede risk yönetiminin bilgilenme açısından karşılaşılabilecek zorluk değil, bu zorluğu aşmak ve risk yönetiminin kalite düzeyini artırmak için ortaya çıkan bilgilenme ihtiyacının zorunluluğudur.

Gerçekten de, risk yönetimi öncelikli olarak belli düzeyde bilgilenmeyi gerektirmektedir. Eksik bilgilenme ile riskleri tanımlamak, ölçmek, değerlendirmek, hesaplamak tam olarak yapılamayacağı için tam bilgilenmeye kıyasla oldukça hatalı sonuçların ortaya çıkması olağan hale gelecektir. Bu noktada, literatürde Knight belirsizliği (Knightian uncertainty)⁹³ olarak bilinen tam bilinmezlik durumu ile ölçülebilmenin söz konusu olduğu risk kavramı arasındaki ayrımın akılda tutulması gereğine işaret etmek de yararlı olacaktır. Buradaki değerlendirmelerimiz ölçülebilir değişkenlerin ve durumların var olduğu bir yapıya dayanmaktadır. Risk yönetimi ancak tanımlanabilir ve ölçülebilir risklerin varlığı halinde sonuç elde edilebilen bir süreçtir.

N. Roubini, ABD'de başlayan krizin Eylül 2008'deki şiddetine ulaşmasından 1 yıldan fazla bir süre önce yazdığı bir makalede⁹⁴ içinde bulunulan durumu risk kavramından çok bir Knight belirsizliği durumu ile açıklamanın daha doğru olacağına işaret etmektedir. Tarihte farklı ölçekte birçok örneği bulunan bu gibi kriz durumlarında risk yönetimi sonuç alınabilecek bir yöntem olmaktan çıkmaktadır. Ancak, yönetilemeyen ya da yönetilmek üzere dikkate alınmayan risklerin bir sonucu olarak ortaya çıkan krizlerden de bu bakımdan ders çıkarma gereği bulunmaktadır. Finansal araçların risk yönetimi ile ilgili görevi konusundaki değerlendirmelerimiz, bu ders çıkarma gereğinden ve tarihte çok sık rastlanmayacak bu büyüklükteki bir krizi günlük

olarak izleme ve gözlemlene olanağına sahip olma avantajını değerlendirebilme heyecanımızdan da esinlenmektedir.

2007 yaz aylarında ABD’de başlayan krizin ilk sonuçları ve buna ilişkin değerlendirmeler, bu krizin, iyi yönetilmeyen ya da hiç yönetilmeyen risklerin bir sonucu olarak ortaya çıktığına işaret etmektedir. Menkul kıymetleştirme uygulamalarının kazandığı yaygınlık ve türev araçların giderek daha karmaşık ürünler halinde sunuluyor olması ve 1970’lerden başlayarak kapsamı ve etkisi genişleyen düzenlemelerin gevşetilmesi (deregulation) süreci finansal ürünlerde ve piyasalarda risk ile ifade edilemeyecek derecede belirsiz durumları artırmış bulunmaktadır. Aşağıda Bölüm 1.7’de menkul kıymetleştirme ile ilgili olarak ifade ettiğimiz dengesiz bilgi dağılımını artırıcı durum, ABD’de piyasalarda düzenlemelerin gevşetilmesinin de bir sonucu olarak, yaygın bir uygulama haline gelmiştir. Diğer gelişmiş ülkelerde aynı yaygınlık düzeyine ulaşmamış ve gelişmekte olan ülkelere iç piyasalarda çok düşük düzeyde uygulanmış da olsa, “küreselleşme” kavramı ile açıklanan, ekonomilerin ve finans işlemlerinin kazandığı uluslar arası ve hatta uluslar üstü nitelik ABD’de başlayan bir sürecin diğer dünya ülkelerinde değişik boyutlarda ortaya çıkması sonucunu doğurmaktadır. Böylece bir gelişmiş ülkenin kendi ekonomisi ile ilgili kararları ve uygulamalarının dünya üzerinde etkilerinin olması, dünya ekonomisi içinde önemli bir yeri olan bir ülkedeki piyasalara ilişkin eksik ve hataların diğer tüm ülkelere de yayılma gerçeği tek bir ülke örneğinden yola çıkarak yaptığımız değerlendirmelerin diğer ülkeler bakımından göz ardı edilmemesi gereğine işaret etmektedir.

Bu çerçevede, finansal ürünlerin giderek karmaşık hale gelmesinin, kamu otoritelerinin düzenleme ve denetim zafiyetleri ile birleşmesi ile birlikte, yıllarca süren ve kartopu gibi kendini besleyerek büyüyen ve bir çığ haline gelen bir bilgi eksikliği ve dengesiz bilgi dağılımı süreci yaratılmış olmaktadır. Karmaşık finansal araçların ya da finansal ürünlerin* ortaya çıkışı yanı sıra, geleneksel finansal yapıların, ilişkilerin ve araçların daha karmaşık şekiller almakta olması da bilgilenme sorunlarını artırmaktadır.

* Son yıllarda finansal “araç” kavramı ile birlikte ve belki de zaman zaman bundan daha yoğun olarak finansal “ürün” kavramının yaygınlaşması sürekli olarak karmaşıklık ve belirsizlik düzeyi artan araçların tasarlanarak piyasaya çıkarılması eğilimi ile de ilgili olsa gerektir. Artık piyasada öteden beri var olan, alım-satıma konu ve bir finansman aracı olarak kullanılagelen menkul kıymetlerden çok müşterisinin ihtiyaçlarına ve finansal durum

Yapılandırılmış finansman (structured finance) yaklaşımı ile birbirine eklemlenmiş oldukça karmaşık ve zincirleme türev işlemlerden oluşan ürünlerin doğasında var olan risklerin ölçülme ve hesaplanma güçlüğü, nitelikli yatırımcılar (profesyonel yatırımcılar)* için bile oldukça güç olmaktadır. Kredi ödenmeme swapı (credit default swap - CDS)[†] gibi bazı finansal ürünler ise bünyesinde var olan

ve tercihlerine bağlı olarak şekli ve içeriği, risk düzeyi belirlenen özel tasarım “ürün”lerin baskınlığından söz edilmektedir. Hem yatırım bankalarının ve hem de derecelendirme hizmeti veren kurumlar gibi yan hizmetler veren kurumların gelirleri içinde bu gibi ürünlerden elde edilen payın artması bu ürünlerin geliştirilmesi için de önemli bir teşvik unsuru olmaktadır.

* Profesyonel ya da nitelikli yatırımcı kavramı ile, genellikle, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, emeklilik fonları, portföy yönetim şirketleri gibi yatırım ve portföy yönetimi konusunda hizmet veren kurumlar yanı sıra yatırıma yönltilmek üzere ayrılan fonları belli bir büyüklüğün üstüne çıkan bireysel yatırımcılar kast edilmektedir. Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: IV No: 39 İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmasına İlişkin Esaslar Tebliği’nde yer alan “Nitelikli Yatırımcı” tanımı şu şekildedir: “Yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibarıyla en az 1 milyon YTL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler”.

[†] CDS, iki kişi arasında yapılan bir anlaşma ile bir borçlanma aracının yükümlülüklerinin vadesinde ödenmemesi veya bir finansal kurumun iflâs anlaşması (konkordato) veya iflâs ilan etmesi halinde bu sözleşmeyi satanın diğerine ödeme yapmasını ve sözleşmeyi satın alanın da sözleşme süresi boyunca satıcıya dönemlik prim ödemesini içeren bir sözleşmedir. Şekli itibarıyla bir sigorta sözleşmesine benzemekle birlikte, swap olarak adlandırılması, ABD’de sigorta sözleşmelerinin özel düzenlemelere tabi olması ve swap sözleşmeleri konusunda özel düzenlemelerin bulunmamasına bağlanmaktadır. Bu sözleşmede, vade tarihinde ya CDS alıcısı ilgili borçlanma aracını CDS satıcısına teslim ederek anlaştıkları parayı tahsil etmekte ya da borçlanma aracının piyasa fiyatı ile anlaştıkları tutar arasındaki farkı ödemektedir. CDS alıcısı CDS’e konu borçlanma aracına sahip olup bu işlemi korunma ve sigorta amaçlı yapabileceği gibi, borçlanma aracına sahip olmadan spekülasyon amaçlı da yapabilmektedir. CDS, ABD’de tutsata dayalı menkul kıymetlerin ödenmeme riskinden korunma amaçlı olarak bankalar tarafından kullanılmaya başlanmıştır. CDS primindeki artış ilgili kredinin ödenebilme olasılığının azaldığını göstermektedir. 13.11.2008 tarihli The Wall Street Journal gazetesi (“Spotlight Shines on Swap Brokers” başlıklı haberde), CDS işlemlerinde aracılık yapan brokerların işlemlerinin manipülatif eylemler içerdiği kanaatiyle ABD Federal Savcılığı ve ABD menkul kıymetler ve borsalar düzenleyici kurumu SEC’nin soruşturma ve inceleme başlattığını yazmıştır. Bu haberde de yer aldığı gibi, bu ürünlerdeki en büyük tehlike, işlemlerin en başından itibaren sözleşmenin karşı tarafının işleme aracılık eden broker tarafından alıcıya açıklanmaması ve böylece karşı taraf riskinin bilinemez olmasıdır. CDS, özü itibarıyla bir sigorta işlemi olmasına karşın CDS sözleşmesinin sigorta poliçesi olarak kabul edilmemesi ve ayrıca menkul kıymet olarak da kabul edilmemesi durumları, çok büyük ölçüde düzenleme dışı kalmış bu işlemlerin kontrolsüz yükselişinin ardındaki temel nedenler olarak kabul edilmektedir. Uygulamada, bir menkul kıymet alım satım aracı (broker) kurumun ihale (auction) usulü ile satışı yoluyla fiyatı oluşan CDS’de karşı taraf bilgisinin açıklanmıyor olması en önemli bilgi sorunu olarak ortaya çıkmaktadır. Hatta söz ettiğimiz gazete haberi, piyasa uygulamasında bazı durumlarda, karşı taraf bilgisinin açıklanmasının gayri ahlaki (unethical) kabul edildiğini yazmaktadır. Karşı taraf bilgisinin olmaması nedeniyle, karşı taraf riskinin (counterparty risk) hesaplanamaması ve ihalede fiyatlamının bu eksik bilgi ile yapılması, tartışmasız, çok önemli bir bilgi sorunudur. Ayrıca, tanım itibarıyla, iki taraflı bir işlemde, en önemli bilgi unsurunun karşı taraf hakkındaki bilgi olması bu sorunun kazandığı önemin derecesi konusunda fikir verebilir. Zira karşı taraf riskini yönetmenin iki temel yönteminden birisi tarafların birbirlerini yeterli derecede tanımlarını ve riski değerlendirmelerini sağlayacak bilgi akışının sağlanması; ikincisi ise, bir merkezî takas kurumunun tarafların risklerini üstlenerek karşı taraf riskini işlemin tarafları bakımından ortadan kaldırmasıdır. Örneğin, karşı taraf riskinin önemli olduğu vadeli işlemlerle ilgili olarak, düzenlenmiş piyasalarda (vadeli işlem ve opsiyon borsalarında) genellikle, borsanın bünyesindeki takas sistemi ya da ilgili takas kurumu karşı taraf riskini üstlenerek işleme dâhil olmaktadır. Bu sebeplerle, CDS’le ilgili bilgi sorunu, hemen hemen tam bir belirsizlik sorununa dönüşmüş olmaktadır. Belirsizlik, risk hesaplamasına ve yönetimine olanak tanımayan bir durum olarak kabul edilmektedir. CDS işlemlerindeki bu belirsizlik durumunun ABD’deki yatırım bankalarına, fiyatlamada kâr marjını yüksek tutarak yüksek gelir olanağı sağlaması CDS işlemlerinin hacim artışını açıklayan diğer önemli bir göstergedir. Sözü ettiğimiz gazete haberine göre, kriz öncesinde, ABD’deki en büyük yatırım bankalarının gelirlerinin yüzde 15 ilâ yüzde 25 aralığındaki kısmı CDS işlemlerinden kaynaklanır hale gelmiştir.

bilinmezlikler veya ölçme sorunları nedeniyle tamamen kontrolsüz bir risk unsuru olarak sistemde yaygınlık kazanmış bulunmaktadır. Krizin oldukça şiddetlendiği 2008 Eylül ayı ve sonrasındaki günlerde CDS'lerin yaratabileceği zararı tahmin etmek bile olanaksız bir durum olarak ele alınmıştır. Zira vadesi dolmadan bir kredinin ödenip ödenmeyeceği de belli olmayacağından, bu krediye dayanarak çıkarılan CDS'in fiyatlamasını vadeden önce yapabilmek mümkün olamamaktadır. Buradaki temel sorun, CDS'in taşıdığı riski ölçebilmek için buna yönelik bilgi setine ulaşma olanağının bulunmamasıdır.

Riski ölçmek ve değerlemek için riskin niteliklerine ilişkin yeterli ya da hiçbir bilginin olmaması riskin yönetilmesi olanağını ortadan kaldırmaktadır. Dolayısıyla, karşımıza öncelikle bilgilenme ihtiyacı çıkmaktadır. Bu ihtiyaç bizi doğrudan, finansal araçların bilgi sağlama ve gözetim görev alanına götürmektedir. Riskin yönetilmesi ancak belli bir bilgilenme düzeyinden sonra gerçekleşmesi mümkün olabilen bir faaliyettir. Dolayısıyla asıl olan, riskin yönetilmesi için gerekli usuller ve araçlar da dâhil olmak üzere bütün bilgi setinin risk yönetimine aday taraflara eşit ve dengeli olarak sağlanması olmaktadır. Bizatihi riskin nasıl yönetileceği konusu da dâhil olmak üzere, riski yönetmenin bütün bilgi gereklilikleri sağlanmadan ya risk tam olarak yönetilemeyecek veya hiç yönetilmemiş olacaktır.

1.5. Finansal Aracılık ve Gözetime İlişkin Çalışmalar

1.5.1. Bilgi Üretiminde Finansal Araçlar ve Gözetim Davranışı

Finansal araçların bilgi üretme fonksiyonları ile ilgili çalışmalara yukarıda Bölüm 1.4'te ele alınan "Dengesiz Bilgi Dağılımı Yaklaşımı" başlığı altında kısaca değinmiş idik. Leland ve Pyle⁹⁵ finansal araçların bilgi üretmedeki üstünlüklerini esas alarak, banka tipi finansal araçlardan borç alan girişimcilerin finansman sağladıkları projeye kendi servetlerinden yatıracakları paranın büyüklüğüne göre projenin kalitesi hakkında bir sinyal vermiş olacaklarını kabul etmektedirler. Dolayısıyla, Leland ve Pyle'nin analizlerinde bir kapalı kutu olarak kabul edilebilecek şirket hakkındaki bilgi, şirketi kuran girişimcinin veya yönetmekte olan yöneticinin vereceği sinyallere dayalı

olarak üretilebilmektedir. Leland ve Pyle'in analizinde, finansal aracilar bu bilgi sinyallemede temel bir rol üstlenmemektedir.

Campbell ve Kracaw⁹⁶ ise, 1980 tarihli çalışmalarında, bilgi üretiminde finansal araciları analize dâhil etmektedirler. Yazarlar, bilgi üretiminin maliyeti yüksek bir faaliyet olması nedeniyle, her bir yatırımcının başlangıçtaki servetinin bilgi üretimi faaliyetine girmek için yeterli olmayacağı ve bu kısıtın bireysel yatırımcı için bilgi üretim faaliyetine giriş engeli yaratacağı sonucuna ulaşmaktadırlar. Bu durumda, finansal araciların gelir getiren diğer faaliyetleri yanı sıra bilgi üretimini de sürdürmeleri daha uygun bir durum olarak değerlendirilmektedir.

Aşağıdaki alt bölümde ayrıntılı olarak ele alacağımız üzere, Diamond, 1984 tarihli çalışması⁹⁷ ile dengesiz bilgi dağılımının geçerli olduğu bir modelde, bu dengesizliğin ortaya çıkaracağı sorunları (çıkar çatışması, ahlakî bozulma tehlikesi ve ters seçim sorunu gibi) çözmeye yardımcı olmak üzere, bilgi üretme görevinin münhasıran finansal aracılara⁹⁸ verilmesi gerektiğini değerlendirmektedir. Öyle ki, Diamond'ın bilgi üreten finansal aracısı tek bir kurum olacak ve dolayısıyla tekel gücüne sahip olacaktır. Diamond'ın bilgi üreten finansal aracısı bu faaliyetinden de gelir elde edebilecektir.

Diamond'ın 1984 tarihli bu çalışması, dengesiz bilgi dağılımı sorunlarını çözmek bakımından, finansal araciların bilgi üretme ve dağıtma görevleri ve olanakları konusunda, sonraki yıllarda yapılan çalışmaların temel referansını oluşturmaktadır.

Campbell'in 1987 tarihli çalışmasına göre⁹⁹, tasarruf sahiplerinin likidite olanakları ve tercihlerinin farklı zamanlarda ortaya çıkması dolayısıyla, elindeki riskli varlığı likit varlık haline getirmek isteyen tasarruf sahibi bu riskli varlığı değerlemek için bir maliyete katlanmak zorunda kalacaktır. Bu süreçte finansal aracının görevi değerlendirme maliyetleri (valuation costs) ile ilgili hizmetleri tasarruf sahibine vermek olacaktır. Temel olarak, finansal aracısı bu süreçte, tasarruf sahibinin elindeki varlığın değeri ile ilgili bilgi üreterek, Leland ve Pyle'in borçlunun performansı ile ilgili sinyal vermesinden daha ileri bir hizmet vermiş olmaktadır. Campbell, değerlendirme maliyetlerinde tasarruf sağlamakla ilişkilendirdiği finansal aracının görevini Diamond

ve Dybvig'in¹⁰⁰ tasarruf mevduatı ile sınırladığı alandan çıkarmakta ve daha farklı sözleşmelerin de söz konusu olabileceği bir analiz temeli sağlamaktadır.

Boyd ve Prescott¹⁰¹, Diamond'ın analizinde bilgi üretiminin fon arz ve talep eden kesimler ile finansal aracılar arasında aracılık sözleşmesinin imzalanmasından sonra başlayacağı varsayımı yerine, sözleşme imzalanmadan önce bilgi üretiminin başlayacağını kabul etmektedirler. Diamond'ın bilgi üretiminin bir finansal aracının kendisi tarafından tek başına gerçekleştirilmesi varsayımının aksine Boyd ve Prescott'un çalışmalarında finansal aracılardan işbirliği yaparak bilgi üretecekleri varsayımı geçerlidir. Boyd ve Prescott'un analizinde, sözleşme öncesi ve sözleşme sonrası bilgi kaynaklarından herhangi birisi finansal araçlara açık olmadığı takdirde; diğer bir deyişle, finansal aracılardan aracılık sözleşmesi öncesi veya sonrası bilgi kaynaklarına ulaşamadıkları takdirde, finansal aracılık gereksiz hale gelecektir. Boyd ve Prescott, bütün finansal aracılardan eşit özelliklere ve donanıma sahip olmaları durumunu ve sözleşme imzalandıktan sonra bilgi üretiminin yasaklandığı durumu bilgi kaynaklarına ulaşamama durumları olarak kabul etmektedirler. Böylece, finansal aracılardan işbirliğini gerekli kılan husus proje sahiplerinin yatırım fırsatlarına ilişkin özel bilgiye sahip olma üstünlükleri nedeniyle ortaya çıkan bilgi üretiminde etkinlik ihtiyacıdır. Boyd ve Prescott, iki dönemi kapsayan ve birinci dönemde edinilen bilginin ikinci dönemde projelerin değerlendirilmesinde kullanıldığı bir modelde, sayılabilir ve çok sayıda finansal aracının bulunduğu bir ekonomide, finansal aracılardan değerlendirme (evaluation) işlemleri sonucu ortaya çıkan bir ters seçim (adverse selection) sorununun olduğunu ve bilgi üretiminin söz konusu olduğu bir ortamda finansal aracılardan işbirliği yapmasının gerekli olduğunu göstermektedirler. Ters seçim sorunu proje sahipleri ile finansal aracılardan arasındaki dengesiz bilgi dağılımının bir sonucudur. Dolayısıyla, Boyd ve Prescott, dengesiz bilgi dağılımının var olduğu ve bilgi üretiminin yapıldığı bir ortamda finansal aracılardan işbirliği yapmasını gerekli görmektedirler. Bilgi ile ilgili bu iki durumdan herhangi birisi olmadığında finansal aracılığa gerek kalmayacaktır. Boyd ve Prescott, banka tipi bir finansal aracıyı esas alarak yaptıkları bu analizde, finansal aracılığa olan ihtiyacı ortadan kaldıracak olan bilgi sorunlarının veya üretiminin olmayacağı durumu menkul kıymet piyasalarının var olması ile açıklamaktadırlar. Dolayısıyla, Boyd ve Prescott'a göre, dengesiz bilgi

dağılımının olmadığı veya finansal aracılar tarafından bilgi üretimin yapılmadığı veya mümkün olmadığı durumda, menkul kıymetler piyasası daha basit bir mekanizma olarak ortaya çıkacaktır. Boyd ve Prescott, banka tipi finansal aracılık ile menkul kıymetler piyasasının bilgi üretiminde birlikte, yan yana bulunup bulunamayacakları hususunu araştırılması gereken bir konu olarak bırakmaktadırlar.

Bu çerçevede, yukarıda Bölüm 1.4.4.2’de açıklanan Leland ve Pyle¹⁰², Campbell ve Kracaw¹⁰³ ve Allen¹⁰⁴’in analizlerinden ve ayrıca Boyd ve Prescott¹⁰⁵’nin değerlendirmelerinden de yararlanarak, bilgi dağılımında dengesizliğin aşılmasında kilit rol oynayan finansal aracılardan, bilgi toplamanın ve dağıtmanın bir gereği olarak gözetim işini de yapıyor olmaları gerekmektedir. Kuşkusuz ki gözetim görevi bilgi toplamanın ve dağıtmanın kendiliğinden bir sonucu olarak ortaya çıkan bir durum değildir. Gözetim, buraya kadar açıkladığımız çerçevede ve bundan sonraki kısımlarda da yapacağımız değerlendirmeler bakımından, finansal aracılığın varlık sebebi olarak ortaya çıkan bir durumdur.

Bilgi toplama ve dağıtma işi, Diamond’ın da 1984 tarihli çalışmasında öngördüğü bir yaklaşımla, bilgiyi toplayan finansal aracının, gözetim süreçlerinin ortaya çıkardığı maliyetleri karşılayabilmesini de sağlamak bakımından ve ayrıca bilginin bir kez üretildikten sonra kamu malı olabilmesinin ortaya çıkaracağı bedavacılık ve gözetimsizlik sonuçlarını aşmak bakımından gözetim ile birlikte yürütülmesi daha etkin sonuçlar doğurabilecek bir faaliyeti ifade etmektedir.

Leland ve Pyle’a göre, bilgi toplama işi toplanan bilginin doğruluğunun test edilmesini gerekli kılan bir süreci de kapsamaktadır. Çünkü Leland ve Pyle’ın analizinde, finansal aracı bilgi toplama maliyetine katlanırken, topladığı bilgiyi başkasına aktarmadan kendi menfaatine kullanabilme hakkına da sahip olarak hareket etmektedir. Bilginin doğruluğunun test edilmesi gereği, her şeyden önce, finansal aracının kendi menfaati için gereklidir. Aksi halde, yanlış ve yanıltıcı bilgiyi kullanarak zarar etme durumunda kalabilecektir. Dahası, bu gereklilik, Leland ve Pyle’ın analizinde, bilgi dağılımındaki dengesizliğin azaltılması çerçevesinde, finansal aracılığın varlık sebebi olarak ortaya çıkmaktadır. Dengesizliği azaltılacak olan bilgi,

kuşkusuz ki, doğru ve yeterli bilgi olmak gerekir. Aksi halde, finansal araçlar güven kaybı sorunu yaşayacaklar ve finansal aracılık tamamen işlevsiz hale gelebilecektir.

Bu çerçevede, finansal araçların gözetim işlevi ya da gözetim görevi, titizlikle ele alınması gereken bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Diamond'ın 1984 tarihli çalışması¹⁰⁶, finansal araçlara verilmiş gözetim görevini, ahlakî bozulma tehlikesi (moral hazard) sorununu dikkate alarak, finansal aracının bu görevini tam olarak yapabilmesi için çeşitlendirme gereğini ve varlığını sürdürebilmesi için gözetim sırasında sağlanan bilgiden gelir elde etme olanağını bir model içerisinde inceleyen ilk çalışma ve finansal aracılık teorisine yapılmış önemli bir katkı olarak kabul edilmektedir. Diamond'dan sonra bazı yazarlar finansal araçların gözetim görevini farklı bakış açılarını ve unsurları dikkate alarak değerlendirmişlerdir.

Williamson¹⁰⁷, Diamond'la uyumlu olarak, borç verenler ve borç alan girişimcilerin esas alındığı bir modelde, borç verenlerin her birinin kendisi için ayrı ayrı yapacağı gözetim faaliyetinin borç verme işleminden elde edilecek nihaî getiriye azaltacağı sonucuna ulaşmaktadır. Williamson, gözetimin gerekliliğini açıklamaya yönelik değerlendirmede girişimcilerin rasyonel (kendi çıkarlarını öne çıkarır) olduklarını var saymaktadır. Aksi durumu girişimcinin “*hastalıklı bir şekilde dürüst*” (pathologically honest) olduğu durum olarak almakta ve bu hastalık derecesinde dürüst girişimcinin borç verenlere yalan söylemeyeceğini, yalan söylemek kendi bireysel çıkarına uygun olsa bile borç verenlere doğruyu söyleyeceğini varsaymaktadır. Bu durum gözetimi gerektirmeyen bir durum olacaktır. Çünkü girişimci borç verenlere projesi ile ilgili bütün doğruları ve sadece doğruları söylediği takdirde, borç veren tarafından gözetim maliyetine katlanmanın ek bir getirisi olmayacaktır. Bu çerçevede, Williamson'ın “rasyonel” kabul ettiği, mantıklı davranan girişimci ahlakî bozulma sorunu yaşayacak ve kendi çıkarına olduğu takdirde borç verenlere yalan söylemeyi tercih edecektir. Bu durum borç verenlerin gözetim yapmasını zorunlu hale getirmektedir. Her borç verenin aynı girişimci ile ilgili olarak ayrı birer gözetim faaliyeti sürdürmesi borç verenlerin nihai getirilerini azaltacağına göre gözetimi daha az maliyetle yapmanın bir yolu olması gerekmektedir.

Williamson, borç verenlerin aralarından bir temsilciyi atayarak tek bir borç verenin diğer borç verenleri temsilen gözetim yapması ve tek bir defa gözetim maliyetine katlanılması durumunu da analiz etmektedir. Bu durumda da, kendisi de borç veren olan temsilci gözetimcinin girişimci ile gizli anlaşma yaparak proje getirilerini diğer borç verenlerin zararına olacak şekilde yeniden paylaşma yolunu seçebilmesi imkân dâhiline girmektedir. Dolayısıyla, Williamson’a göre, borç verenlerin kendi aralarından birini temsilci atayarak mükerrer gözetim maliyetlerinden kurtulmaları işler bir yöntem olarak gözükmemektedir. Williamson bu seçeneği reddederken sadece temsilci olarak atanan gözetimci ile girişimci arasındaki gizli anlaşma durumundan söz etmektedir. Dolayısıyla, yazarın analizinde, diğer borç verenler adına gözetim yapacak borç veren temsilcinin borç alanla yapabileceği gizli anlaşma bizi borç verenlerden oluşan küme dışından bir temsilci-gözetimci aramaya yöneltmektedir.

Borç verenlerin kendi aralarından seçerek atayacakları temsilci gözetimci seçeneğini de reddettikten sonra, Williamson, bu görevin finansal araçlara verilmesi seçeneğini analiz etmektedir. Williamson, finansal aracıyı, çok sayıda borç verenden topladığı fonları çok sayıda girişimciye aktaran bir borç veren birey ve gözetim yapan temsilci olarak ele almaktadır. Borç aldığı ve borç verdiği birimlerin sayısının çok yüksek olması finansal aracıya “büyük sayılar kuralı”ndan yararlanma olanağı vermektedir. Böylece, finansal aracı, faaliyet dönemi sonunda iyi ve kötü sonuç açıklayacak girişimcilerin dağılımını veya birbirine oranını kesin bir şekilde öngörebilmektedir. Williamson’ın, bu öngörü gücünü, sadece “büyük sayılar kuralı”na bağlamasının istatistiksel bir kabul olduğuna dikkat etmek gerektiği kanaatindeyiz. Dolayısıyla, gözlem sayısının çok büyümesi halinde dağılımın normal bir dağılım göstereceği ve ortalama değer etrafında yoğunlaşacağı kabulü finansal araçların veya girişimcilerin projeye özgü davranışları konusunda bir fikir vermemektedir. Bu durum, her bir girişimcinin projesine doğrudan bağlı olmayan, sabit geri ödemelerden oluşan bir ödeme sisteminin finansal aracı tarafından uygulanabilmesine olanak tanımaktadır. Williamson bu sonucun elde edilmesi için finansal aracı sayısı çok fazla artarsa borç alanların sayısının da büyük sayılar kuralının işlemesine olanak verecek ölçüde artmasını yeterli koşul olarak kabul etmektedir. Diğer bir ifadeyle, her bir aracının her bir borç alanı ayrı ayrı gözetime tabi tutması gerekeceğinden, finansal aracı sayısı aşırı

arttığında, gözetimin getirisi gözetimin maliyetini karşılamayacaktır. Bu sonucun ortaya çıkmaması için, finansal aracı sayısı ile gözetime tabi tutulacak borç alan sayısı arasında öyle bir denge olmalıdır ki hem büyük sayılar kuralının işlemesine olanak verecek büyüklükte bir borç alan sayısı ile finansal aracı ortalama bir getiriye garanti altına alabilmeli ve hem de bütün finansal araçların katlanacağı gözetim maliyetinin gözetim gelirleri toplamını aşmaması garantiye alınmış olmalıdır. Böylece, finansal araçların faaliyete devamlarını sağlayacak kadar çok sayıda girişimcinin (borç alanın) varlığı garanti edilmiş olmaktadır. Williamson'ın analizinde, finansal aracılık piyasasına girişin serbest olması nedeniyle, denge noktasında, kullanılmamış hiçbir kâr fırsatının kalmayacağı ve sonuç olarak finansal araçların sıfır kâr elde edecekleri çıkarımı yapılsa da başarılı sonuç açıklayan girişimcilerden elde edecekleri getirinin borç verenlere ödenecek sabit tutarı aşan kısmı finansal aracının getirisini oluşturacaktır. Bu yapıda, finansal aracı kâr etmemiş olsa bile katlandığı gözetim maliyetlerini tamamen karşılamış olacaktır.

Williamson, modelinde tanımladığı finansal araçların gerçek hayat örneğine uyumlu olduğunu aşağıdaki dört hususu belirterek göstermeye çalışmaktadır^{108*}:

- Finansal aracının çok sayıda borç verenden elde ettiği fonları çok sayıda girişimciye vererek sağladığı çeşitlendirme olanağı finansal aracıya gözetim yapması için doğru teşvikleri sağlamakta ve ahlakî bozulma tehlikesi sorununu bertaraf etmektedir.

- Finansal araçların varlıklarının özellikleri ile yükümlülüklerinin özellikleri farklılık göstermektedir. Finansal aracının varlıkları girişimcinin başarılı sonuç elde etmesine bağlı, kesin olmayan bir alacak iken, yükümlülükleri herhangi bir şarta bağlı olmayan ve mutlaka ödenmesi gereken tutarlardır.

* Boyd ve Prescott'nun 1986 tarihli çalışmalarında, finansal araçların gerçek hayat özellikleri olarak yukarıdaki açıklamalar aynı kapsamda sıralanmaktadır. Boyd ve Prescott, "finansal aracı" tanımlarına menkul kıymet aracı kurumlarının ve borsaların girmediğini, finansal aracı kavramı ile ticarî bankaları, tüketici finansman kurumlarını ve diğer tasarruf ve kredi kurumlarını kavradıklarını belirtmektedirler.

- Finansal aracilar bilgi işleyen kurumlardır. Borç alanları gözetime tabi tutmak için bilgi toplar ve böylece finansal aracıya borç verenler gözetim yapma kaygısı hissetmezler.

- Finansal aracilar, özel olarak da bankalar, kendilerine borç verenlerle borç sözleşmeleri yaparlar. Borç sözleşmelerinin gözetimi projenin başarısız olmasını önlemeye yönelik bir iflası önlemenin maliyeti şeklinde ele alınabilecek gözetim maliyeti içermektedir. Sonuç olarak gözetim maliyeti girişimciye yansıyan bir kalem olmaktadır.

Williamson'ın analizlerinin, modeldeki bütün unsurların riske duyarsız olduğunu ve gözetimin yapılması ve yapılmaması şeklinde iki gözetim durumu olduğunu, şarta bağlı bir gözetim durumunu var saymadığını göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Riske duyarsız olma durumu Diamond'ın da 1984 tarihli çalışmasındaki temel varsayımlarından birisidir. Borç verenlerin ve borç alanların riske karşı duyarlı olmaları halinde riskten kaçınma davranışı gösterecekleri ve borç verirken ve projeleri üstlenirken risk değerlendirmesi de yaparak karar verecekleri kabul edildiğinde sonuçlar daha karmaşık bir analizi gerekli kılacaktır. Buna benzer bir durum olarak, gözetimin duruma bağlı veya rastgele olması da aynı şekilde analizi zorlaştıracı bir durum olacaktır. Çünkü bu son durumda, stokastik analizler yapmak zorunlu hale gelmektedir.

Williamson, çalışmasında,¹⁰⁹ gözetim maliyetinin üç farklı durumuna (bir durumda sıfıra eşit olmak üzere) bağlı olarak rakamsal bir uygulama yapmaktadır. Bu uygulama, diğer hususlar yanında, gözetim maliyetinin sıfır olması durumunda fon fazlası olanların girişimcilere borç vermeleri için finansal aracılara gerek olmayacağını, diğer bir deyişle, finansal aracılığın ancak ve ancak gözetim maliyetinin sıfırdan büyük olması durumunda anlamlı olacağını göstermektedir. Aynı uygulama, gözetim maliyetlerindeki büyük artışların ekonomide üretim şokları yaratacağını göstermektedir. Bu son noktayı biraz daha açmak gerekirse, iki dönemli bir modelde ve birinci dönemdeki gözetim sonuçlarına göre ikinci dönemdeki davranışın belirleneceği varsayımı altında, birinci dönemde proje başarısızlıklarının yüksek çıkması gözetim gereğini ve buna bağlı olarak ortalama aracılık maliyetlerini artıracaktır. Bu durum, ikinci dönemde daha az borç verilmesini doğuracak ve genel üretim azalacaktır. Bu da

Williamson'a göre, gözetim maliyetlerinin artmasının üretim şoku yaratıcı etkisine işaret etmektedir.

Bu analizdeki sonuçlardan Williamson'ın 1987 tarihli çalışması açısından en önemlisi, finansal aracılığın daha önceki çalışmalarda parasal etkiler ve sonuçlar bakımından ele alınmış olması durumuna karşılık, bu çalışma ile reel üretim şoklarının finansal aracılığın varlık sebebini açıklamaya uygun ve yeterli olduğunun gösterilmiş olmasıdır. Williamson, ekonomideki devrevî hareketlerin iflasları ve başarısız girişimleri artıracığını kabul ederek bunun gözetim ihtiyacını ve gözetim maliyetlerini artıracığını ve gözetim maliyetlerindeki artışın da genel aracılık maliyetlerinde artış doğuracağını, bu aracılık maliyeti artışının esas olarak girişimciye yansıtacağını ve sonuçta girişimcinin maliyetlerini artırarak başarısızlıkları ve ekonomik şokları artıracığını göstermektedir. Williamson, finansal aracılığın varlık sebebini açıklanmasını parasalcı yaklaşımın etkisinden kurtarıp reel ekonomik durumların gereği ve sonucu olarak açıklamayı hedeflemekte ve bunu sağlamaktadır.

Bu yaklaşımla, Williamson, finansal aracılığı açıklamaya yönelik işlem maliyetleri yaklaşımını ihmal etmiş olmakta ve borç verenin gözetim ihtiyacını esas alarak, gözetimin finansal araçlara görev olarak verilmesinin daha etkin sonuçlar doğuracağını göstermektedir. Öyle ki gözetim maliyetinin olmadığı (sıfır olduğu) durumda, her borç veren bir maliyete katlanmadan kendi gözetimini yapabilir olacağından finansal araçların varlığı için açıklayıcı sebep kalmamaktadır. Bu çerçevede, kanaatimizce, Diamond'dan sonra Williamson, finansal araçların gözetim görevinin reel ekonominin gereklerine uygun bir açıklama temeline oturtulması için oldukça uygun bir analiz ve yorum getirmiş olmaktadır. Diamond'dan sonra Williamson, finansal araçların gözetim görevini açıklamak ve doğru anlamak bakımından oldukça önemli araçlar sağlamıştır.

1.5.2. Banka Tipi Finansal Araçlar ve Gözetim Görevi

Diamond'ın 1984 tarihli çalışması¹¹⁰, finansal araçların **gözetim görevini** ilk kez dile getiren temel bir çalışmadır. Yazar, ticarî banka tipi finansal araçları dikkate alarak, dengesiz bilgi dağılımından kaynaklanan bilgi sorunlarını çözmek üzere

gözetimin gerekliliğini ve gözetim sürecinde karşılaşılabilecek sorunları incelemiş ve gözetim işinin finansal araçlara tasarruf sahiplerince verilmiş bir görev olarak dikkate alınması gereğine işaret etmiştir. Daha iddialı bir şekilde ifade etmek istersek, Diamond'ın yaklaşımı gözetim faaliyetinin finansal araçların görevi olmasının doğal olarak ortaya çıkan bir zorunluluk olduğunu göstermektedir.

Diamond, borç verenler ile borç alanlar arasındaki teşvik* (incentive) sorunlarını çözmede yararlanmak üzere gözetimde kullanılacak bilginin üretimi ile ilgili maliyetin azaltılmasına dayanan bir finansal aracılık teorisi geliştirmektedir.

Diamond'a göre banka tipi bir finansal aracı, borç verdiği firmalarla imzaladığı borç sözleşmelerinin gözetimini yüksek bir maliyete katlanarak yapma görevi ile yetkilendirilmiştir. Bankanın gözetim yapmasını teşvik problemini çözmek için, bilginin elde edilmesi işinin sınırlı sayıda elde toplanması büyük bir maliyet avantajı sağlamaktadır, çünkü bunun alternatifi ya her borçlunun gözetimi bizzat yapması halinde katlanılacak maliyetin mükerrerliği ya da bedavacılar (free-rider) sorunu denilen hiç kimsenin gözetim yapmamasıdır.

Diamond, borç verenlerin borç alanları gözetim altında tutmaları için önemli bir teşvik sorunu olduğunu kabul etmektedir. Şöyle ki, her borç verenin ayrı ayrı gözetim bilgisi toplaması maliyetlerin tekrarlanmasına yol açarak bir mükerrer maliyet sorunu ya da hiç kimsenin gözetim için bilgi toplamaması sonucuna götürecek bir bedavacılık sorunu doğuracaktır. Bu gibi teşvik sorunlarının çözümü, gözetim işlevinin araçlara yüklenmesi ile bulunabilecektir. Araçlar, kendilerine verilen gözetim görevini (delegated monitoring) yaparken bilgi üretmek durumundadırlar. Diamond, aracının karşılaşıacağı teşvik sorunlarının çözümü için gerekli maliyete “görev maliyeti” (delegation cost) demektedir.

Diamond'a göre, çeşitlendirme (diversification) aracılıkta maliyet avantajı sağlamak için gerekli temel unsur olmaktadır. Ennis¹¹¹ de, çeşitlendirme konusunda

* Borç verenler ile borç alanlar arasındaki teşvik sorunlarına aşağıda Bölüm 2.2'de ayrıntılı olarak değinilecektir. Teşvik sorunları, çok kısa olarak, borç verenin borca konu fonların kendi çıkarlarını da gözeticek bir şekilde ve varsa borçlanma sözleşmesi hükümlerine uygun olarak borç alan tarafından yönetilmesini ve yönlendirilmesini sağlamak veya bunu garanti altına almak istemesinden kaynaklanan ve borç alanın kendi çıkarını ön plana alarak sayılan esaslara uymaması ve borç verenin çıkarlarını gözetmemesi şeklinde ortaya çıkabilecek sorunlarla ilgilidir. Sorun, daha yalın olarak, borç verenin borç alanı dürüst davranmaya nasıl teşvik edebileceği sorunudur.

aynı yaklaşımı benimsemekte ve temsil sorunlarına yönelik etkin çözüm için çeşitlendirmeyi yararlı görmektedir. Yukarıda Bölüm 1.4.4’de açıklandığı üzere, çeşitlendirme, finansal araçların ayakta kalabilmesi ve etkinlik için birçok yazar tarafından dile getirilen bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır. Diamond’ın çalışmasında¹¹² çeşitlendirme, her koşulda, borç alan tarafı gözetim altında tutmak için bir aracıya başvurmayı haklı kılan sebeptir ve ekonomideki herkes riske duyarız (risk neutral) olsa bile önemlidir. Çeşitlendirme, farklı risk grupları itibariyle bağımsız risk kalemlerini sınıflandırarak ya da veri bir ölçeğe eklenecek bağımsız yeni risk öğeleri yoluyla sağlanabilmektedir. Dolayısıyla, çeşitlendirme mevcut risklerin kategorilere ayrılarak değerlendirilmesi yoluyla riskin yönetilmesi veya yeni risk unsurlarının eklenmesi yoluyla riskin dağıtılması şeklinde ele alınmaktadır. Diamond, yeni risk öğelerinin eklenmesi suretiyle çeşitlendirme sağlanması şeklinde ele alınan ikinci yöntemi P. Samuelson’ın “büyük sayılar yanılgısı”na (fallacy of large numbers) atıfla açıklamaktadır.

Büyük sayılar yanılgısı (ya da büyük sayılar kuralı), çok sayıda öğenin kütleyle eklenmesi yoluyla dağılımın normal dağılıma yakınlaşacağı kabulünü içermekte ve böylece risk unsurlarının normalleştirilmesi sonucunun sağlanacağını varsaymaktadır.* Hellwig¹¹³, finansal aracının riske duyarlı olması, diğer bir deyişle riskten kaçınması durumunda Diamond’ın büyük sayılar kuralının işlemeyeceğini ifade etmektedir. Çünkü bu durumda, her bir finansal aracının riske duyarlılığını dikkate alarak fon verdiği şirketlerle ilgili risk değerlendirmelerini içeren bir analize başvurmak gerekmektedir.

* Paul A. Samuelson, “Risk and Uncertainty: A Fallacy of Large Numbers”, *Scientia*, April-May 1963, ss. 50-55. *Büyük Sayılar Yanılgısı*, istatistiksel olarak eşit olasılık dağılımına sahip olmakla birlikte az sayıda gözlemin bir yöne doğru baskın olacağı, ancak gözlem sayısının çok büyük rakamlara ulaşması halinde bütün gözlemlerin olasılık dağılımının ortalamaya yaklaşacağı kanaatine dayanmaktadır. Samuelson, ileri düzeyde matematik bilgisi olmayan bir arkadaşına, arkadaşının söyleyeceği taraf gelmezse arkadaşının \$100 kaybedeceği, ancak gelirse \$200 kazanacağı bir yazı-tura oyunu teklif eder. Arkadaşı, bu oyunu 1 defa oynamaları halinde iddiaya girmeyeceğini, ancak oyunun üst üste 100 atışla oynanması halinde iddiaya gireceğini söyler. Gerekçesi ise yüzde 50-50 olasılık dağılımında, bir atışlık oyunda kaybedeceği tutarın kendisi için önemli olduğu, çok sayıda atış halinde toplam atışların yüzde 50-50 olasılık dağılımı civarında bir sonuç vereceği ve 100 atış sonunda, net olarak kazançlı olacağı düşüncesidir. İstatistikî olarak her bir yazı-tura atışı yüzde 50-50 olasılık içermesine rağmen, az sayıdaki atışta bu olasılık dağılımının oluşmayabileceği düşüncesiyle, kaybetme riski de kazanma riski kadar yüksek algılanacaktır. Çok sayıda (ne kadar çok olacağı konusunda bir kural yoktur) gözlemin bir arada değerlendirilmesi durumunda olasılık dağılımı ortalamaya yaklaşacaktır. İstatistikte gözlem sayısı sonsuza gittiğinde, olasılık dağılımının normal bir dağılımı yansıtacağı ilkesinin temelini oluşturan bu yaklaşım James Bernoulli (1654-1705) tarafından *Büyük Sayılar Kuramı* olarak adlandırılmıştır. Samuelson, istatistiksel olarak, 1 atışın sonucuna razı olmayan kişinin 1+1 atışın sonucuna da aynı tepkiyi göstermesi gerektiğini ifade etmektedir. Samuelson’a göre, bu algılamının farklı olması gelir seviyesi gibi başka faktörlerin etkisinde olacak ve 1 atışta kaybedilme olasılığı bulunan tutarın kaybeden açısından taşıdığı önem bu seçimde etkili olacaktır.

Bu kabuller, Diamond'ın riske duyarsızlık varsayımı dolayısıyla doğrusal olarak ele alınabilen fayda veya getiri fonksiyonunun bu defa doğrusal olmayan ve her bir proje için risk değerlendirmesini gerekli kılan bir fonksiyonla ele alınmasını gerektirmektedir. Böylece, finansal aracının getiri/fayda fonksiyonu doğrusal olmayan bir şekil almaktadır. Bu şekilde, Diamond ve Hellwig'den yola çıkarak, kanaatimizce, finansal aracının riske duyarlı olmasının finansal aracılığı oldukça zorlaştırarak doğrudan finansmanı (piyasa kaynaklı finansmanı) cesaretlendiren bir sonuca götürmesini beklemek gerekmektedir. Maliyetli-durum-tespiti (costly-state-verification) ortamı yaratacak olan riske duyarlılık hali, finansal aracılığı, doğrudan finansman seçeneğine kıyasla daha yüksek maliyetli hale getirebilecektir. Sonuç tamamen riske duyarlılık derecesi ile projelerin risk durumlarına bağlı olacaktır.

1.5.2.1. Gözetim Maliyeti ile Temsil Maliyetinin İlişkilendirilmesi

Hellwig, 2000 tarihli çalışmasında¹¹⁴, doğrudan finansman* durumunda ortaya çıkacak temsil maliyetlerinin (agency costs) finansal aracılığın var olması halinde katlanılacak gözetim maliyetlerinden daha yüksek olması halinde, finansal aracının riske duyarlı olduğu ortamda da finansal aracılığın doğrudan finansmana tercih edileceğini göstermektedir. Böylece, gözetim maliyetleri temsil maliyetlerinden daha düşük olduğu sürece, finansal araçların gözetim yaparak verecekleri aracılık hizmeti doğrudan finansmana baskın gelecektir. Dolayısıyla, Hellwig, Diamond'ın riske duyarsız kabul ettiği finansal araçların riske duyarlı olması halinde de gözetim görevini üstlenerek var olacaklarını ve gözetim maliyetlerinin temsil maliyetlerinden düşük olması şartına bağlı olarak aracılı finansmanın doğrudan finansmana baskın geleceğini göstermiş olmaktadır.

Diamond'a göre, sözleşmelerin borç verenle borç alan arasında yapılması halinde, çok sayıda borç verenin olması gözetim maliyetini oldukça yükseltebilecektir. *m* tane borç veren varsa, riskli bir projeyi finanse etmek isteyen riske duyarsız[†] bir

* Hellwig'in doğrudan finansman tanımı, herhangi bir aracılık hizmetine başvurmadan nihai yatırımcının (final investor) girişimci ile doğrudan finansman ilişkisine girdiği durumu anlatmaktadır.

† Kanaatimizce, Diamond'ın modelinde, girişimcinin riske duyarsız olması, projenin gerçekleştirilmesinde risk unsurlarının dikkate alınmaması sonucu, her risk düzeyinde projenin uygulanmasını sağlamaktadır. Projenin risk içermesi ise fon sağlayanların gözetim ihtiyacını açıklamaktadır. Risksiz projenin gözetimi ekonomik açıdan gerekli veya kabul edilebilir olmayacaktır.

girişimci için m tane gözetimci olacaktır. Her bir gözetimcinin katlanacağı ve gözetimci sayısına bağlı bir değişme göstermeyen maliyet $K > 0$ ise, toplam gözetim maliyeti $m \cdot K$ kadar olacaktır. Bu durum, ya gözetim için katlanılan yüksek bir maliyet ya da gözetimin sağlayacağı düşük fayda nedeniyle, hiç bir borç verenin gözetim yapmayacağı bir bedavacılık sorunu (free-rider problem) yaratacaktır. Zira birinci durumda, K düzeyindeki ve her gözetimcinin ayrıca katlanacağı sabit gözetim maliyeti, gözetimci sayısı (m) ile çarpılarak katlanacaktır. Bu da toplam gözetim maliyetinin gözetimin faydasını oldukça aşacak bir düzeye ulaşması demektir. İkinci durumda, gözetim bir kez yapıldıktan sonra aynı gözetimi bir başkasının tekrar yapmasına gerek kalmayacak olması nedeniyle, ilk kişiden sonra kimse aynı gözetimi yapmak için kaynak ayırmayacak ve gözetimin faydasını bedava edinmiş olacaktır. Gözetimin bir kez yapılmış olması gözetim sonucunun başkalarına açıklanmasını gerektirmemektedir. Diğer bir deyişle, bedavacılık sorunu bir bilgi sorunu değildir ve bilginin kamuya mal olması veya olmaması ile doğrudan bir ilgisi yoktur. Bedavacılık durumu, gözetim faaliyetinin var olup olmaması ile ilgilidir. Bir kişinin gözetim yapması veya gözetimin bir kez yapılması aynı hedefe yönelik başka bir gözetim ihtiyacını ortadan kaldırmaktadır. Hatta gözetime fiilen başlanmasa veya gözetim etkin bir şekilde srdrlmese bile, gözetimin yapılacak veya yapılmakta olduğunun borç alan tarafından biliniyor olması gözetim faaliyetinden sağlanacak birçok faydayı sağlar hale gelecektir. Bu durum, en basit şekilde, mahallede bir polisin dolaşıyor olması nedeniyle hırsızların eylemlerinden vazgeçmeleri davranışına benzemektedir.

Bu durumda, yapılması gereken, bazı borç verenlerin diğerleri yararına gözetimi yapmasıdır. Bu da, yetkilendirilmiş gözetim için gerekli teşvik unsurlarını analiz etme gereğini ortaya çıkarmaktadır.

Diamond'ın analizi çok sayıda borç verenden (mudiden) fon toplayan bir finansal aracı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Aracı, mevduat sahiplerine belirli bir getiri planı taahhüt etmekte, fonları girişimcilere aktarmakta, gözetim için gerekli kaynakları sarf etmekte ve gözetimin olmadığı duruma kıyasla daha düşük maliyetle sözleşmelerin uygulanmasını sağlamaktadır. Finansal aracı, girişimciden bilgi temin ederek gözetimi

yapmakta ve girişimciden tahsil ettiği ödemeleri mevduat sahibinin gözlemlene imkânı bulunmamaktadır.

Diamond, yukarıda açıklandığı şekilde, her bir gözetimcinin ayrı ayrı gözetim yapması halinde toplam gözetim maliyetinin $m \cdot K$ kadar olacağını ifade etmektedir. Oysa tek bir gözetimcinin olması halinde de katlanılacak birim^{*} gözetim maliyeti K kadar olacaktır. Gözetimden elde edilen bilgi paylaşımına konu olmadığından, gözetimci sayısı, borç verenler için birim gözetim maliyetinin seviyesinde bir değişikliğe yol açmamaktadır. Her bir (m kadar) borç verenin ayrı ayrı gözetim yapması halinde K birim maliyeti m kadar tekrarlanmış olacaktır. Dolayısıyla, toplam gözetim maliyeti m 'nin aldığı büyüklük kadar artacaktır. Öyle ki, m büyüdükçe, bir yandan her bir borç verenin katlandığı maliyet aynı kalmakla ve toplam gözetim maliyeti m 'le doğru orantılı olarak artmakla birlikte, ekonomideki servetin, dolayısıyla borç verilebilir fonların sabitliği sebebiyle her bir borç verenin sağladığı fon küçülmüş olacaktır. Ekonomideki toplam fon miktarının değişmediği kabul edilerek, borç verenler için birim gözetim maliyeti sabit iken, borç verilen tutarın borç veren birey başına azalıyor olması, gözetimin getirisinin giderek azalmasına, bir noktadan sonra gözetim maliyetinin borç vermenin getirisini aşmasına ve gözetimden sağlanan getirinin eksiye düşmesine sebep olacaktır.

Diamond'a göre, gözetimin maliyetinin getirisini aşmaya başladığı aşamada, hatta ekonomik etkinlik bakımından bundan çok daha öncesinde, her borç verenin kendi gözetimini yapması yerine tek bir gözetimciye görev verilmesi daha kârlı ve verimli olacaktır. Bu bakımdan, gözetim görevinin borç verenlerce başka birine delege edilmesi ya da devredilmesi ve bu tek gözetimcinin görevini yapması için gerekli teşviklerle donatılması gerekmektedir.

Bu şekilde, gözetim görevini bir finansal aracının yerine getirmesi, Diamond'ın analizinde, daha kabul edilebilir ve akla uygun bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır. Diamond, analizini, her bir fon sağlayıcı dikkate alan bir temele dayandırmaktadır. Gözetimin maliyetini ve getirisini analize dâhil ederek tutarlı bir sonuca ulaşmaktadır.

^{*} Birim ile kast edilen her bir gözetimcidir. Dolayısıyla, birim gözetim maliyeti, her bir gözetimcinin katlanacağı ayrı ayrı maliyetlerin her biri olacaktır.

Yaptığımız okumalarda, Diamond'ın analizi ve sonuçları hakkında tartışmalı bir hususun ileri sürüldüğüne rastlamadığımız gibi, aksine bu çalışmada yararlanılan çalışmaların çoğunluğu Diamond'a dayandırılan görüş ve analizleri içermektedir.

Diamond'a göre, gözetim görevini yerine getirecek finansal aracı, mudilerden topladığı fonları girişimcilere aktarmakta ve mudiler adına girişimcinin projelerden elde ettiği gelirlerin gözetimini yapmaktadır. Bir girişimciyi gözetmenin maliyeti K birim mala tekabül etmektedir. Mudiler aracının kendilerine yaptığı ödemeleri bilmekte, ancak girişimcinin elde ettiği gelire, girişimcinin aracıya yaptığı ödemeye ve aracının gözetim için katlandığı maliyete ilişkin bilgilere ulaşamamaktadırlar. Diamond'ın modelinde girişimciler ve araçlar riske duyarsız oldukları gibi başlangıçtaki analizde girişimcilerin projelerden elde ettikleri gelirlerin olasılık dağılımı bir korelasyon ilişkisi göstermemekte, birbirinden bağımsız hareket etmektedir ve bu dağılım bilgisi kamuya mal olmuş (herkese açık) bilgidir (common knowledge). Bu şartlar altında, Diamond, geliştirdiği basit bir matematiksel modeli kullanarak, girişimcinin proje gelirlerinin gözetiminin tek tek borç verenler tarafından yapılması yerine bir finansal aracıya delege edilmesi halinde toplam gözetim maliyetinin daha düşük olacağı ve gözetim işinin daha iyi yapılacağı sonucuna ulaşmaktadır. Finansal aracının gözetimini yaptığı girişimci sayısı ne kadar fazla olursa birim gözetim maliyeti o kadar düşmüş olacak ve gözetimi yapılacak girişimci sayısı sonsuza gittiğinde birim gözetim maliyeti sıfıra doğru yaklaşacaktır. Bu yaklaşım, finansal araçların sayısının borç verenlerin sayısından küçük olduğu her durumda bir maliyet avantajı sonucu doğurmaktadır. Dolayısıyla, daha az finansal aracı sayısı daha düşük bir gözetim maliyetine tekabül edecektir.

Her borç verenin kendi gözetimini yapması halinde birim gözetim maliyetinin değişmediği kabulüne karşın, borç verenlerin görevlendirdiği bir finansal aracının onlar adına gözetim yapması halinde birim gözetim maliyetinin düşeceği kabul edilmektedir. Bu farkı yaratan unsur, finansal aracının gözetim maliyetinin sabit unsurlarına tek bir kez katlanması yanı sıra, bir borç alanla ilgili gözetim bilgisi bir kez üretildikten sonra, bu bilginin tekrar üretilmesine gerek olmaması ya da her borç alan hakkındaki gözetim bilgisi üretiminde aynı yöntem, araç ve tekniklerin kullanılması şeklindeki ölçek avantajı olarak ele alınmalıdır.

Bu analizde, soru işareti doğurması beklenen ve Diamond'ın da dikkate aldığı önemli bir konu, ahlakî bozulma tehlikesi (moral hazard) sorunudur. Diamond'a göre, ahlakî bozulma tehlikesi sorunu ancak piyasada tek bir finansal aracının olduğu durumda ortadan kalkacaktır. Zira bir'den çok aracı durumunda, bir aracı tüm piyasayı temsil etmediğinden, borç verenle aracı arasındaki çıkar farklılaşması ve bunun yarattığı çatışma ahlakî bozulma tehlikesini gündeme getirmektedir. Diamond'ın bu sonucu, gözetim işlevi bakımından piyasanın tamamına sahip olmakla finansal aracıyı bir tam çeşitlendirme durumuna ulaştırmakta ve böylece ahlakî bozulma tehlikesi sorununun çözümü tam çeşitlendirme yoluyla da sağlanmış olmaktadır. **Ennis** de çeşitlendirmenin ahlakî bozulma tehlikesini azaltıcı yönüne işaret etmektedir.

1.5.2.2. Gözetimci Tekeli Sorunu ve Çeşitlendirme Avantajı

Diamond'ın gözetim görevini tek bir aracı kurumun yerine getirmesini ahlakî bozulma tehlikesini aşmaya yarayacak bir yöntem olarak önermesine karşılık tek gözetimcinin ortaya çıkaracağı **tekelleşme sorunu**nu göz ardı etmiş olması bize bu konuda değerlendirme yapma fırsatı vermektedir. Gözetim yapan kurumun, tasarruf sahiplerine bir gözetim hizmeti sattığını dikkate alırsak, gözetim yapan tek kurum tekeli satıcı (monopol) durumunda olacaktır. İktisat teorisi, bize, veri bir durum olarak, tekeli piyasa gücünün aşırı kâra eğilimli olduğunu, daha da ötesi, tekel gücünü kötüye kullanma eğiliminde olduğunu söylemektedir. Bu yüzdendir ki tekel (monopol) gücüne dayanarak mal ve hizmet satışı yapan ekonomik birimlerin faaliyet göstermesine ya çok sıkı bir yasal düzenleme çerçevesinde hareket alanı ve karar alma yetkileri kısıtlanarak izin verilmekte, bu kapsamda tekeli mal ve hizmet bedelleri devlet veya bir kamu gücü tarafından belirlenmekte veya tekeli gücü sürekli kontrol altında bulunduracak daha duyarlı bir başka gücün varlığı gerekmektedir. Böylece, tekel gücünün kötüye kullanılmasının önüne geçilmeye çalışılmaktadır. Özellikle Anglo-Sakson hukuk sistemlerinde yer alan mal ve hizmet piyasalarında tekel oluşturulmasını önlemeye yönelik yasal düzenlemeler, açıkladığımız bu basit iktisadî temele dayanmaktadır. Bu bakımdan Diamond'ın tekeli sonuçlar doğurması kaçınılmaz olan tek gözetimci çözümü piyasalarda tekel gücünün kötüye kullanılmasını önlemeye yönelik çözümleri de gerekli kılmaktadır. Kanaatimizce, tekeli gözetimcinin ortadan kaldıracağı ahlakî

bozulma tehlikesi sorunlarından sağlanacak tasarruflar ile ortaya çıkaracağı tekелci maliyetler karşılaştırılarak bir sonuca ulaşmak ve böylece etkin bir çözüme ulaşmak daha uygun bir yöntem olacaktır. Bir başka açıdan ele alırsak, bir'den fazla gözetimcinin faaliyet göstermesine izin verildiğinde, Diamond'ın ortaya çıkmasını öngördüğü ahlakî bozulma tehlikesini kontrol etmenin veya ortadan kaldırmanın maliyeti ile tekелci gücün kötüye kullanılması sonucu ortaya çıkabilecek sorunlardan kurtulmanın getirisini değerlendiren analizle de bir sonuca ulaşmak mümkün bulunmaktadır. Bu konudaki değerlendirmeler bu çalışmanın kapsamını aşmaktadır.

Ayrıca, aşağıda Williamson'ın analizlerinden¹¹⁵ yola çıkarak açıklanacağı üzere, çok sayıda fon sahibinin parasını kullanmak üzere verdiği çok sayıda borç alanı gözetime tabi tutarak sağlanacak çeşitlendirme olanağı finansal aracıyı ahlakî bozulma tehlikesi sorunları ile karşılaşmaktan da korumuş olacaktır. Zira çeşitlendirme finansal aracıyı sınırlı sayıda borç veren ve borç alan lehine ve diğerleri aleyhine davranma eğiliminden alıkoyma yönünde etkili bir engel olacaktır. Çok sayıda borç veren ve borç alanın devreye girmesi finansal aracının tercihlerinde belli bir yöne baskınlık eğilimini azaltacak ve çok sayıda özne arasından yapabileceği tercihler konusunda, finansal aracı, kararsız kalacaktır. Çünkü ekonomideki toplam fon ve kaynakların kısa dönemde değişmeyeceği kabul edilirse, çok sayıda olmaları her birinin ölçeğinin küçük olması sonucunu doğuran borç veren tasarruf sahipleri arasında finansal aracının bir tercih yapması, ortalama olarak, fazladan bir getiri sağlamayacaktır. Bu sonuç, çok sayıda borç alan girişimcinin söz konusu olduğu durumda da, ters yönlü olarak geçerli olacaktır. Dolayısıyla, çeşitlendirme olanağı finansal aracının ahlakî bozulma tehlikesi nedeniyle ortaya çıkabilecek teşvik sorunlarını çözebilecek bir durum olarak ortaya çıkmaktadır..

Sonuç olarak, hem satıcı piyasasında tekел gücünün yaratacağı sorunlar dikkate alınarak ve hem de çeşitlendirme yoluyla ahlakî bozulma tehlikesi sorunlarından kaynaklanan teşvik sorunlarının aşılabilir olması dolayısıyla Diamond'ın tüm piyasa için tek gözetimci çözümünün çekinceyle karşılanmayı gerektirdiğini düşünmekteyiz. Aynı sonuca ulaşmaya yarayacak alternatif bir çözüm olarak, her bir şirketin gözetiminin tek bir gözetimci tarafından yapıldığı ve gözetimcilerin bir şirkete ilişkin

gözetim piyasasına giriş için rekabet ettikleri ancak piyasaya girdikten sonra gözetime tabi şirket bazında tekelleri gücü elde ettikleri model önerimiz aşağıda Bölüm 4.2’de açıklanmaktadır.

1.5.3. Piyasadan Özkaynak Finansmanı, Banka Finansmanı ve Gözetim

Gözetim konusunda yapılan bir diğer önemli çalışmada, **Seward**¹¹⁶, potansiyel olarak kârlı ve risk içeren projelerden oluşan bir yatırım alternatifleri setine sahip, ancak yatırımları içsel kaynaklarla finanse etme gücü olmayan ve yatırımlar hakkında içsel (başkalarının sahip olmadığı) bilgiye sahip (gizli bilgi durumu) ve şirket dışındakilerin gözlemleyemediği eylem ve karar alanına sahip (gizli eylem durumu) girişimcilerin yönetimindeki şirketin projelerini/gelirlerini iki kısma ayırmaktadır: gözlenebilen (observable) proje/gelir ve gözlenemeyen (unobservable) proje/gelir. Böylece, Diamond’ın çalışmasındaki¹¹⁷ girişimcinin gelirinin gizliliği (privacy) varsayımını gevşeterek, gözlenebilen ve gözlenemeyen proje/gelir unsurlarının birlikte var olduğu bir modelde doğrudan finansman (hisse senedi finansmanı) ile borçlanma yoluyla finansmanın birlikte ve tamamlayıcı olarak var olacağını göstermektedir.

Seward’ın modelinde hisse senedi sahipleri şirket gelirini gözleyebilirken, şirkete borç verenler gözleyememektedir. Dolayısıyla, hisse senedi yoluyla finanse edilen proje gözetime tabi tutulabilmekte ve borçlanma yoluyla finanse edilen proje gözetime tabi tutulamamaktadır. Bu yapıda, gözlenebilen proje gözlenemeyen projeye kıyasla daha yüksek riske sahip proje olarak kabul edilmektedir. Gelirin bu şekilde gözlenebilir-gözlenemez unsurlara ayrılması şirketi özkaynak sağlayanlarla borç verenler arasındaki çıkar çatışması sorunu ile karşı karşıya bırakmaktadır. Girişimcinin aynı zamanda özkaynak sağlayan ve yönetici/karar verici olması Jensen ve Meckling’in çalışmalarında¹¹⁸ ayrıntılı olarak ele alınan temsil sorununu gündeme getirmektedir.

Seward’ın modelinde, finansmanın dönem başında sağlandığı ve gelirin dönem sonunda elde edildiği kabul edilmekte ve üretim sürecini etkileyen bir şok değişken modele dahil edilmektedir. Bu dışsal faktör (şok faktörü) üretim sürecini ve firma gelirinin durumunu etkilemektedir. Bu şok değişken, zımnen, gözetimi gerekli kılan bir belirsizlik ya da risk durumunun kabul edilmesine götürmektedir. Gözetim, tanım

gereği, borç alan-girişimci ile ilgili çeşitli nedenleri olabilecek belirsizlikleri ve riskleri öngörebilme ve mümkünse önlemlerini alabilme hedefi olan bir süreçtir. Seward'ın bir şok faktörü olarak modellediği bu belirsizlik yaratabilecek durum gözetimi haklı çıkaran bir etken olarak değerlendirilmektedir.

Danthine ve Donaldson, bir ders kitabı niteliğindeki çalışmalarında¹¹⁹, başka bir bakış açısından yola çıkarak, Seward'la aynı sonucu elde etmektedirler. Danthine ve Donaldson, finansal sistemin ve finansal araçların temel varlık sebebi olarak iki temel noktayı saymaktadırlar:

i) bireylerin gelirleri ve tüketim harcamaları arasındaki zaman uyumsuzluğundan kaynaklanan finansman sorununu çözme işlevi,

ii) girişimcilerin yatırım projelerinin, tüm bireyler için geleceğin belirsizliğinden kaynaklanan riskleri azaltma işlevi.

Danthine ve Donaldson, finansal sisteme atfedilen bu iki işlev ile belirsizliğin azaltılmasında finansal sistemin ve kurumların üstleneceği gözetim işlevini ilişkilendirmektedirler. Böylece, finansal aracılık, gelir-gider zaman uyumsuzluklarını çözme ve riski üstlenilebilir hale getirme işlevleri ile varlığı açıklanabilir bir kurumsal yapı olmaktadır. Bu ilişkideki bağlantı noktası olarak, Danthine ve Donaldson, dengesiz bilgi dağılımına işaret etmektedirler. Bu noktada, Seward gibi, Danthine ve Donaldson da finansal araçların, fon akımlarında zaman uyumsuzluklarının giderilmesi ve riskin azaltılması şeklindeki iki temel işlevin yerine getirilmesinde gözetim yapmak zorunda oldukları fikrine ulaşmaktadırlar.

Seward, modelinde, dolaylı kredi finansman piyasası olarak ele aldığı ticarî bankacılık ile şirket dışından özkaynak finansmanı olarak ele aldığı mevcut ortaklar dışında hisse senedi finansmanının birbirlerini tamamlayıcı olarak birlikte var olacakları sonucuna ulaşmaktadır. Seward, şirketin finansal yapısını “*bir raporlama sorunundan çok bir gözetim sorunu*” olarak görmektedir.

Seward, modelinde gizli eylem (private action) ortamındaki optimal finansal yapıyı ve bundan bağımsız olarak, gizli bilgi (private information) ortamındaki optimal

finansal yapıyı değerlendirmektedir. Gizli eylem ortamı, girişimcinin ya da şirket içindekilerin şirket ve şirket projeleri hakkındaki kararlarının ve şirketle ilgili eylemlerinin dışarıdakiler tarafından gözlemlenemediği ortamdır. Gizli bilgi ortamı şirket hakkında üretilen bilgilerin ve/veya finansal aracının ürettiği bilgilerin başkaları tarafından gözlenemediği ortamdır. Gizli bilgi, dengesiz bilgi dağılımı kavramının Seward tarafından tercih edilen ifadesidir.

Dolayısıyla, bazı karar ve eylemlerin (örn. yatırım kararları) şirket dışındakiler tarafından gözlenememesi, şirketin çok çeşitli sözleşmelere taraf olması durumu ile birlikte dikkate alındığında, girişimci/yöneticiyi, tam bilgilendirme ortamında ortaya çıkması beklenmeyecek davranışlara yöneltecektir. Bu durumda, gizli eylem ortamının, örneğin, yöneticinin alacağı karara bağlı sonuçlar doğuran sözleşmelerin yapılmasını önlemesi beklenmelidir. Bu şekilde hareket kabiliyetinin ve karar alma imkânlarının sınırlandığını görecektir olan yönetici veya girişimci bu tür bir sözleşmeye taraf olmak istemeyecektir. Ancak, optimal sözleşmenin şirket dışındakiler tarafından gözlenebilecek durumları veya eylemleri tanımlayan ve belirleyen bir sözleşme olması gerekmektedir. Aksi takdirde, şirket dışındakiler belirsiz durumların/eylemlerin söz konusu olduğu bir sözleşmeye taraf olmak istemeyeceklerdir. Ortaya çıkacak sonuçları önceden doğrulamanın ya da sınamanın maliyetli olduğu bir durumda, sözleşmede uygun bir ölçüt kullanmak isteyen her iki taraf için de en uygun ölçüt şirketin gerçek faaliyet sonuçları olacaktır. Bu şartlar altında, optimal sözleşme, belirli bir sonucun kesin olarak gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin doğrulanabilmesi (verification) şartını sağlayan bir hükmü içerecektir. Model, bu analizler gereği, sözleşmelerin sadece şirket dışındakiler ile şirket arasında düzenlenebileceğini kabul etmektedir. Böylece, optimal sözleşme, şirketin gözlenebilir gelirinin bir fonksiyonu olmaktadır. Şirketin gelirinin gözlenebilirliği doğrulama yapılıp yapılamaması şartına bağlı olacağından, optimal sözleşmenin içeriği ve böylece şirket dışındakilere yapılacak ödemeler de aynı şekilde optimal gözetim politikasının bir fonksiyonu olacaktır. Seward, böylece gözetimin söz konusu olduğu durum ile gözetimin olmadığı durumu ayırarak aynı model içerisinde değerlendirme olanağı elde etmektedir.

Seward¹²⁰, gözetimin söz konusu olduğu durumda şirketin gerçekleşen tüm gelirinin gözlenebilir olduğunu; gözetimin olmadığı durumda şirketin gerçekleşen gelirinin bir kısmının gözlenebilir olacağını kabul etmektedir. Şirkete dışarıdan kaynak sağlayanlara yapılacak ödemeler, gözetimin olmadığı durumda bile, şirketin gelirinin gözlenebilen kısmına bağlı olarak yapılabilecektir. Bu durumda, standart borç sözleşmesinin optimal sözleşme özelliklerini taşıması zorunluluğu kalmayacaktır. Zira optimal olmasa da sözleşme kısmî gözetime imkân vermektedir.

Ancak, şirketin gelirlerinin gözlenebilen kısmı bir sebep-sonuç ilişkisi içinde oluyor (deterministik) ise borç sözleşmesinin optimal sözleşme olması da mümkündür. Çünkü böylece borç verenler (şirket dışındaki fon verenler) yöneticiye/girişimciye belirli eylem ve kararların sözleşmeye dâhil edilmesi şartını koyarak belli sonuçları elde etme olanağı bulacaklardır. Bu varsayımlarla, gözetim yapılması duruma bağlı (state contingent) bir hal almaktadır.

Bir sonraki adımda, eğer şirketin gerçekleşen ve açıklanan gelirlerinin gözlenebilen kısmı borç verenlere sözleşmeyle taahhüt edilen getiriden daha fazla ise borç verenlerin gözetim yapmasına gerek kalmayacaktır. Seward'ın bu sonucu şirkete borç verenlerin alacaklarının öncelikli olma durumunun bir sonucudur. İflas durumunda, proje varlıklarından öncelikle borç verenlere yapılacak ödemeler karşılanacak ve varsa diğer öncelikli ödemelerden sonra, son sırada, hisse senedi sahiplerine en son bakiyenin dağıtımı yapılacaktır. Dolayısıyla, borç verenlerin gözetim ihtiyacı duymamaları için projenin veya şirketin borç verenlerin toplam alacakları kadar gelir elde ediyor olması yeterli olacaktır. Çünkü bu durumda borç verenler kendilerine vaat edilen geliri elde etmiş olacaklar ve gözetimin ya da doğrulamanın yüksek maliyetine katlanmalarına gerek kalmayacaktır.

Ancak, şirketin açıklanan toplam geliri borç verenlere taahhüt edilenden daha az ise şirket içindekilerin tüm şirket gelirini borç verenlere aktarmaları en uygun davranış olacaktır. Çünkü böylece şirket içindekiler doğrulama ile ilgili beklenen maliyetleri azaltabilirler ve doğrulamanın olmadığı durumda borç verenlere yapılacak ek ödemeleri en aza indirebilirler. Başka bir durum olarak, doğrulamanın olmadığı durumda içerdeki düşük bir gelir açıklayabilirler ve açıklanan ile gerçek gelir

arasındaki farkı kendi faydaları için kullanabilirler. Bu yüzden, borç verenlerin kendilerine taahhüt edileni tam olarak alabilmeleri için belirli bir maliyete katlanılarak doğrulama işlemi yapılması gerekecektir.

Bu kabuller çerçevesinde, Seward, şirket içerisinde yer alan girişimcilerin kendilerine nihaî fazladan kalacak olanın ençoklaştırılmasını sağlayan bir sözleşme dağılımı ve yatırım dağılımını tercih edeceklerini ifade etmektedir. Duruma bağlı olmayan (state-independent) sabit bir gözetim maliyetinin söz konusu olduğu bir ekonomide, gözetim ancak doğrulamanın söz konusu olmadığı alanda, şirketin açıklanan gelirleri dışarıdan fon sağlayanlara (borç verenlere) taahhüt edilenden daha az olduğunda yapılan bir faaliyet olacaktır. Doğrulama alanının optimal büyüklüğü, bu durumda, yüksek riskli projeye aşırı yatırım yapma eğilimi ile şirketin gerçek gelirini yanlış gösterme eğilimi arasındaki optimal değiş tokuşa (trade-off) bağlı olacaktır. Şöyle ki, gözetimin olmadığı durumda, girişimci/yönetici yüksek riskli projeye yatırım yaparak servet aktarımı yapma ve şirketin gerçek gelirini olduğundan farklı göstererek kendi getirisini artırma tercihleri arasında kendine en uygun bileşimi bulmaya çalışacaktır. Bu yüzden optimal sözleşmenin, riski şirkete borç verenlere kaydırmayı caydıran ve şirket gelirinin yanlış gösterilmesinin kontrolünü sağlayan bir sözleşme olması gerekmektedir. Bu durum, Seward'ın modelinde projenin riskinin ve bunun gözlenebilirliğinin şirket finansal yapısı için önemli bir belirleyici olduğunu göstermektedir.

Bu değerlendirmelerden yola çıkarak Seward'ın konumuz açısından ulaştığı ilk önemli sonuç önerme şudur:

Eğer şirketin projeleri ya da gelirleri tamamıyla gözlenebilir ise, tamamıyla özkaynağa (hisse senedine) dayalı finansman yoluyla uygun yatırım karar ortamı (investment incentives) oluşturulabilir. Eğer şirketin projeleri tamamıyla gözlenemeyen gelirlerden ibaretse, optimal finansman yöntemi borçlanma olacaktır.

Seward, birinci ifadede gizli eylem (private action) ortamındaki optimal finansal yapıyı, ikinci ifadede gizli bilgi (private information) ortamındaki optimal finansal yapıyı tanımlamaktadır.

Bu önermelerdeki temel varsayım, gözetim altında tutulan yöneticinin ya da girişimcinin şirkette hisse sahipleri lehine ve borç verenler aleyhine olabilecek yatırım kararları almasının önlenilebileceği; diğer bir deyişle, borç verenlerce gözetlen(e)meyen yönetici ve/veya girişimcinin görece riskli projeleri tercih ederek, risk-getiri dengesi nedeniyle, riskin ortaya çıkmaması durumunda elde edilecek yüksek getiriden borç verenlerden çok daha fazla öz kaynak sahiplerinin ve kendisinin çıkar elde etmesini sağlayacağı ve riskin gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkacak zararın esas olarak borç verenlerce üstlenileceği ve özkaynak sahiplerinin en fazla şirkete koydukları sermaye kadar zarar edecekleri kabulüne dayanmaktadır. Konu, yukarıda Bölüm 1.2’de temsil teorisi kapsamında ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Buna göre, hisse senedine dayalı finansmanın geçerli olduğu birinci durumda, şirket içindekilerin şirket ile ilgili kararları ve eylemleri gözlenebilir olduğundan ve şirket içindekilerin nihaî fazla (residual claim) ya da nihaî kâr üzerinde talep hakları bulunduğundan, risk içeren bir borç sözleşmesinin varlığı şirket içindekilerin yatırım kararlarını etkileyecek ve hisse sahibi - borç veren çıkar çatışması nedeniyle şirket içindekiler riskli yatırım projelerine yöneleceklerdir.

Buradan hareketle, Seward, aynı anda gözlenebilen ve gözlenemeyen projelerin birlikte bulunduğu bir proje/gelir birleşimini analiz etmektedir. Böyle bir gözlenebilen ve gözlenemeyen proje/gelir ortamında, şirketin açıklanan toplam geliri toplam borç yükümlülüğünün altında kaldığı takdirde, bir doğrulama işlemi gerçekleşecek ve borç verenler şirketin tüm gelirini alacaklardır. Şirketin açıklanan geliri toplam borç yükümlülüğünü aştığı takdirde, doğrulamaya gerek kalmayacaktır. Şirket içerisindeki karar alıcılar kendi getirilerini ençoklaştırma eğiliminde olduklarından, bu durumda, bunların benimseyecekleri en uygun strateji, gözlenemeyen proje için mümkün ve uygun olan en düşük öyle bir gelir açıklamak olacaktır ki şirketin açıklanan toplam geliri için doğrulama işlemi gerekmesin. Diğer bir deyişle, doğrulamaya ihtiyaç duyulmamasını sağlayacak bir toplam şirket geliri seviyesine ulaşmak için gerekli bir gözlenemeyen proje geliri açıklayarak şirket içindeki girişimci/yönetici kendi getirisini ençoklaştırmayı sağlamış olacaktır. Bu getiri yöneticiyi yatırım kararlarında objektif

davranmaya teşvik edecek uygun bir miktar kişisel fayda* sağlayan bir seviyede olacaktır.

Seward'ın yukarıda açıklanan yaklaşımı, şirketin genel yatırım ve finansman sözleşmesi problemi için yeni bir gizli bilgi (dengesiz bilgi dağılımı) boyutu ortaya çıkarmaktadır. Seward'ın modelinde borç sözleşmeleri tek başına optimal sözleşmeler olarak kabul edilmemektedir. Şirketin gelirlerinin bir kısmının bütün yatırımcılar tarafından maliyet üstlenmeden gözlenebilir olması, dengesiz bilgi dağılımı açısından yeni bir boyut olarak ele alınmaktadır. Bu yeni boyut (şirket projelerinin ve gelirinin bir kısmının herkesçe gözlenebilir olması) bir doğrulama maliyetine katlanmadan, yatırımcılara şirketin sağlayacağı gelire (çıktıya) bağlı (output-contingent) sözleşmeler yapabilme olanağı sunmaktadır. Yukarıda açıklandığı gibi, şirkete borç verenler, şirketin gözlenebilir geliri kendilerine vaat edilen ödemelerden yüksek olduğu sürece, bir doğrulama maliyetine katlanmayacaklardır. Şirket içindeki girişimci veya yönetici de dışarıdakilerin doğrulama işlemi yapmasına gerek duymayacakları ve kendisine bir miktar kişisel tüketim imkânı da veren bir toplam gelir açıklayarak borç verenlerin sözleşme sorununu çözmüş olacaktır. Bu şekilde, şirket proje ve gelirlerinin kısmen gözlenebilir olduğu varsayımı ile, şirket ile ilgili yatırım teşvik sorunlarının (aşırı riskli projeye yatırım yaparak kaynakları borç verenler aleyhine kullanmak gibi) ortaya çıkması bu çerçevede belirlenecek belirli durumlarda önlenmiş olmaktadır.

Seward, borçlanma ile finanse edilen projenin gözlenemez olduğunu ve özkaynakla finanse edilen projenin gözlenebilir olduğunu varsayarak modeli daha kolay analize imkân verir hale getirmektedir. Gözlenebilen ve gözlenemeyen projelerin risk düzeylerini farklılaştırdığımızda yatırım teşvik sorunları ortaya çıkabilecektir. Seward'ın, modeline dâhil ettiği, gizli eylem (private action) problemi projeler arasındaki risk farklılaşması nedeniyle şirketten getiri bekleyen taraflar arasında servet transferine yol açabilecektir. Gözlenemeyen projenin gözlenebilir projeye kıyasla daha riskli olması yöneticinin eylemlerinin ve kararlarının gözlemlenemediği “gizli eylem” ortamında farklı finansman aracı sahibi gruplar, içeridekiler ve dışarıdakiler arasında

* Buradaki kişisel faydanın, Seward'ın çalışmasında üzerinde ayrıntılı durulmamış olsa da, Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmalarında ayrıntılı ele alınan yöneticiye sağlanacak maddî ve manevî faydalar olduğunu kabul etmek gerekmektedir.

servet aktarımına imkân verecektir. Gizli eylem sorununun bulunmadığı, ancak gizli bilgi (dengesiz bilgi dağılımı) sorununun bulunduğu ortamda şirket içindekiler ile dışarıdakiler arasında servet transferi imkânı doğacaktır. Şirkete finansman sağlayanların oldukça farklı gruplardan oluşması karşısında şirketin finansman (sermaye) yapısı, teşvik sorunları bakımından karmaşık bir hal almaktadır.

Seward'ın modelinde servet aktarımı imkânı, projenin ve bundan sağlanacak gelirin gözlenebilirliği ve farklı risk düzeylerinin birlikte var olması durumuna dayandırıldığından, özellikleri yukarıda belirlenen yatırım projelerinin konfigürasyonunda bir değişiklik, farklı sebeplerden kaynaklanan çıkar çatışmalarının finansman sözleşmeleri ile kontrol edilebilme imkânlarını değiştirecektir. Dolayısıyla, gözlenebilirlik ve risk düzeylerinin farklılaştığı her farklı proje durumunda, yeni çıkar çatışması unsurlarının ortaya çıkması, bu çıkar çatışmalarının kontrol edilebilmesi bakımından, yeni koşullar içeren sözleşmelerin düzenlenmesi gerekecektir.

Seward, sadece gizli eylem sorununun varlığında yatırım kararları ile ilgili bir sorun oluşmayacağını belirtmektedir. Gizli eylem ortamında, şirketin gireceği finansal sözleşmelerin optimal özellikleri bakımından, hangi projenin daha riskli olduğunun önemi olmayacaktır. Risk karmaşık bir sözleşmenin yapılmasında önemli olmakla birlikte, bir projenin diğerinden daha riskli olması sözleşmelerin yapısını değiştirmeyecektir. Çünkü yönetici/girişimci başkalarının gözleyemediği bir eylem planı ile farklı risk yapılarındaki projeler arasında kendisi ve içeridekiler lehine ayarlama ve düzenlemeler yapabilecektir. Ancak, optimal finansal yapı (sermaye yapısı) hangi projenin daha riskli olduğuna kesinlikle bağlı olacaktır, çünkü gözlemlenebilme durumu risk kaynaklı servet aktarımının söz konusu olacağı durumları değiştirecektir.

Seward, bu farklı risk yapısı ve gözlemlenebilme durumunun şirket sermaye yapısı ile ilgili farklı sonuçlarını analiz etmektedir. Seward'ın çalışmasının konumuzla ilgili esas sonucu, karmaşık finansal sözleşmelerin mevcut olduğu bir ortamda şirketin borçla finanse edilen ve gözetime (gözlemlenmeye) tabi olmayan bir projesinin ve ayrıca öz kaynakla finanse edilen ve gözetime tabi tutulabilen bir projesinin bulunduğu ortamda gözlenemeyen projenin diğerine kıyasla daha yüksek riskli olmasının şirketle ilgili çıkar grupları arasında servet aktarımına imkân vereceği çıkarımıdır. Tüm

projelerin gözetime (gözlemlenmeye) açık olduğu bir durumda tamamıyla özkaynak finansmanı yoluyla servet aktarımı sorunları aşılmış olacaktır. Zira tamamıyla öz kaynak finansmanı yoluyla hem gözetim ve hem de doğrulama maliyetlerine katlanma zorunluluğu kalmayacak ve şirkete öz kaynak sağlayan karar alıcıları servet aktarımına teşvik edici bir unsur kalmayacaktır. Seward'ın bu analizinin Jensen ve Meckling'in yönetici-ortak bağlamındaki analizinden bu noktada farklı olduğunu gözden uzak tutmamak gerekmektedir. Seward'ın analizi, esas olarak, şirkete dışsal sermaye sağlayan (borç veren) ile öz kaynak sağlayan ve karar alıcı durumundaki ortak arasındaki çıkar çatışmasına dayanmaktadır. Seward'ın analizinde yönetici-ortak argümanı yoktur.

Bu çerçevede, şirketin proje, yatırım ve faaliyetlerinin gözetimi, Jensen ve Meckling'in ayrıntılı ele aldığı ve Seward'ın da önemini kabul ettiği çıkar çatışmalarının çözülmesi bakımından bir zorunluluk olmaktadır. Seward, Diamond'ın modelinde açıkça yer almayan çıkar çatışması sorunlarını gözetimin gerekliliği bakımından belirleyici sebep olarak ele almaktadır. Seward'ın modeline dâhil ettiği proje riski ve bu riskin projeler arasında farklılık taşıması durumu ile birlikte, şirketin uyguladığı bazı projelerin gözlemlenebilir ve diğer bazı projelerin gözlemlenemez olması varsayımı farklı risk kategorilerindeki projeler arasında servet aktarımına imkân verecek ayarlamalar yapmak suretiyle çıkar çatışmalarını ortaya çıkarmaktadır. Şöyle ki, Seward'ın değerlendirmeleri çerçevesinde, gözlenemeyen projenin gözlenebilir projeye göre daha yüksek bir risk taşıması, şirket projeleri ve faaliyetleri hakkında kamuya açıklanmamış içsel bilgiye sahip girişimciyi/yöneticiyi yüksek riskli projeyi bütün projelerin gözlenebilir olduğu durumda uygulanmayacak olsa bile uygulamaya yöneltecektir. Çünkü yüksek risk, finans tekniği açısından, yüksek getiri ile birlikte düşünülmesi gerektiğinden, yüksek riskli projenin sağladığı getirinin büyük bölümü girişimci, yönetici ve özkaynak sahibine yarar sağlarken, yüksek riskin gerçekleşmesinin getireceği yüksek zarar çok büyük ölçüde şirkete borç verenler tarafından üstlenilmiş olacaktır. Bu sonuç, Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmalarında olduğu gibi, Seward'ın 1990 tarihli çalışmasında da şirkete özkaynak sağlayanların, zarar durumunda, zarar ne kadar büyük olursa olsun bu zararın koydukları sermaye kadarını üstlenmeleri ve yüksek kâr durumunda, herhangi bir üst

sınır olmaksızın, kârın tamamını elde etmeleri (sınırlı sorumluluk) yaklaşımının bir sonucudur.

Bütün bu çalışmalarda, sınırlı sorumluluk ilkesi dengesiz bilgi dağılımının ortaya çıkardığı çıkar çatışmalarının arkasındaki temel motif olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü zararın ve kârın şirketin finansmanına katkıda bulunanlar arasında eşit veya belli bir denge içinde dağıtılıyor olması, diğer bir deyişle şirkete özkaynak sağlayanların sınırlı sorumlu olduğu kabulünden vazgeçilmesi halinde, şirket içerisindeki karar alıcı ortakları şirkete borç verenler aleyhine bir durum yaratmaları konusunda teşvik edecek yeterli unsur çoğu zaman olmayacaktır. Kârın ve zararın belli ölçülerde birlikte paylaşılacak olması şirket içindeki karar alıcı ortağın ahlakî bozulma tehlikesini büyük ölçüde azaltacaktır. Dolayısıyla ki Jensen ve Meckling tarafından ve Seward tarafından veri kabul edilen şirkete öz kaynak sağlayanların sınırlı sorumluluğu ilkesi ahlakî bozulma tehlikesi ve çıkar çatışması sorunlarının temel arka planı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Seward'ın analizine geri dönersek, finansal sözleşmelerin karmaşıklığı hususu önemli bir unsur olarak modelde yer almaktadır. Seward, modern sermaye piyasalarının önemli bir özelliğini finansal sözleşmelerde ve kurumlarda görülen sürekli yenilikler ve gelişmeler olarak ele almaktadır. Bu yeniliklerin arkasında borç alanların adımlarını en etkili şekilde kontrol edebilecek sözleşmesel ilişkilerin yapılandırılması hedefi yatmaktadır. Seward, finans iktisatçılarının buna ilişkin arayışları bağlamında, modern finansal aracılık teorisinin bir temsilcisi olarak Diamond'ı da sayarak, şirket dışındaki yatırımcıların şirketin gerçek faaliyetleri hakkında sürekli bilgi sahibi olmalarının, bundan beklenen fayda ile kıyaslandığında oldukça yüksek bir maliyet gerektirdiği yaklaşımına dayalı çalışmaları zikretmektedir. Seward'a göre, bu ortamda, bankalar gözetim görevini üstlenecek finansal kurumlar olarak ortaya çıkmaktadır. Bu şekilde, aracılığın bulunmadığı bir doğrudan finansman modelinden aracılardan gözetim görevlerinin söz konusu olduğu bir aracılı finansman modeline geçilmiş olmaktadır.

Seward bankaların gözetim görevini şu yaklaşıma dayandırmaktadır:

“Genel olarak, şirketlerin çıkardıkları ve piyasalarda işlem gören menkul kıymetleri ellerinde bulunduranların şirketle ilgili temsil sorunlarını kontrol altında tutmaları için ekonomik olarak çok az teşvik unsuru bulunmaktadır. Pratikte, her bir yatırımcı gözetim yapmamayı tercih edebilecek ve bunun toplamdaki net etkisi şirketin etkin gözetiminin yapılmaması olacaktır. Bu, şirketin, şirket dışındakiler tarafından gözetiminin bir kamu malı olma niteliğinin bir sonucudur. Dolayısıyla, gözetimden elde edilecek toplam fayda oldukça yüksek olmakla birlikte, her bir yatırımcının birey olarak elde etmeyi beklediği fayda oldukça küçük olabilecektir. Böylece, yatırımcıları gözetime teşvik edici unsurların yetersiz olduğu bu yapıda, gözetimin hacmi etkinliğin sağlanacağı noktaya veya aşamaya ulaşamayacaktır. Ancak, gözetimden elde edilecek getiri yeteri kadar yüksek olduğu sürece, çok sayıda bireysel yatırımcının fonlarını bir araya getirerek ve çok sayıda şirketin yatırım projelerini finanse ederek gözetim görevini üstlenen banka ayakta kalabilecek bir kurum olarak ortaya çıkabilecektir.”¹²¹

Seward’ı bu sonuca ulaştıran temel açıklayıcılar finansal aracılardan değer katma ve çeşitlendirme becerileridir. Çeşitlendirme, Diamond’ın 1984 tarihli çalışmasında da gözetimin temel açıklayıcı unsuru olarak ele alınmaktadır. Ennis¹²² de, Diamond’ın yaklaşımına benzer bir şekilde çeşitlendirmeye vurgu yapmaktadır. Ennis, ABD’de 1994’te çıkarılan ve bankaların yerel şubeler şeklinde örgütlenebilmesine izin veren kanundan¹²³ sonraki süreçte, çok şubeli büyük ölçekli ve geniş ürün ve müşteri yelpazesine sahip ve düşük özkaynakla çalışan bankalar ile küçük ölçekli yerel faaliyet gösteren ve görece yüksek özkaynakla çalışan bankaların davranışlarını kurduğu model çerçevesinde ele almıştır. Ennis, çalışmasında temel olarak, bankaların ekonomideki rollerinin tasarrufların harekete geçirilmesi şeklindeki eski tip davranış olmaktan giderek uzaklaşıp daha büyük ölçüde “kredi verme uzmanı” (“lending specialist”) olarak borç alanları gözetime tabi tutmaya doğru gittiği sonucuna ulaşmaktadır. Ennis, borç verdiği şirketlerin yönetim ve üretim faaliyetleri ile ilgili gözetim yaparak

bankaların bu şirketlerin iş başarısını artırdığı ve bu sayede, aksi halde dış kaynak temin edemeyecek şirketlere bu yolun açıldığı sonucunu çıkarmaktadır.

Seward, finansal araçlara verilen gözetim görevi ile ilgili maliyetlerin bireysel yatırımcı ile banka arasında yapılan sözleşmeden kaynaklanan temsil maliyeti gibi düşünülebileceğini belirtmektedir. Seward'ın 1990 tarihli çalışmasında iflas korkusu ya da tehlikesi bankayı gözetim fonksiyonunu üstlenmeye teşvik edici bir unsur olarak dikkate alınmaktadır. İyi çeşitlendirilmiş bir borç sözleşmeleri portföyü finansal aracının bu portföyden zarar etme olasılığını oldukça azaltacaktır. Dolayısıyla, gözetim bankadan borç alan şirketin uygun olmayan davranışlara girme eğilimini azaltacak ve çeşitlendirme bankanın gözetimi aksatma olasılığını azaltacaktır.

Seward da, Diamond gibi yatırımcılar tarafından doğrudan yapılacak gözetimin mükerrer maliyete yol açacağı kabulü ile yatırımcıların gözetim için başkalarını görevlendirmeleri gereğine işaret etmektedir. Aracılığın olmadığı kredi piyasasında, ya gözetim oldukça sınırlı düzeyde yapılacak, ya da gözetim için çok büyük miktarda kaynak gereksiz olarak kullanılacaktır. Seward da, Diamond gibi, finansal araç çıkararak topladığı fonlarla girişimcinin yatırım projelerinin finansmanına katılan finansal aracının gözetimle ilgili beklenen maliyetinin beklenen gözetim geliri ile karşılanacağını ifade etmekte; böylece finansal aracının portföyü genişledikçe gözetim maliyeti sıfıra yaklaşmaktadır.

Seward'ın ulaştığı bir başka temel sonuç şudur:¹²⁴

“Optimal sözleşme dağılımı bakımından, aracılı sözleşme piyasasına ve doğrudan finansal sözleşme piyasasına birlikte imkân veren bir ekonomi sadece doğrudan finansal sözleşmelerin var olduğu piyasaya baskın gelecektir. Dahası, birinci tür ekonomide etkin bir gözetim politikası, gözetimle görevli finansal aracı aşağıdaki hakkı elinde tuttuğu takdirde sağlanabilecektir.”

$$\int_s [X(I_1^*, s) + Y(I_2^*, s)] p(s) ds + \int_s^c D^* p(s) ds$$

Bu ifadede,

s : doğrulamanın yapıldığı ortamda, ekonomik ve diğer gelişmelerin ortaya çıkarabileceği ve modelde dışsal olarak yer alan durumlar kümesini (kâr ya da zarar sonucu doğuran farklı durumlar gibi),

s^c : s'nin tamamlayıcısı olarak, gözetimin olmadığı ortamda, ekonomik ve diğer gelişmelerin ortaya çıkarabileceği dışsal durumlar kümesini,

X : şirket dışındakiler tarafından da gözetime tabi tutulabilen projeyi,

Y : şirket dışındakiler tarafından gözetime tabi tutulamayan, sadece şirket içindekiler tarafından gözlenebilen projeyi,

I : üretim sürecine aktarılan sermaye miktarını,

p(.) : belli bir duruma özgü fiyatlama fonksiyonunu,

D : şirketin borçlarının nominal değerini,

* : optimal yatırım dağılımının gerçekleştiği durumu,

1 ve 2 : sırasıyla, gözlenebilen ve gözlenemeyen proje ile ilgili notasyonu

göstermektedir. Bu koşulu sözle ifade etmek gerekirse, fonların alternatif projelere en uygun şekilde dağıldığı bir ortamda, her alternatif durumda projeler ve borçlanmalarla ilgili fiyatlama fonksiyonu da dikkate alınarak, finansal aracı, gözetime tabi tutulabilen ve gözetime tabi olmayan proje gelirleri ve nominal borç tutarı ile ilgili olarak ekonominin her alternatif durumunda bir talep hakkına sahip olduğu sürece etkin bir gözetim söz konusu olabilecektir.

Seward'a göre, yukarıda yer alan önermelerden, aracılı sözleşme piyasası ile birlikte ortaya çıkacak doğrudan sözleşme piyasasının şirket dışı öz kaynak piyasası (mevcut ortaklar dışında hisse senedi piyasası) olacağı sonucu çıkarılabilmektedir. Böylece, banka tipi bir finansal aracının var olduğu kredi piyasası ve doğrudan finansmanı sağlayan bir hisse senedi (öz kaynak) piyasasının birlikte var olacağı sonucuna ulaşılmaktadır.

Seward'a göre, şirket dışındaki yatırımcıların nihaî fazladan paylarına düşeni tam olarak almaları için yüksek maliyete katlanarak doğrulama yapmaları gerecektir. Doğrulamanın olmadığı durumda, şirket içindekiler düşük bir getiri açıklayacaklar ve gerçek getiri ile açıklanan getiri arasındaki farkı kendi kişisel faydaları için kullanacaklardır. Böylece doğrulama yapılması gereken alanın üst sınırı, gözetime tabi

olan ve olmayan projelerin bu üst sınırdaki sağladıkları getiri ve gözetimin olmadığı durumda, şirket dışındakilerle yapılacak sözleşme dağılımına göre gözetime tabi proje getirisinin eşit olduğu nokta ile belirlenecektir.

Diğer bir ifadeyle,

$K(b, (X_1, s))$: gözetimin olmadığı ortamda şirket dışındakilerle yapılan sözleşmelerin dağılımının sonucu*

$\hat{s}$: optimal doğrulama alanının üst sınırı

olmak üzere,

$$X(I_1, \hat{s}) + Y(I_2, \hat{s}) = K(b, (X_1, \hat{s}))$$

eşitliğin sağlandığı noktaya kadar doğrulama işlemine başvurulacaktır. Bu noktada, gözetime tabi olan ve olmayan projelerin getiri toplamı ile gözetim yokluğunda gözetim dışı projenin getirisi eşit olacaktır. Çünkü gözetimin yokluğunda en uygun sözleşme borçlanma olacaktır. Seward'ın yukarıda açıklanan kabulleri ve ulaştığı sonuçlar çerçevesinde, borçlanma ile finanse edilen proje gözetime tabi olmayan proje olduğuna göre, doğrulama alanı içerisinde bu proje de yer alacaktır. Doğrulama ile ilgili maliyetler ve doğrulamadan sağlanacak getiri karşılaştırılarak, bir noktaya kadar, gözetim olmadan doğrulama maliyetine katlanılacaktır. Bu nokta, yöneticinin veya girişimcinin kendi kişisel faydası için kullanabileceği kaynakların da üst sınırı olmak gerekir. Bu noktadan ötesi, gözetimin de söz konusu olduğu bir'den çok projeli alan olacaktır.

Yukarıda da belirtildiği gibi, Seward, aracılı sözleşme piyasası ile birlikte ortaya çıkacak doğrudan sözleşme piyasasının mevcut ortaklar dışındaki hisse senedi piyasası olacağını belirtmektedir. Böylece, banka tipi bir finansal aracının var olduğu

* Bu ifade aynı zamanda dışarıdakilere isabet edecek getirinin ifadesidir. İfadedeki b borçlanma sözleşmelerinin toplam sözleşmelere oranını ve s alternatif durumları gösterdiğine göre, b 'nin belirli olduğu ve değişmediği ve s 'nin de doğrulama alanının üst sınırı olarak tek olduğu bir durumda, bu iki değişkenle birlikte gözetime tabi olmayan projenin de bir fonksiyonu olarak K , getiri fonksiyonu olmaktadır. Seward'ın 1990 tarihli çalışmasında açıkça belirtmediği bu nokta, eşitliğin anlamlı olabilmesi açısından önem arz etmektedir.

kredi piyasası ve doğrudan finansmanı sağlayan bir hisse senedi piyasası birlikte var olacaktır.

Seward, buradan yola çıkarak,

$$\begin{aligned} \min Y(I_2, s) &\neq Y(I_2, \hat{s}) \\ s &\in s^c \\ I &\geq 0 \end{aligned}$$

ise, şirketin finansman yapısı içinde ikinci bir borç verenler sınıfının ortaya çıkmasının mümkün olacağı sonucuna ulaşmaktadır. Yukarıdaki eşitsizliğin sol tarafında yer alan $\min Y(I_2, s)$ ifadesi şirketin gözetime tabi olmayan projesine yatırım yapılmış olması kaydıyla, bu projeden sağlanacak getirinin en düşük olduğu seviyeyi göstermektedir. Eşitsizlik, optimal doğrulama alanının üst sınırının bu en düşük getiri seviyesinde yer almadığı durumu ifade etmektedir. Yukarıda açıklandığı gibi, doğrulama borç verenlere ödenecek tutarın bunlara taahhüt edilenden az olduğu noktada başlayacaktır. Bu nokta, doğrulama alanının üst sınırı olarak kabul edilmelidir. Doğrulama alanının alt sınırı projenin iflas noktasıdır. Bu iflas noktası projenin getirisinin en düşük olduğu noktadır. Dolayısıyla, yukarıdaki eşitsizlik gözetim dışı projeden elde edilecek, doğrulamanın üst sınırındaki (borç verenlere isabet eden getirinin taahhüt edilenden düşük olduğu durumdaki) gelirin bu projenin sağlayabileceği en düşük gelir seviyesinden farklı olmasını ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, bu proje doğrulamanın yapılacağı alanı belirleyen üst sınırdaki gelirden daha fazla gelir sağlamalıdır. Bu durumda, doğrulamaya gerek kalmayacaktır, çünkü elde edilecek gelir doğrulama yapmamak için yeterli bir gelir olacaktır. Buradan hareketle, bu eşitsizlik geçerli olduğunda, iflas durumu ile doğrulama alanı çakışmayacaktır. İflas durumu doğrulama alanının alt sınırındadır.

Bu değerlendirmelerdeki **doğrulama alanı**, projenin sağlayacağı getirinin borç verenlere taahhüt edilenden daha az olduğu bir üst sınır ile projenin iflas ettiği alt sınır arasında yer alacaktır. Doğrulama alanının üst sınırının üstünde kalan proje gelirlerinde doğrulamaya gerek kalmayacaktır. Doğrulamanın söz konusu olmadığı durumda gözetim de yapılmayacaktır, çünkü gözetim tercih sıralamasında doğrulamadan sonra gelen ve daha yüksek maliyeti olan bir işlemdir. Doğrulama alanının alt sınırı olan proje

iflasından sonraki noktalar için gözetim tercih edilecektir. Doğrulama, dönem sonunda yapılan bir işlem iken, gözetim dönem başından itibaren süreklilik gösteren bir süreç olacaktır. Dolayısıyla, iflas durumu zorunlu gözetimin başlatılması gereken bir noktayı ifade etmektedir. Bu sonucu Seward'ın çalışmasında açıkça belirtilmese de buradaki bulgu ve değerlendirmelerden çıkarabilmekteyiz.

Dolayısıyla, gözetim dışı proje iflas ettiği takdirde doğrulama işlemi yapılmayacaktır, çünkü borç verenlere taahhüt edilen tutar diğer proje gelirleri ile tam olarak karşılanabilmektedir. Bu durum, Seward'a göre, optimal sözleşme dağılımında borçlanmanın payının iki farklı parçadan oluşacağı kabulüne götürmektedir. Bu iki ayrı borç sınıfının birisi getiri paylaşmada diğerine kıyasla daha öncelikli olacaktır. Bu öncelikli borç gözetime tabi olan borçtan oluşacaktır. Borcun bu kısmını banka borcu olarak kabul etmek gerekecektir. Önceliği olmayan borç da piyasada işlem gören ve gözetimin yapılmadığı borçlanmadan oluşacaktır.*

Seward'ın çalışmasında bu öncelik farkına ilişkin bir açıklık bulunmamaktadır. Gözetimin yapılıp yapılmaması durumu ile ilişkilendirebileceğimiz bu fark, gözetime tabi projenin borçlanmasından kaynaklanan ödemelerin önceliğinin olacağı ve gözetimin söz konusu olmadığı projenin borç ödemelerinin, doğal olarak, bir öncelik taşımayacağı gibi bir genel kabule dayandırılabilir. Bu durumda, gözetiyor olmak öncelikli olmayı sağlayan bir doğal durum gibi kabul edilmektedir. Bu nokta, yukarıda Bölüm 1.2'de tartıştığımız çerçevede, borç verme – borç alma ilişkisinin doğasından kaynaklanan bir olağan durum olarak değerlendirilebilir. Böylece, Seward'ın çalışmasında yer alan gözetimi yapılan projenin borçlularına gözetimi yapılmayan proje borçlularına kıyasla daha öncelikli davranılacağı kabulünden söz etmek yanlış olmayacaktır. Çalışmamızın kapsamı bakımından bu nokta da önemli bir açılım sağlamaktadır.

Sonuç olarak, ekonomide optimal finansman yapısı, mevcut ortakların dışında doğrudan hisse senedi piyasası yanı sıra doğrudan borçlanma piyasası ve aracılı borçlanma piyasasının var olduğu bir bileşimden oluşacaktır.

* Seward, böylece, bankanın, sağladığı finansman nedeniyle bir gözetim görevi üstleneceği ve piyasadan sağlanan borç finansmanı için gözetim yapılmayacağı kabulünü, analizinde, temel bir varsayım olarak ele almış olmaktadır.

Seward’a göre, ulaşılan bu sonuçlar, hisse senedi fiyatlarının yeni menkul kıymet ihraçlarına tepkisi ile ilgili olarak uygulamadan elde edilen tespitlere ışık tutucu olabilmektedir. Bankaların gözetim fonksiyonu dikkate alındığında, banka borçlanması, normal bir şirket borcundan daha çok karmaşık finansal araçların yerine konulabilecek bir araç olarak dikkate alınabilir. Ancak, banka borçlanmasının karmaşık finansal araçlardan daha az risk taşıması nedeniyle, bankadan borçlanarak sağlanan finansman, şirket hisse sahiplerine, daha riskli finansal araçların olumsuzluklarına katlanmadan daha düşük riskle borçlanmanın avantajlarından yararlanma imkânı verecektir. Böylece, hisse senedi sahipleri daha yüksek risk üstlenmeden ve bankaca yapılan gözetimden de fayda sağlayarak, aksi duruma göre daha kazançlı çıkabileceklerdir. Bu durumda, şirketin hisse senedi fiyatı şirketin finansman yapısına göre değişen farklı tepki verecektir. Seward’ın çalışmasında, böylece, gözetimin şirketin piyasa değeri üzerindeki etkisine işaret edilmektedir.

Seward, teorik modellemenin dışında ekonomik hayatta, normal işleyen bir işletmede de, gözetime tabi olan ve gözetime tabi olmayan proje özelliklerinin var olabileceği durumu şu şekilde açıklamaktadır. Şirketler, değişik nedenlere bağlı olarak, genellikle finansal sözleşme taraflarının sonuçlarını bilemeyecekleri yatırım kararları alırlar. Örneğin, istisnaî bir patent hakkının veya büyük ve üzerinde herhangi bir geliştirme işlemi yapılmamış bir taşınmazın değeri, sözleşme taraflarının üzerinde tam olarak anlaşamayacakları ve sözleşme maddelerinin doğrudan dayanmadığı bir takım sonuçlara göre belirlenebilir. Üzerinde durulması gereken husus, yatırım politikalarının çoğunlukla sözleşmelerin öngörmediği sonuçlar ürettiği gerçeğidir. Bu durumda, yatırımlar, kendine özgü ve diğerinden farklı sonuçları nedeniyle, yatırımın sonucuna bağlı sözleşmelere imkân vermemektedir. Seward, bu sonuçlardan yola çıkarak, şirketin gözlenebilen ve gözlenemeyen gelirleriyle ilgili marjinal verimlilik ölçütlerini teknolojik değişmenin ölçüsü olarak alarak, verimlilik ile finansal sözleşme dağılımı arasında da bağlantı kurmaktadır. Bu değerlendirmeler, finansal aracılarn gözetim görevi ve şirketin finansman yapısına göre farklılık gösteren gözetim durumları konusundaki değerlendirmeleri güçlendirici niteliktedir.

Diamond¹²⁵, 1991 tarihli çalışmasında, yukarıda Seward'ın yaklaşımı çerçevesinde ele alınan banka borçlanması ile doğrudan borçlanma arasında gözetim temeline dayanan ilişkiyi bankanın itibarı (reputation) açısından ele almıştır. Diamond, bu çalışmasında, şirket tarafından bir finansal araç çıkarılarak doğrudan borçlanmanın, kamuya açıklanmış bilgi (bu bilgi borç alanın geçmiş ödemelerinin kaydını da içermektedir) ile birlikte borçlanma sözleşmesi ile belirlenen şartları ve garantileri kapsayan bir bilgi setine dayandığını, banka borçlanmasının bu bilgi setinin yanı sıra bankanın bir maliyete katlanarak yürüttüğü gözetim işlemlerinden elde ettiği bilgiye dayandığını kabul etmektedir. Böylece, bankanın ulaşılabilir bütün bilgilerden ayrıca, kendi ürettiği özel bilginin de sahibi olma avantajını taşıdığı sonucunu da çıkarmak gerekmektedir. Banka, bu bilgilere dayanarak, borçlanmanın onayını vermekte ve borçlanmanın şartlarını bu bilgilere göre belirlemektedir. Diamond'ın 1984 tarihli çalışmasında ele alınan, birçok yatırımcının kendi başına gözetim yaparak bu bilgileri toplamaları yerine bir finansal aracıya bu gözetim görevinin verilmesi gereği Diamond'ın 1991 tarihli çalışmasındaki analizlerin temel kabullerinden birini oluşturmaktadır.

Seward'ın yukarıda açıkladığımız karmaşık analizleri bize iki temel sonucu sağlamaktadır. Öncelikle, gözetim faaliyetinden elde edilecek faydaları ortadan kaldırmadan, banka kaynaklı finansman ile piyasadan borç veya özkaynak finansmanı seçenekleri bir arada bulunarak analiz yapabilmemiz mümkündür. İkinci olarak da, dönem sonunda doğrulama ile yetinilebilecek bir getiri alt sınırı olmakla birlikte, dönemin başından itibaren gözetim yapılmasını zorunlu kılan ve doğrulama alt sınırının altında yer alan bir gelir alt sınırı mutlaka karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla, gözetim projeden beklenen gelirin düzeyi ile ilgili kritik bir noktadan itibaren zorunlu olarak yapılması gereken bir faaliyet olmaktadır.

1.5.4. Gözetimin Girişimcinin Gayretine Etkisi

Besanko ve Kanatas, 1993 tarihli çalışmalarında, yukarıdaki modellere bir ekleme yaparak konuya yeni bir boyut daha kazandırmaktadırlar.¹²⁶ Seward'ın ve Diamond'ın çalışmalarında¹²⁷ girişimciye borç veren bankanın gözetim faaliyeti, bankaya, girişimcinin yürüttüğü projenin getirisi konusunda gözlem yapma olanağı

vermekteydi ve bu gözlem sonuçları piyasa kaynaklı finansman sağlayan birimlere açık değildi. Projenin getirisi, gözetim faaliyeti kapsamında, sadece banka tarafından gözlenebilen bir unsurdur. Besanko ve Kanatas, Seward'ın ve Diamond'ın çalışmalarındaki proje getirisinin bankaya özgü bir bilgi olduğu varsayımını benimseyerek, banka gözetiminin sağlayacağı getirinin banka dışı fon verenlere de fayda sağlayacağı bir modeli ele almaktadırlar. Besanko ve Kanatas, bankanın gözetim faaliyetinin, etkisini girişimcinin proje ile ilgili gayreti üzerinde göstereceğini ve girişimcinin gayret düzeyine ilişkin bilginin sadece borç veren banka tarafından gözlenebileceğini ve kullanılabileceğini kabul etmektedirler. Diğer bir deyişle, bankanın gözetim yapması girişimcinin proje üzerindeki gayretini, gözetimin yapılmadığı duruma kıyasla artıracaktır; girişimcinin bu gayretinin düzeyini de borç veren bankadan başka kimse gözlemleyememektedir. Dolayısıyla, Besanko ve Kanatas'ın çalışmalarında, bankanın yaptığı gözetimin girişimcinin göstereceği gayret üzerindeki etkisi bankanın gözetimden sağladığı özel bilgi olmaktadır. Bankanın yaptığı gözetimin girişimcinin gayretini artırıcı bir etkisi olmaktadır ve gözetim yapılmadığı durumda, girişimci, gayret düzeyini azaltacaktır. Böylece, banka, girişimcinin gayret düzeyini etkilemek için kendisinin yapacağı gözetimin düzeyini ayarlayabilmektedir. Böylece, Seward'ın ve Diamond'ın modellerinde¹²⁸ dışsal bir etken olarak yer alan girişimci gayret düzeyi Besanko ve Kanatas'ın çalışmalarında¹²⁹ modelin içinde yer alan bir değişken olmaktadır.

Besanko ve Kanatas'ın modelinde, banka kendi kârlılığını artırmak için girişimci üzerindeki gözetim düzeyini artırabilmektedir. Bu modelde, girişimcinin proje ile ilgili gayretinin bankanın gözetiminin düzeyi ile birlikte arttığı; böylece bankanın gözetimini yoğunlaştırarak projenin başarısını ve getirisini artırabileceği kabul edilmektedir. Böylece, banka, gözetim faaliyetini bankanın kârının artması amacına yöneltmektedir. Buna karşılık şirket dışındaki sermaye piyasalarının çıkarı, bankanın bu gözetim faaliyetini projenin net bugünkü değerinin artırılması amacına yöneltmesidir. Bu durum bir çıkar çatışması ve ahlakî bozulma tehlikesi sorunu ortaya çıkarmaktadır. Banka, sözleşme ile belirlenmiş bir gözetim düzeyini sürdürmeyi garanti edebilirse bu çıkar çatışması sorunu ortaya çıkmayacaktır. Bu durumda, bankalar arasındaki rekabet borçlunun faydasını ençoklaştıran çözüme götürecektir; bu rekabet sonucu, bankalar

için ve dış finansmanın sağlandığı sermaye piyasaları için sıfır kâr oranının geçerli olduğu durumda, projenin net bugünkü değerinin ençoklaştırılmasını sağlayan bir sonuç ortaya çıkacaktır. Besanko ve Kanatas'a göre, bankanın sözleşme ile belirlenen bir gözetim düzeyini sürdürmeyi garanti edememesi gerçek hayata daha uygun bir durum olacaktır. Bu durumda banka, borçlunun faydasını artırmaktan kaçınacak ve kendi kârını ençoklaştıracak bir gözetim düzeyini seçecektir. Bu durumda ortaya çıkacak ahlakî bozulma tehlikesi sorunu bankadan gözetim amacıyla yararlanılmasının önünde bir maliyet unsuru olacak ve banka kredisine olan isteği azaltacaktır.

Besanko ve Kanatas'ın analizlerinde iki tür ahlakî bozulma tehlikesi ortaya çıkmakta ve banka kredisi ile sermaye piyasalarından borçlanma tercihleri bu iki farklı ahlakî bozulma tehlikesinin birbiriyle ilişkisine bağlı olarak oluşmaktadır. Ahlakî bozulma tehlikesinin birinci türü girişimcinin gayret düzeyini gözlemleyememekten kaynaklanan bir durum, ikinci türü de bankanın sözleşme ile belli bir gözetim düzeyini sağlamayı garanti edememesinden kaynaklanan bir durum olarak açıklanmaktadır. Banka kredisinin olmadığı durumda, standart ahlakî bozulma tehlikesi borçlanma piyasasının işlememesine yol açabilecektir. Çünkü temsil sorunu, projenin finansmanı için elverişli fonların gerekli fon miktarından daha düşük oluşmasına yol açacak şekilde büyük bir sorun olabilir. Diğer bir deyişle, birinci tür ahlakî bozulma tehlikesi sorunu olarak, tümüyle banka dışı kaynaklardan borçlanma sağlandığında gözetim yapılmamış olacağından Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmalarında¹³⁰ tanımlanan çerçevede temsil sorunları ortaya çıkacaktır. Bu temsil sorunları projenin gerekli fonları sağlayamamasına yol açacak kadar büyük olabilecektir ki bu durum borçlanma piyasasının işlevini yerine getiremeyeceği bir noktaya varabilecektir. Banka kredisinin olduğu durumda da, bankanın, gözetim düzeyini, kendi banka kârını artırmak amacına yönelik olarak ayarlayabileceği ve bunun da banka dışı finansman sağlayan kesimlerin (piyasadakilerin) getirilerinin azalması sonucunu doğurabileceği bir ahlakî bozulma tehlikesi sorunu ortaya çıkabilecektir.

Besanko ve Kanatas'ın analizleri bu iki ahlakî tehlike sorununun karşılıklı etkileşimi ile oluşacak bir denge banka borçlanması-piyasa borçlanması bileşiminin oluşacağını göstermektedir. Girişimcinin gözetimsiz kalması halinde oluşacak ahlakî

bozulma tehlikesi banka borçlanması gerektirecek; banka kredisinin aşırı ya da gereğinden fazla artması bankanın piyasadakiler aleyhine kendi kârını ön plana çıkaran bir ahlakî bozulma tehlikesi sorununu ortaya çıkaracaktır. Bu iki sorunun karşılıklı etkileşimi kritik bir banka borçlanması-piyasa borçlanması denge düzeyi sağlayacaktır.

Besanko ve Kanatas'ın analizlerinden çalışmamızın amacı ve kapsamı açısından öne çıkarmamız gereken değerlendirme ve sonuçlar şu şekilde ele alınabilir:

Besanko ve Kanatas, banka kaynaklı finansmanı gözetimin mutlaka var olduğu bir finansman seçeneği olarak ele alırken, piyasa kaynaklı finansmanı gözetimin hiç bulunmadığı bir finansman seçeneği olarak ele almaktadırlar. Aşağıdaki bölümlerde dikkate alacağımız ve gerektiğinde öne çıkaracağımız bu varsayımın gerçek hayat durumundan çok da farklı olmayan bir kabulü yansıttığı, çalışmamızın temel tezlerinden birisini oluşturmaktadır.

Besanko ve Kanatas'ın çalışmalarından öne çıkaracağımız bir diğer varsayım, gözetim faaliyetinin girişimcinin gayretini etkilediği ve bunun da proje performansı üzerinde etkili olduğu hususudur. Piyasa kaynaklı finansmanın gözetim içermemesi, girişimciyi kendi başına, kontrolsüz bir durumda bırakmakta ve girişimci temsil ettiği piyasa fon verenleri yerine kendi kişisel çıkarını ve faydasını ön plana çıkaran eylem ve kararlara girerek bir temsil sorunu (agency problem) yaratmış olmaktadır. Temsil sorunları ve bundan kaynaklanan temsil maliyetleri, gözetimi zorunlu kılan ve girişimcinin veya projeyi yönetenin kontrol edilmesi gereğini ortaya çıkaran sorun ve maliyet şeklinde çok önemli bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Besanko ve Kanatas'ın analizlerinde öne çıkarılması gerektiğini düşündüğümüz bir diğer varsayım, gözetim yapan bankanın gözetime yönelik harcamalarının ve dolayısıyla uyguladığı gözetimin derecesinin banka dışındakiler ve dolayısıyla piyasadakiler tarafından gözlenemiyor ve bilinmiyor olmasıdır. Bu varsayımın da gerçek hayat durumuna uygun bir varsayım olduğu kanaatindeyiz. Ticarî bankalar, her bir şubesi de ayrıca dikkate alınarak, günlük işleyiş içerisinde sürekli bir gözetim yapma durumunda olabilmekte ve herhangi bir banka veya şubenin gözetim çabasına ve harcamasına ilişkin olarak banka dışındakilerin bir bilgi edinmesi, veri bir

durum olarak, mümkün bulunmamaktadır. Bu durumun sonucu olarak, Besanko ve Kanatas'ın da varsaydıkları gibi, piyasada fon veren durumunda olan banka dışındakiler, herhangi bir bankanın yaptığı bu gözetim faaliyetinden doğrudan fayda sağlayamamaktadır. Bu durum da, piyasadaki fon verenlerin gözetime duyacakları ihtiyacın karşılanmasına yönelik başka araç ve yöntemlerin varlığını sorgulamayı gerektirmektedir. Bu konu, aşağıda Bölüm 1.6.3'te ele alınmaktadır.

Bütün bu analizler, Besanko ve Kanatas'ın da işaret ettikleri gibi, ticarî bankanın, borç veren olarak, özel bir konuma sahip olduğu yargısına götürmektedir. Besanko ve Kanatas, banka borç vermesinin bu özel olma durumunun sebepleri konusunda bir açıklama getirmemekle birlikte, banka kaynaklı finansmanın kusurlu (eksik) bir ikamesi (imperfect substitute) olarak piyasa borçlanma senetlerinin girişimcinin başarı olasılığını azalttığı sonucuna varmaktadırlar. Çünkü girişimcinin gayreti ve bunun sonucunda oluşacak proje başarısı girişimcinin projedeki payı arttıkça artmaktadır. Girişimcinin projedeki payının artması projenin sonucundan girişimciye kalacak payı artırmaktadır. Projenin kısmen piyasadaki borçlanarak finanse edilmesi girişimcinin proje sonucundan alacağı payı aksi duruma kıyasla azaltacağından girişimcinin gayret düzeyi ve proje başarısı düşecektir. Bu sorun banka kredisinin devreye girmesi ile azalmaktadır. Borç veren banka girişimciyi gözetime tabi tutarak girişimcinin sadece veya öncelikle kendi kişisel fayda ve çıkarını düşünme eğilimini kontrol altına almış olacaktır. Bu gözetim etkisinden piyasadaki borç verenler de yararlanacaktır. İşte bankanın borç vermesiyle ortaya çıkan gözetim faaliyeti dolayısıyla ortaya çıkan bu sonuç banka kredisine özgü bir gözetim etkisinin varlığını göstermekte ve bankayı özel bir konuma getirmektedir.

Besanko ve Kanatas'ın özetleyerek aldığımız bu varsayım, değerlendirme ve sonuçları bize temel bulgular sağlamaktadır. Özetle, banka kaynaklı finansman, bünyesinde gözetim işlevini barındıran özel bir konuma sahiptir; bankanın yapacağı gözetim girişimcinin gayretini artırarak projenin performansının artmasına ve böylece banka dışında kalan, piyasadaki borç verenlerin de banka gözetiminden fayda sağlamasına olanak tanımaktadır.

1.5.5. Gözetimli ve Gözetimsiz Finansmanın Birlikte Analizi

Fon sağlamanın sonucu olarak ortaya çıkan gözetim ihtiyacı ve bunun finansal araçların gözetim görevi ile ilişkisi, Diamond'ın 1984 tarihli çalışmasıyla başlayan bir süreçte değişik açılardan konunun ele alınması ve eklemeler yapılarak konunun yeni boyutlarıyla incelenmesi suretiyle gelişmeler kaydetmiştir. Bu kapsamda ele alacağımız son yaklaşım Winton'ın 1996 tarihli çalışmasında¹³¹ ve Repullo ve Suarez'in 1998 tarihli çalışmalarında¹³² yer almaktadır.

Winton, 1996 tarihli çalışmasında, fon verdiği şirketleri gözetime tabi tutmak durumunda olan finansal aracının likidite ihtiyacı içinde olup olmaması ve şirketin gözetime tabi tutulup tutulmaması durumlarına bağlı olarak bazı sonuçlara ulaşmaktadır. Winton, finansal aracının gözetim faaliyeti kapsamında elde edeceği şirketin başarısına ilişkin bilgiyi de değerlendirmesine dâhil etmektedir. Winton'ın çalışmasında yer alan, konumuz açısından temel varsayımlardan birisi likidite ihtiyacı durumu ne olursa olsun, hisse senedi ihraç ederek finansman sağlayan şirketin hisse senedi sahibine, borçlanma senedi ihraç eden şirketin borç senedi sahibine vereceğine kıyasla daha fazla kontrol gücü vereceği kabulüdür. Diğer bir deyişle, hisse senedi, sahibine, borçlanma senedi sahibine kıyasla şirket üzerinde daha fazla kontrol gücü sağlamakta ve daha fazla gözetim gereği doğurmaktadır. Bunun sonucu, gözetim ihtiyacı bakımından hisse senedi sahibinin borç senedi sahibine kıyasla kendisini daha büyük bir baskı altında veya gereklilik durumunda bulmasıdır.

Borç senedi, sahibine, şirketin likidite durumu belli bir düzeyin üstünde kaldığı takdirde ki bu düzey en düşük olarak borç tutarının faizi ile birlikte geri ödenmesine yetecek bir tutar olacaktır, gözetim ihtiyacı bile duymadan şirkete fon verebilme güvencesi sağlayabilmektedir. Ancak, şirketin mevcut ve gelecek dönemlere ilişkin başarı olasılığı belli bir kritik düzeyin altına düştüğü durumda, borç senedi sahibi gözetim ihtiyacı hissetmeye başlayacaktır. Oysa hisse senedi sahibi şirketin mevcut ve gelecek dönemlere ilişkin başarı olasılığı ne olursa olsun gözetim ihtiyacı içinde olacaktır. Bu da hisse senedi çıkararak fon temin etme durumunda, Winton'ı, hisse senedi sahibinin şirketi gözetime tabi tutması gereğine götürmektedir.

Winton, şirketin başarı olasılığının finansal aracının o fon verme işleminden elde etmeyi beklediği kazancı etkileyeceği kabulünden hareketle, finansal aracının, şirketin tam olarak başaracağını veya tam olarak başarısız olacağını dönem başında (*ex ante*) bilebildiğini ve buna göre gözetim yapma veya yapmama kararı verdiğini var saymaktadır. Dönem başında verilen gözetim yapma kararı şirketin dönem sonundaki (*ex post*) başarı durumu üzerinde etkili olabilmektedir. Dolayısıyla finansal aracının gözetim maliyetine katlanmasının dönem sonunda ortaya çıkacak bir getirisi olabilecektir. Winton, finansal aracının fon verdiği şirketi gözetime tabi tutup tutmaması durumuna bağlı olarak ve bu kapsamda şirketin projelerinde başarılı olup olmama durumu hakkında elde edeceği bilginin şirket hakkında yapacağı değerlendirmedeki etkisini de dikkate alarak kendi fon elde etme yöntemine ilişkin kararı vereceğini varsaymaktadır.

Bu temel kabulden yola çıkarak Winton, ağır bir likidite ihtiyacı içinde olmayan finansal aracının, esas olarak, bir şirkete fon sağlamak amacıyla hisse senedi çıkarmayacağı; fon vereceği şirketi gözetime tabi tuttuğu ve şirketin başaracağını önceden tespit edebildiği takdirde hisse senedi çıkaracağı; şirketin başaramayacağını önceden görebildiği takdirde ya bu şirkete fon sağlamayacağı veya fon sağlayarak gözetime tabi tutacağı sonuçlarını elde etmektedir. Hisse senedi sahipliği borç senedi sahipliğine kıyasla daha fazla gözetim ihtiyacı doğurduğuna göre, likidite ihtiyacı yüksek olmayan bir fon alıcısı hisse senedi yerine borçla finansmanı tercih edecektir. Çünkü borçlanarak fon elde eden şirket daha az gözetime tabi tutulacaktır.

Winton, analizini, finansal aracının likidite ihtiyaç derecesi ile bu aracının fon aktardığı şirketin yatırım ve projelerinin risk derecesini veya başarı olasılığını ilişkilendirerek yapmaktadır. Winton'ın 1996 tarihli çalışmasındaki bu dolaylı etki yaklaşımı bizim bu çalışmada ele almakta olduğumuz doğrudan yaklaşımdan biçimsel bir farklılık göstermekle birlikte konumuz ile ilgili temel bulguların ve sonuçların farklı bir yaklaşımla da desteklenmesi bakımından önem arz etmektedir. Ortak yaklaşım, şirketin yatırımlarını ve projelerini finanse etmede yardımcı olan finansal aracının yatırıma veya projeye aktardığı fonları elde ettiği mevduat veya tasarruf sahipleri yararına bir gözetim görevi yerine getirdiği kabulüne dayanmaktadır. Finansal aracından

fon elde eden şirketin yatırım ve proje riski veya başarı olasılığı finansal aracının vereceği fonlama kararı ve gözetim kararı için, Winton'ın çalışmasında da, temel bir unsurdur. Bizim ilgi alanımız bu fon aktarım sürecinde şirketin sermaye yapısı kararı ile ilgili iken, Winton, konuyu finansal aracının sermaye yapısı kararı bakımından ele almaktadır. Diğer bir deyişle, bizim yaklaşımımız, fon elde eden şirketin bu fonu hisse senedi çıkararak mı yoksa borçlanma yoluyla mı elde edeceği kararı ile ilgili iken, Winton'ın çalışmasındaki yaklaşım, şirkete fon aktaran finansal aracının bu fonu hisse senedi çıkararak mı yoksa borçlanma yoluyla mı elde edeceği kararı ile ilgilidir. Ancak her iki yaklaşımda da temel unsur şirketin yatırım ve projelerinin risk durumu ve başarı olasılığı olduğundan ve Winton'ın çalışmasında şirketin proje ve yatırım başarısının finansal aracının başarısı üzerinde doğrudan etkisi kabul edildiğinden, fon aktarımı kararı ve gözetim kararı her iki yaklaşımda da proje veya yatırımın riski ve başarı olasılığına bağlı hale gelmektedir. Dolayısıyla, aynı konuya farklı açılardan yaklaşarak aynı unsurlar açısından değerlendirmek mümkün hale gelmektedir. Bu da bize farklı açılardan ele alınarak da gözetim görevinin finansal aracılığın temel alanlarından birisi olduğu yargısına götürmesi açısından önemlidir.

Winton ile devam edersek, proje veya yatırımın risk durumuna, gözetim faaliyetinin sağlayacağı getiriye ve bunun maliyetine ve finansal aracının gözetim yapıp yapmaması durumuna bağlı olarak finansal aracının sermaye yapısı kararı farklılık gösterecektir. Gözetimin maliyeti getirisinden yüksek olduğu takdirde, finansal aracı gözetim yapmama kararı verecektir. Bu durum, proje ve yatırımın risk düzeyinin yüksek olduğu durumda da geçerli bir sonuçtur. Bu durumda finansal aracılık piyasasında gözetim yapan ve gözetim yapmayan finansal araçlar olabilecektir.

Konu ile ilgili bir diğer çalışmada, **Repullo ve Suarez**¹³³, borç verenin borç alan hakkında bilgi sahibi olduğu durum ile bilgi sahibi olmadığı durumu ayrı ayrı ele alarak, borç alan hakkında bilgi edinme ve gözetim maliyetlerinin bilgi sahibi olunmadan yapılacak fon verme işlemine kıyasla ne gibi farklı sonuçlar ortaya çıkaracağını ele almaktadırlar. Repullo ve Suarez, finansman sağlama kararı ve projeyi tasfiye kararı konusunda, gözetim faaliyetinin varlığı halinde ulaşılan bilgilenmiş olma (bilgili finansman – informed finance) durumu ile gözetim faaliyetine girilmediğinde

ortaya çıkacak bilgisiz olma (bilgisiz finansman – uninformed finance) durumu arasında karşılaştırma yapmaktadırlar. Repullo ve Suarez’in modellerinde, üç dönemi kapsayan yatırım sürecinde, girişimcinin projenin başarısı ve getirisi ile ilgili gayretinin gözlenebiliyor ve bununla ilgili bilgi toplanabiliyor olması birbirinden bağımsız iki ayrı durumdur.

Repullo ve Suarez, bilgili finansman durumunu kaynağın banka veya tek bir büyük fon sahibinden borçlanma suretiyle sağlandığı durum ile ve bilgisiz finansman durumunu kaynağın halka hisse senedi veya borçlanma senedi satılmak suretiyle sağlandığı durum ile örneklemektedirler. Söz konusu çalışma, temel olarak, girişimcinin bütün servetini projeye yatırmadığı ya da girişimcinin servetinin projeyi tamamen finanse etmeye yetmediğı durumda, proje kararının verildiğı ilk dönemden sonraki dönemde, bu projenin başarısı için girişimcinin göstereceğı gayretin gözlenebilmesi ve gözlenememesi durumlarını birinci modelin gözlem değışkeni olarak almakta; bu gözlem sonucuna göre, üçüncü dönemde fon verenin projenin tasfiyesi kararını verebilecek olmasını modelin ikinci gözlem değışkeni olarak almaktadır. Fon veren gözetimci üçüncü dönemde tasfiye kararı vermediğı takdirde dördüncü dönemde projenin getirileri paylaşılmaktadır.

Repullo ve Suarez, modellemelerinde, sadece bilgili finansmanın (gözetimin yapıldığı durumun) var olması, sadece bilgisiz (gözetimsiz) finansmanın var olması ve nihayet projenin kısmen bilgili finansman ve kısmen bilgisiz finansmanla finanse edilmesi durumlarını ele almaktadırlar. Her üç halde de proje sahibi girişimci kendi sermayesinin de bir kısmını projeye yatırmakta ve girişimcinin yatırdığı sermayenin miktarı da modelde önemli bir değışken olmaktadır. Projenin ikinci döneminde gözetime tabi tutulan girişimcinin gayreti gözetimci fon verenin üçüncü dönemde vereceğı tasfiye kararını etkileyen tek değışken olarak modelde yer almaktadır. Kısaca bu şekilde özetleyebileceğimiz modelde, Repullo ve Suarez, girişimcinin projesinin finansmanını hangi durumda hangi yöntemi kullanarak yapacağına ilişkin sonuçlara ulaşmaktadırlar.

Buna göre, gözetimin söz konusu olduğı bilgili finansman durumunda fon verenin projeyi tasfiye edebilme seçeneğı bir tehdit olarak ortaya çıkmakta ve en önemli

unsur haline gelmektedir. Ancak tasfiye değeri düşük olduğunda bu tehdidin önemi oldukça azalmaktadır. Repullo ve Suarez'in projenin tasfiyesine veya devamına karar verilmesi ile açıkladıkları fon verenin tercihi, tamamıyla fon verenin fonu alan girişimciyi gözetime tabi tutması ile elde edebileceği girişimcinin proje ile ilgili gayretine ilişkin bilgiye dayanmaktadır. Gözetlendiğini bilen fon kullanıcısı (girişimci) gayretini belli bir düzeyin altına düşürmemeye çalışacaktır. Kendisine verilen fonun kullanımı sonucu üçüncü dönemin sonunda bu fona isabet edecek gelir payının (R) tasfiye halinde elde edilecek tutarın (L) altında kalmasına yol açacak ($R < L$) şekilde gayretini düşüren ve gayret düzeyinin düşük olduğu bilgili fon veren tarafından ikinci dönemde gözlenen girişimci, bu durumda üçüncü dönemde, fon verenin tasfiye kararı ile karşı karşıya kalacaktır. Bir başka deyişle, girişimcinin düşük gayret düzeyi bilgili fon veren tarafından projenin üçüncü dönemde tasfiyesine yol açacaktır. Bu şekilde, girişimcinin, gayretini belli bir en uygun düzeyde tutması sağlanmış olacaktır. Repullo ve Suarez'in çalışmalarında ele alınan gözetimin bu iyileştirici ve dengeleyici işlevi çalışmamıza yardımcı önemli bir değerlendirme olmaktadır.

Repullo ve Suarez, bilgili finansman ve bilgisiz finansman yanı sıra bu ikisinin birlikte var olduğu karma finansman durumunu ayrıca ele alarak her durumda gözetimin oynayacağı role ışık tutmaktadırlar. Buna göre, bilgisiz finansman durumunda ki bu, çok sayıda ve dağınık kişi veya kurumlardan borçlanma veya hisse satışı yoluyla fon toplanması ile örneklenebilmektedir, projenin gözetimi söz konusu olmadığından tasfiye seçeneği bulunmamaktadır. Repullo ve Suarez, bu durumda, fon elde eden girişimcinin projeye kendi servetinden aktaracağı kısmın belli bir kritik değerin üstüne çıkması gerektiği sonucuna ulaşmaktadırlar. Çünkü proje sahibi girişimcinin kendi servetinden projeye aktaracağı tutar azaldıkça ahlakî bozulma tehlikesi (moral hazard) sorunları ortaya çıkmaya başlayacak ve girişimcinin fon verene bir batma (iflas) primi de ödemesi gerekecektir. Öyle ki, Repullo ve Suarez, belli bir düzeyin altındaki çok düşük öz kaynak durumlarında, çok derin ahlakî bozulma tehlikesi nedeniyle, bilgisiz finansmanın uygulanabilir olmayacağı sonucuna ulaşmaktadırlar. Repullo ve Suarez'in 1998 tarihli çalışmalarında açıkça belirtilmemiş olsa da bu uygulanamazlık durumu derin ahlakî bozulma sorunlarının gerektireceği batma priminin çok yüksek düzeylere

çıkacak olmasının bir sonucu olacaktır. Batma priminin yüksek düzeyi girişimcinin bu yüksek maliyete katlanarak fon elde etmesini anlamsız ve uygulanamaz kılacaktır.

Gözetim faaliyetinin devreye girdiği bilgili finansman durumunda, fon veren bir gözetim maliyetine katlanarak girişimcinin proje üzerindeki gayretinin düzeyini gözleyebilmektedir. Gözetimden elde edilecek bu bilgi, düşük gayret durumunda, fon verene projeyi erken tasfiye ederek bir tasfiye geliri elde etme olanağı vermektedir.

Repullo ve Suarez'e göre, girişimcinin projeye aktardığı servet tutarı (w) ile toplam tasfiye gelirinin (L) toplamı, projenin maliyeti (1) ile gözetim maliyeti (c) toplamına eşit veya daha fazla ($w + L \geq 1 + c$) olmadığı sürece tasfiye tehdidinin bir önemi olmayacaktır. Bu eşitsizliğin sağlanmadığı durumlarda bilgili finansmanın yerini gözetimin söz konusu olmadığı bilgisiz finansman alacaktır. Repullo ve Suarez'in ulaştığı bu sonucu, kanaatimizce, şu şekilde açıklamak uygun olacaktır. Proje sahibi girişimcinin yeterli gayreti gösterdiği durumda, projenin nihaî getirisi (Y) toplam proje maliyeti ile gözetim maliyeti toplamından daha yüksek olacağından gözetim yapmanın bir getirisi olacaktır. Proje sahibinin gayret düzeyi azalmaya başladığında, gözetim yapmakta olan bilgili fon veren, katlandığı gözetim maliyetleri ile proje maliyeti toplamını aşan bir erken tasfiye fazlası değere ulaşmayı hedefleyecektir. Erken tasfiye sonucu ulaşılacak bu değer, girişimcinin projeye koyduğu servet ile erken tasfiyeden elde edilecek proje geliri toplamına eşittir ($w + L$). Repullo ve Suarez'in yukarıda verdiğimiz notasyonunu kullanarak, ($w + L \geq 1 + c$) eşitsizliğinde L 'yi yalnız bırakarak ($L \geq 1 - w + c$) yazmak mümkündür. ($1 - w$)'nin proje için girişimcinin kendi servetinin dışında başkalarından sağladığı fon tutarını temsil ettiği dikkate alındığında, gözetimin var olduğu bilgili finansman durumunda, fon verenin aradığı şart erken tasfiye halinde elde edilecek tasfiye gelirinin en az proje için kendisinin sağladığı fon ve katlandığı gözetim maliyeti toplamı kadar olmasıdır. Verdiği fonu ve gözetim maliyetlerini karşılayamayacağı bir erken tasfiye geliri elde edeceğini öngören bilgili fon veren için gözetim yapmanın gereği kalmayacaktır. Bu durumda, herhangi bir gözetim maliyetine katlanmadan proje sahibinin projenin ilk döneminde taahhüt ettiği bir getiri düzeyini kabul ederek fon vermek daha uygun bir tercih olacaktır.

Repullo ve Suarez, bilgili finansman ve bilgisiz finansman seçeneklerinden aynı anda yararlanılan bir proje bakımından ($w + L < 1 + c$) durumunda da en iyi gayreti göstermenin girişimciye ve gözetimci fon verene fayda sağlayacağına işaret etmektedirler. Bu durumda projeye fon sağlayanlar arasında, gözetim yapmayan (bilgisiz) bir fon veren de bulunacağından, bilgili fon veren sadece bilgili finansmanın söz konusu olduğu duruma kıyasla daha düşük bir fon katkısıyla kendini daha korunaklı bir durumda bulacaktır. Proje için gerekli fonların bir kısmının gözetim yapmayan bilgisiz fon verenden elde edilmiş olması, gözetim yapan bilgili fon verene tasfiye halinde kendini daha güvende bulacağı sözleşmeler yapabilme yeteneği sağlayacaktır. Böylece, bilgili fon veren tasfiye halinde kendi katkılarını geri alabileceği sözleşmelere imza atarak, bilgisiz fon verene kıyasla üstünlük sağlamış olacaktır.

Repullo ve Suarez, proje süresince bilgili fon veren ile girişimci arasında yeniden pazarlık durumunun söz konusu olup olmamasını da modele bir unsur olarak dâhil etmektedirler. Yeniden pazarlık olanağının bulunmaması, girişimcinin gayretini düşük tutması halinde, bilgili fon verenin projeyi erken tasfiye etme kararı vermesine götürmektedir. Bilgili fon veren kendini güvenceye alacak sözleşmeleri imzalama gücüne sahip olduğundan, yeniden pazarlığın olmaması, bizi bilgili fon verenin baskın bir güce sahip olması sonucuna götürmektedir. Bu baskın gücü, gözetim yapan bilgili fon verenin proje üzerindeki kontrol gücü olarak ele almak gerekmektedir. Bu yaklaşım bize, banka gibi veya büyük bir fon sahibi gibi, proje ile daha yakın ve güçlü ilişkisi olan bir fon verenin gözetimden elde edeceği bilgiyi kullanarak, girişimci ile girdiği sözleşmeler kapsamında proje üzerinde kontrol gücüne sahip olması durumuna işaret etmektedir.

Repullo ve Suarez'le devam edersek, yeniden pazarlığın söz konusu olmadığı durumda, girişimcinin en iyi gayret halinden uzaklaşması, bilgili fon vereni erken tasfiyeye zorlayacaktır. Yeniden pazarlığın söz konusu olduğu durumda, bilgili fon veren ile girişimci, projenin devamı halinde ortaya çıkacak getiriyi paylaşma konusunda pazarlık sonucu bir anlaşmaya varacaklarından erken tasfiye seçeneği kullanılmayacaktır. Ancak, erken tasfiye bu durumda da bir tehdit olarak var olmaya devam edecektir. Proje ile ilgili gayret düzeyinin düşmesi nedeniyle bilgili fon veren ile

pazarlığa oturacak olan girişimci, gözetim yapmayan ve pazarlığa dâhil olmayan bilgisiz fon verene projenin devamı halinde verilecek gelirin en aza indirilmesini tercih edecektir. Bilgili fon veren bu tercihe karşı duyarsız olacağından, pazarlık, girişimciye ek gelir sağlayan bir sonuca götürecektir. Girişimci ile bilgili fon veren arasındaki olası işbirliği durumunu da dikkate aldığımızda, bilgisiz fon verenin elde edeceği getiriye mümkün olan en düşük düzeyinde tutabilmek bilgili fon verene ve girişimciye mümkün olan en yüksek getiriye sağlıyor olacaktır. Üstelik girişimci sadece bilgili finansman durumunda veya sadece bilgisiz finansman durumunda elde edemeyeceği kaynakları da elde etme olanağına kavuşmuş olacaktır. Bu çerçevede, bilgili finansman ve bilgisiz finansmanın birlikte söz konusu olduğu karma finansman durumunda, yeniden pazarlığın söz konusu olması girişimcinin de getirisini artıran bir sonuç doğurmaktadır.

Bu analizler sonucunda, Repullo ve Suarez, geçerli olacak finansman şeklinin tasfiye geliri ve girişimcinin serveti ile ilişkisinin nasıl olabileceğine ilişkin sonuçlara ulaşmaktadırlar. Buna göre, gözetimin söz konusu olduğu bilgili finansman tasfiye değerinin yüksek ve girişimcinin servetinin düşük olduğu durumlarda başvurulabilecek en uygun yöntem olmaktadır. Gözetimin söz konusu olmadığı bilgisiz finansman düşük tasfiye değeri ile birlikte yüksek veya orta düzeyde girişimci serveti halinde uygundur. Karma finansman seçeneği de düşük girişimci serveti ve orta düzey tasfiye değeri durumunda uygun hale gelmektedir. Girişimci servetinin düşük ve tasfiye değerinin düşük olduğu durumda hiçbir finansman bileşimi uygulanabilir olmamaktadır.

Repullo ve Suarez, bilgili finansman durumunun bir finansal aracının varlığını gerektirip gerektirmediği sorusunu cevaplamamakta ve bu soruyu çalışmalarının kapsamı dışında tutmaktadırlar. Bilgili finansman durumunun, çalışmada, banka finansmanı ile örneklenmesi, soruya doğrudan ve açık bir cevap bulmayı sağlamıyor olsa da finansal aracının varlığı yukarıda açıklanan analizler ile çelişkili bir durum yaratmamaktadır. Yazarlar, bilgili finansman ve karma finansman durumlarında, aktif gözetim gereğinin bu görevin tek bir bilgili fon verene verilmesini gerektirdiğine işaret etmektedirler. Böylece üç yönden fayda sağlanmış olacaktır: i) aynı gözetimin tekraren yapılmasının önüne geçilerek gözetim maliyetlerinde tasarruf sağlanacaktır, ii) bedavacılar sorununun önüne geçilmiş olacaktır, iii) erken tasfiye seçeneğinin

kullanılmasındaki çıkar çatışmaları önlenmiş olacaktır.¹³⁴ Repullo ve Suarez'in gözetimin gerekliliği ile ilgili olarak belirttikleri (i) ve (ii)'deki hususlar Diamond'ın 1984 tarihli çalışmasında yeteri derinlikte tartışılmış ve Diamond'ın değerlendirmelerinin gözetimin borç verenler yerine bunların görevlendirdiği tek bir finansal aracı tarafından yapılması zorunluluğuna işaret ettiği bu bölümün başlangıç kısımlarında açıklanmıştır. Dolayısıyla, Repullo ve Suarez, gözetim gereğini finansal aracı bakımından tartışmamış olmakla birlikte temel yaklaşım ve analizleri Diamond'ın 1984 tarihli çalışmasında ulaşılan sonuçlarla örtüşmektedir. Repullo ve Suarez, yukarıda açıkladığımız diğer çalışmalardan bir adım daha ilerde bir analizle, girişimcinin gayretine bağlı olarak gözetimcinin uygulayacağı bir tasfiye tehdidini modele ekleyerek teşvik sorunlarını aşmak bakımından önemli bir araç sağlamış olmaktadır.

Bu bölümde özetleyerek açıkladığımız çalışmalardan çıkarabileceğimiz bazı temel sonuçlar çalışmamızın devamında bize yardımcı olacaktır. Diamond'ın 1984 tarihli çalışması ile başlayan ve finansal aracılardan gözetim görevine işaret eden yaklaşım tartışmaya gerek bırakmayacak şekilde kabul görmüş ve konuyu değişik açılardan ele alan çalışmaların katkısıyla bir olgunluk düzeyine ulaşmış bulunmaktadır. Gözetim görevinin finansal aracıya ait olması, her tasarruf sahibinin kendi gözetimini kendisinin yapması halinde ortaya çıkacak maliyetlerin gözetimin getirisi ile karşılanamayacak kadar büyük olacağı kabulünün bir sonucudur. Tasarruf sahiplerinin gözetimi kendileri yapmak yerine kendi aralarından bir temsilci aracılığıyla bu faaliyeti yürütmeleri görüşü de o tasarruf sahibi-temsilcinin girişimci ile gizli anlaşma yaparak temsil ettiği tasarruf sahipleri aleyhine kararlara ve eylemlere ortak olabilme olasılığı ile sakatlanmaktadır. Gözetim yapacak olanın sahip olması gereken nitelikler de tasarruf sahibi-gözetimcinin buna ilişkin maliyetlere (buna zaman maliyeti yönünden dikkate alacağımız eğitim maliyetleri de dâhildir) katlanma gücünü oldukça aşabilecektir. Yazarlar, genel olarak, tasarruf sahiplerinin kendi aralarından görevlendirecekleri başka bir tasarruf sahibi yerine bir finansal aracıyı gözetimci olarak görevlendirmelerini daha akılcı bir seçenek olarak görmektedirler. Hatta bazı yazarlarca, gözetim görevi finansal aracılardan varlık sebebi olarak ele alınmaktadır.

Yukarıda özetlediğimiz çalışmalardan çıkaracağımız bir diğer önemli sonuç, ticarî banka finansmanının hem doğal olarak gözetim içeren ve hem de gözetime daha uygun olan bir süreç olduğudur. Bu durum çalışmalarda çoğu zaman ek bir değerlendirme yapılmadan, veri bir durum olarak kabul edilerek, analizler bu kabul çerçevesinde yürütülmektedir. Bu kabulle birlikte ortaya çıkan veya açıkça dile getirilen diğer çıkarım da piyasa kaynaklı finansmanın ya hiç gözetim içermeyen ya da düşük düzeyli gözetime olanak veren bir yöntem olarak ele alınmasıdır. Gelecek bölüm, bu çerçevede, banka kaynaklı finansman ve piyasa kaynaklı finansman bakımından gözetim ile ilgili durum ve sonuçları değerlendirmeyi amaçlamaktadır.

1.5.6. Genel Değerlendirme

Finansal aracılık, fon arzından ve talebinden dolayı bir araya gelmesi gereken iki farklı kişi veya kurumun, mümkün olan en düşük maliyetle ve kararlarını aynı koşullar altında verebilmek için gerekli bilgi düzeyinde olarak işlemlerini sonuçlandırmalarına yardımcı olmak üzere faaliyet gösteren ve bu konumundan gelir sağlayan sistem ve süreci temsil etmektedir. Eğer bu tanımlama doğru ise, i) işlemin düşük maliyetle gerçekleştirilmesini sağlamak ve ii) sözleşmenin her iki tarafının sözleşme konusu ile ilgili olarak bir diğeri karşısında bilgi üstünlüğü olmamasını ya da farklı bilgilenme düzeylerinin varlığı halinde bu düzeylerin mümkün olduğu ölçüde dengelenmesini sağlamak finansal aracının varlığını açıklayan iki temel neden olarak kabul edilebilecektir.

Olumsuzlama yoluyla bu önermeyi sınamak istersek, işlem maliyetinin, iki tarafı da işleme yöneltecek kadar düşük olmaması halinde taraflar, ya aynı işlemi aracıya gerek duymadan kendi başlarına birbirlerini bularak gerçekleştirecekler ya da her iki halde de yüksek maliyet nedeniyle işlem yapmaktan vazgeçeceklerdir. Birinci durum, arama maliyetlerinin bizatihi işlemin yapılmasından kaynaklanan maliyetlerle birlikte, aracının sağladığı hizmetin maliyetinden daha düşük olması anlamına gelecektir. İkinci durumda ise, arama ve işlem maliyetleri toplamı ve aracının hizmet maliyetleri o kadar yüksektir ki elde edilecek getiri ile bu maliyeti karşılamak anlamlı olmayacaktır.

Bilgi sorunları açısından ele alırsak, sözleşme tarafları arasında bilgi dengesizliğinin varlığı halinde, ekonomik olarak mantıklı birey davranışı ile ilgili kabul gereği, bilgi üstünlüğü olan tarafın bilgi eksikliği içindeki tarafın bu eksikliğinden kendisine fayda sağlayacak bir sözleşme düzenleme yoluna gitmesi beklenecektir. Bu durum, sözleşme tarafları arasında, muhtemelen dönem sonunda sonuçları açığa çıkacak bir çıkar çatışması sorununa işaret etmektedir.

Finansal aracının varlık sebebi, öncelikli olarak, piyasalarda ortaya çıkan bu iki sürtünmenin azaltılması ve mümkünse yok edilmesi olmaktadır. Kanaatimizce, özellikle Allen ve Santomero'nun 1998 tarihli çalışması¹³⁵ ile başlayarak bir kabul alanı bulan, risk yönetimi işlevinin, bu bölümde ele aldığımız çerçevede, finansal aracının varlık nedeni olmaktan çok finansal aracının varlığının işlevsel bir hale gelmesinden sonra ortaya çıkacak ve daha çok da finansal aracının kendi varlığını koruması ile ilgili bir durum olarak ele alınması daha uygun olacaktır. Allen ve Santomero'nun çerçevesini çizdikleri şekilde, 1970'lerden başlayarak özellikle ABD finans piyasalarında ortaya çıkan finansal kurum ve araçlarla ilgili gelişmelerin, finansal kurumların bizatihi kendilerinin bireysel yatırımcıların yerini alarak ulaştıkları, kendi kendini besleyen bir aşamayı ifade ediyor olması, risk yönetimini nihai fon arz edenler olarak kabul edilen hane halkı (bireyler) lehine yapılan bir faaliyetten çok, finansal kurumların kendileri için yapmak zorunda oldukları bir faaliyet haline getirmektedir. Çünkü risk yönetimi, finansal piyasalarda kurumsal yatırımcıların ve finansal aracılının paylarının her açıdan artması ile birlikte giderek karmaşılaşan finansal araçlar, kurumlar ve ilişkiler içerisinde kendine yer bulamayan bireysel yatırımcıya doğrudan bir fayda sağlamamaktadır. Risk yönetimi, birbirlerine karşı bilgi üstünlükleri bulunmayan finansal kurumların kendi risklerini yönetmelerine hizmet eder hale gelmektedir. Buradan hareketle, risk yönetimini, finansal aracılığın varlık nedeni olmak yerine, aracılık düzeyi belli bir boyuta veya aşamaya ulaştıktan sonra anlamlı ve faydalı hale gelen ve finansal kurumların kendi devamlılıkları için gerek duydukları bir araç olarak kabul etmek daha doğru bir yaklaşım olacaktır.

Bu yaklaşımımızda, türev finansal ürünlerin yaygınlaşması dolayısıyla risk yönetimine dayalı araçların bireysel tasarruf sahibinin de kullanımına açık olduğu

gerçeğini göz ardı etmek istemiyoruz. Ancak, her durumda, risk yönetimi belirli bir eğitim, bilgi ve tecrübe yoğunluğu gerektiren usulleri içermekle, daha çok kurumsal yatırımcıların ve finansal araçların hareket alanı içinde yer almaktadır. Bu bakımdan, bireysel yatırımcılar kolektif yatırım araçlarına (yatırım fonları ve ortaklıklarınca çıkarılan menkul kıymetlere) yatırım yaptıkları ölçüde dolaylı olarak ve bireysel yatırımların ortaya çıkardığı ihtiyaçlar ve finansal güçleri ölçüsünde portföy yönetimi veya yatırım danışmanlığı hizmetlerine veya diğer finansal aracılık hizmetlerine başvurmaları ile sınırlı ve gene büyük ölçüde dolaylı olarak, risk yönetimi hizmetlerinden yarar sağlayabilmektedirler.

1970'lerden başlayarak finansal piyasalarda ortaya çıkan karmaşık ürün yapılarının ve kurumsal yapının gereği olarak risk yönetiminin, Allen ve Santomero'nun sonuçları gibi, günümüzde diğerlerine kıyasla daha baskın bir işlev olduğu iddia edilebilir. Ancak, yukarıda da belirttiğimiz gibi, risk, münhasıran bir finansal işlemin yapılıp yapılmaması veya bir aracının bu işlemde yer alıp almaması ile açıklanabilen ve yönetilme ihtiyacı gösteren bir unsur olarak ele alınmamalıdır. Risk-getiri dengesi konusunda bilgi sahibi taraflar sözleşmenin risk ve getiri yapısı hakkında da doğru, yeterli ve zamanında bilgilendirildikleri takdirde ve işlemin bu şekilde yapılması maliyet-getiri hesapları açısından da uygun olduğu takdirde işlemin gerçekleşmemesi için bir sebep kalmaması gerekir. Risk ve getiri hesapları bakımından işlemin her iki tarafının da kabul edeceği ve bir eksik bilgilenmeye de dayanmayan finansal sözleşme, finansal aracının hizmetini gerekli kıldığı ölçüde, finansal aracının varlık sebebi anlamlı olacaktır. Finansal aracının herhangi bir maliyet avantajı ve bilgilenme desteği sağlamadığı sözleşme, tarafların kendi başlarına yapmaları halinde de aynı maliyetle ve aynı bilgilenme ile gerçekleştirilecek bir işlem olacaktır. Bu durumda finansal aracının varlığına gerek kalmayabilecektir. Dolayısıyla, finansal aracının var olma sebebini işlem maliyetlerinin azaltılması ve finansal işlemin her iki tarafının bilgilenme sorunlarını azaltıcı yönü ile ele almak çok daha akılcı ve tutarlı bir açıklama olmaktadır.

Sözleşmenin yapılması için gerekli diğer hususlar yanı sıra, sözleşmenin riski ve getirisi konusunda da doğru, yeterli ve zamanında bilgilendirilmiş ehil iki tarafın, sözleşmenin yapılması için, finansal aracının risk yönetimi hizmetine ihtiyaç duyması

beklenmemelidir. İşlem maliyeti ve bilgi dağılımında dengesizlik, sözleşme taraflarının kendi başlarına aşamayacakları ya da yeteri kadar azaltamayacakları veya getiri-maliyet hesabında kabul edilemeyecek sonuçları olabilen piyasa sürtünmeleri (friction) olarak karşımıza çıkarken, risk yönetimi, işlemin yapılabilirliği ve finansal aracının işlemin yapılmasındaki rolü bakımından, bilgi dağılımı sorunu ortadan kalktıktan sonra, kendisine atfedilen derecede önemi kalmayan bir faaliyet olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer bir deyişle, risk yönetimi işlevinin finansal aracılığın varlık sebebi olarak kabul edilebilmesi için, bundan önce bilgilenme sorunlarından kaynaklanan piyasa sürtünmelerinin büyük ölçüde ortadan kaldırılmış olması gerekmektedir. Bu yargıyı doğru kabul ettiğimiz takdirde, finansal aracılık teorisi ve uygulamasının bugünkü durumu itibariyle, bilgilenme ve bilgi dağılımı sorunlarının çözülmesini finansal aracılığın varlık sebebi olarak ele almak gerekmektedir.

Öte yandan, işlem maliyetlerinin azaltılması, finansal aracının varlığını açıklayan temel bir işlevdir ve bu işlevin dikkate alınması ile ilgili bir tereddüt oluşması beklenmemelidir. Öyle ki, işlem maliyetlerinin azaltılması, finansal aracının doğası gereği olarak, *de facto*, ortaya çıkan bir durumdur. Teknolojik gelişmelerin ulaştığı düzey, bu maliyet azaltma işlevini kolaylaştıran ve kimi durumlarda birçok hizmete finansal aracının dışında da ulaşılabilir duruma getiren bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal aracı, maliyetin azaltılması konusundaki rolü bakımından o kadar savunmasız ve çaresizdir ki, fon arz edenin veya fon talep edenin ya da her ikisinin birden, aracının hizmetinden yararlanmadan daha düşük maliyetle işlem gerçekleştirmeleri de mümkün olabilmektedir. Buna örnek olarak, bilgisayar ortamında, bir başka ülkede (örn. Almanya’da) kurulmuş bir sanal platform üzerinde Türkiye’deki bir fon sahibi bireyin, kredi kartını kullanarak, “parite” tabir edilen ve bir ülke parasının değerinin bir başka ülke parasının değerine bölümünden oluşan bir göstergenin alınıp satılabilmesi olanağına sahip olması gösterilebilir. Burada belki sadece, işlemin gerçekleştiği platformu kuran ve işleten kişi veya kurum bir finansal aracı olarak kabul edilebilecektir. Ancak, bu da çalışmamızda ele aldığımız anlamda bir aracı değildir. Bu sanal platformu aracıdan çok bir pazara veya pazar işleticisine benzetmek daha doğru olacaktır. Kredi kartını da bu anlamda bir finansal hizmet olarak kabul etmek doğru olmayacaktır, çünkü kredi kartı bir yatırım aracı ya da bir finansal sözleşme olarak

değil, bir ödeme aracı olarak kabul edilmek gerekir. Dolayısıyla, teknolojinin sunduğu olanaklar, ülkeler arasındaki sınırları da aşarak ve klasik anlamda bir finansal aracının hizmetine gerek duymadan başka bir ülkeden finansal varlık sahibi olabilmeyi mümkün kılmaktadır.

Teknolojinin ulaştığı düzey ve piyasaların gelişme düzeyi birlikte dikkate alındığında, günümüzdeki durum, finansal aracılıkta işlem maliyetlerinin çok büyük ölçüde azaldığını veya tamamen ortadan kalktığını göstermektedir. Hem mevduat bankacılığında, hem de sermaye piyasalarında işlem maliyetlerinin bugünkü düzeyi, finansal aracılığın, teknolojinin de desteği ile işlem maliyetlerinin azaltılması işlevi bakımından görevini tamamlamada önemli bir yol kat ettiğini göstermektedir.

Bu çerçevede, ulaştığımız noktada, finansal aracının varlığını açıklayan en güçlü işlev dengesiz bilgi dağılımının azaltılmasında üstlendiği rol olarak kabul edilmelidir. Bu rol, önceki bölümlerde ele alındığı gibi, dengesiz bilgi dağılımının azaltılması çabaları çerçevesinde finansal aracının gözetim fonksiyonu olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.6. Finansman Yöntemi ve Gözetim

Çalışmamızda buraya kadar yararlandığımız çalışmalardan ulaştığımız sonuçlar, bize, finansal piyasalarda fon arz ve talebinin buluşmasından önce ve sonra ortaya çıkan bilgilenme sorunlarının fon arz edenlerin bireysel çabaları ile aşılamayacağını ya da ancak çok yüksek maliyetlere katlanılarak aşılabileceğini göstermektedir. Gene buraya kadar dikkate aldığımız ve değerlendirdiğimiz yaklaşımlar, finansal piyasalarda bilgilenme sorunlarını aşabilmenin etkin yolunun bu sorunları aşmada finansal araçlara görev verilmesi olarak ele alınması gerektiğini göstermektedir. Bu alt bölüm, buraya kadar açıklanan çerçevede, finansal piyasalarda bilgi sorunlarının aşılmasında finansal araçların görev üstlenmesi tezini, konuyu piyasa kaynaklı finansmana yoğunlaştırmaya çalışarak, öne çıkarmayı amaçlamaktadır.

Bilgi sorunlarının aşılması, bilginin üretimi ile ilgili faaliyetlerin sürekliliğini gerektirmektedir. Finansal piyasalarda bilgi, akışkan ve sürekli yenilenen unsurlardan oluşmaktadır. Bu bakımdan, bilgi üretimi ve üretilen bilginin yenilenmesi,

doğrulanması gibi süreçler süreklilik arz eden bir nitelik taşımaktadır. Finansal piyasalarda bilginin dinamik özelliği ve süreklilik ihtiyacı gözetim görevini üstlenecek olanların önemli maliyetler üstlenmesini ve bu durumun sürekliliğinin sağlanmasını gerektirmektedir.

Finansal aracılarn gözetim görevinin, finansal gelişmeyle birlikte giderek önemi artan ve dünya finans piyasalarında 1970’lerden başlayarak gelişen araçlar, süreçler, durumlar ve kurumsal yapılar çerçevesinde üzerinde dikkatle çalışılması gereken bir süreç halini aldığını düşünmekteyiz. Bazı yazarlarca (örn. Allen ve Santomero¹³⁶, Merton¹³⁷), özellikle 1990’lardan sonra finansal araçlara risk yönetimi işlevini merkeze alarak yaklaşma eğiliminin artmış olması, kanaatimizce, bilgi sağlama ve gözetim işlevlerinin haksız yere ikinci plana atılmasına yol açmaktadır. Risk yönetimi işlevinin tam işlerliği açısından bile bilgilenme sorunlarının aşılmasındaki ve bu kapsamda gözetim işlevinin yerine getirilmesindeki rolü, finansal araçları özel ve ayrıcalıklı yapan en önemli unsur olmaya devam etmektedir. Finansal araçların ve finansal kurumların ve bunların içinde yer aldığı kurumsal ilişki ve yapıların giderek daha karmaşık hale gelmesi, bazı yazarların gözünde risk yönetimini ön plana çıkarmış olmasına rağmen, kanaatimizce aynı gelişmeler gözetimi hem zorunlu kılan ve hem de güçlüklerini artıran bir hal almış bulunmaktadır.

2007 yılının ilk aylarından itibaren, gelişmekte olan ülkeler kadar gelişmiş piyasalarda da ciddi boyutlara ulaşan banka kredisi sorunları ve bundan çok daha öncesinde, 2000’lerin ilk yıllarında şaşırtıcı büyüklük ve sayısal sıklığa ulaşan büyük şirket skandalları, esas itibariyle, finansal araçların gözetim rolleriyle ilgili olarak sorgulanması gereken hususların varlığına işaret etmektedir. Gözetim maliyetlerinden kaçınmanın bir yolu olarak dikkate alınan “yüksek teminat” tedbirinin de etkin bir şekilde uygulanamaması sonucu finansal kurumlara ve sisteme de zarar veren bu durumun finansal araçların gözetim fonksiyonu ile yakından bağlantılı olduğunu değerlendirmekteyiz. Bu çerçevede, finansal araçların üstlenmekte olduğu gözetim rolü, finansal sistemdeki mevcut yapıların devamlılığı açısından da önem taşımaktadır.

Genel ekonomik düzen ve işleyiş içinde aracılık hizmeti verdikleri temel tarafların (şirketler kesimi ile temsil edildiğini varsayacağımız ekonominin reel

kesiminin ve hane halkı ile temsil edildiğini varsayacağımız ekonomideki tasarruf sahiplerinin) önceliklerini, finansal araçların, kendi bünyelerinde öne çıkardıkları kurum içi (in-house) varlık yönetimi, risk yönetimi gibi hedeflerden sonraya alma eğilimleri ve bu yöndeki yoğunlaşmalar finansal aracılığın tanımı ile ilgili sorgulamaları da gündeme getirmiştir. Kanaatimizce, finansal piyasalarda 1990’lardan sonra ortaya çıkan gelişmelerin çevrelediği ortamda, özellikle 2007 yılı ortalarında ilk yoğunlaşma işaretleri açıkça ortaya çıkan dünya finansman ve kredi krizine kadarki süreçte, şirketler kesimi ve hane halkı arasında finansal aracılığın bağlantı kurma rolü giderek berraklığını kaybetmiştir. Bu gözlem, bütün haber ve yorum kanallarından kamuoyuna akan bilgi ve haber unsurlarından yapılabileceği gibi, finansal araç, kurum ve piyasaları çeşitli yönleriyle inceleme konusu yapan üst düzey akademik çalışmalardan da yapılabilir. Bu çıkarımdaki vurgumuz, varlık (fon, portföy) yönetimi, risk yönetimi, piyasa fiyat hareketleri gibi konular çerçevesinde yapılan analizlerin içeriği ve önemi ile ilgili bir sorgulama değildir. Vurgulamak istediğimiz husus finansal aracılığın işlevlerine ilişkin algılamaların hane halkı ve ekonominin reel kesimi odaklı olmaktan çıkıp, giderek daha büyük ölçüde finansal kurumların bünyesinde başlayan ve sonuç doğuran risk yönetimi, varlık yönetimi esaslı karmaşık yöntemleri, araçları ve işlemleri esas alan bir hale dönüşmüş olması ile ilgilidir. Teknolojik gelişmelerin itici gücüyle ortaya çıkan bu gelişmeler ve yeni ürün, yöntem ve araçlar, finans piyasalarının çalışanları kadar konuya akademik bir süzgeçle bakan yazarlarca da finansal aracılığın niteliğinin değiştiği ve yeni içerik ve şekil kazandığının göstergeleri olarak algılanır veya değerlendirilir olmuştur.

Bizim bu çalışmadaki iddiamız ve tezimiz, 1990’lardan sonra ortaya çıkan gelişme, süreç, araç ve yöntemlerin finansal aracılığın temel işlevlerinin göz ardı edilmesine yol açtığı ve bu bakımdan finansal aracılıkla ilgili algılama ve yaklaşımları daha tutarlı bir yöne yöneltmek gerektiğidir. Bu çerçevede, tezimiz, finansal aracılığın işlem etkinliğini sağlama ve bilgilenme sorunlarını çözme görevleri üstündeki bulanıklığın kaldırılarak finansal araçların gözetim görevi üzerinde daha ayrıntılı ve dikkatli çalışılmasının son yıllarda yaşanan ve yaşanmakta olan gelişmeler ışığında da gerekliliği anlaşılması gereken bir konu olduğudur.

Bu yargıya ulaşırken, bize ışık tutan iki önemli gelişme bulunmaktadır. Menkul kıymetleştirme (securitization) bu gelişmelerin en öne çıkanıdır. Yukarıda ifade ettiğimiz, 1990’lardan sonraki gelişmeleri esas alan ve finansal aracılığı risk yönetimi temeline oturtan yönelişte de, menkul kıymetleştirme, öne çıkarılan destekleyici en önemli unsur olmaktadır. Finansal araçların sunduğu risk yönetimi hizmetleri ve araçların bu konudaki uzmanlıkları bir diğer önemli destekleyici olarak dikkate alınmaktadır. Bu algılama ve değerlendirmelerde, kanaatimizce, özellikle piyasa kaynaklı finansman bakımından piyasada değişik işlevler yerine getirmek üzere var olan finansal kurumların son on yılda geliştirdikleri usuller, alışkanlıklar ve mevcut durumu da etkili olmaktadır.

Menkul kıymetleştirme ve risk yönetimini birlikte dikkate almaya devam edersek, finansal araçların riskten kaçınma davranışları çerçevesinde, aracılık faaliyeti kapsamında üstlendikleri riskleri konsorsiyum türü yapılar veya menkul kıymetleştirme türü araçlarla ya da doğrudan devir yoluyla aktarmaları gözetim rolü ile ilgili zayıflıkları da gündeme getirmektedir. Menkul kıymetleştirme ve devir durumunda, orijinal (menkul kıymetleştirme zincirinin başlangıç noktasındaki) aracının finansman sağlayıncaya kadar üstlendiği gözetim rolüne ilişkin görevlerin devamı olması gereken süreçler, gözetim görevi üstlenmeyen ve bu görevin sağladığı bilgi setine sahip olmayan yeni araçlarca devam ettirilememekte ya da aynı içerikte ve yoğunlukta sürdürülememekte; bu da finansal yapı ve araçlardaki artan çeşitlilik ve karmaşıklığın gözetim işlevinin yerine getirilmesinde yaratmakta olduğu zafiyetlere işaret etmektedir.¹³⁸

Bu değerlendirmeler ışığında, bu bölümde, yukarıda Bölüm 1.5’te finansal araçların gözetim fonksiyonunun anlaşılması ve bu fonksiyonun görev olarak tanımlanmasına yönelik yapılmış çalışmalarla ilgili açıklamalar çerçevesinde, “piyasa kaynaklı finansman” ve “banka kaynaklı finansman” şeklinde ayırdığımız finansman yöntemlerine göre gözetim görevinin kazanacağı özellikler değerlendirilecektir.

Gözetim fonksiyonunun yürütülmesinde, farklı türdeki finansal araçların farklı davranış biçimleri göstermeleri, Bölüm 1.5’te ele aldığımız çalışmaların da kabul ettiği ve gösterdiği gibi, beklenen ve gözlenen bir durumdur. Örneğin, bir bankanın borç

verme işlemi sonucunda üstleneceği ve yürüteceği gözetim fonksiyonu ile bir menkul kıymet aracısının firmaya fon sağlama sonucu üstleneceği ve yürüteceği gözetim fonksiyonu arasında içerik, biçim, araç ve sonuçları bakımından farklılıklar bulunmaktadır. Her ne kadar bu çalışmada ele aldığımız tanımlar çerçevesinde, bir finansal aracı olarak değerlendirilmeleri kabul gören bir yaklaşım olmasa da, derecelendirme kuruluşlarının da gözetim rollerinin bulunduğunu kabul etmek gerekecektir. Bu konu aşağıda Bölüm 1.6.3.1’de ele alınmaktadır.

Bu açıklamalarımız, finansal araçlara ya da finansal sistem içinde rol üstlenen kurumlara yüklenebilecek gözetim sorumluluğunun en azından aracılık kategorileri itibarıyla farklı nitelikler taşıyacağına işaret etmektedir.

1.6.1. Nihai Yatırımcı Gözetim Yapar mı?

Nihai yatırımcı ile anlatmak istediğimiz, tasarruflarını borç veya öz kaynak şeklinde bir şirkete yatırmış bulunan tasarruf sahibidir. Bu tasarrufları yatırma işleminin doğrudan bir işlem olması gerekmemekte, bir finansal aracının işlemde aracılık yapmış olması “nihai” yatırımcının bu özelliğini ortadan kaldırmamaktadır. Nihai yatırımcının tasarruf sahibinden farkı, analizimiz bakımından, tasarruflarını kısmen veya tamamen bir şirketin borçlanma senetlerini veya pay senetlerini satın alarak veya bunu sağlayan bir sözleşmeye girerek, şirketin finansmanında kullanırmış olmasıdır. hane halkı, tasarruf sahibinden gelirinin tasarruf edeceği kısmı ile ilgili bir karar vermemiş olması yönünden ayrılmaktadır.

Yukarıda Bölüm 1.1’de bir amaç için fon veren bireyin fonun kullanımı ile ilgili bir takip ve izleme kararı vereceğini kabul etmiştik. Bölüm 1.2’de de tasarrufunu şirkete sermaye olarak koyan ortak ile faiziyle birlikte geri almak üzere borç veren arasında gözetime yönelik olarak ortaya çıkabilecek davranış farklılıklarını ele almıştık. Bölüm 1.5’te incelediğimiz çalışmalar bize, açık bir şekilde, gözetim görevinin nihai yatırımcı tarafından finansal araçlara görev olarak verilmesinin bizzat yatırımcının kendisi tarafından gözetim yapılmasına birçok açıdan üstün olduğunu göstermiş idi. Bölüm 1.5’te finansal aracı açısından ele aldığımız bu sonuçları bu alt bölümde özellikle nihai yatırımcı açısından özetlemenin uygun olacağını düşünmekteyiz.

Nihai yatırımcıyı, önce, pay sahibi olarak ele alacağız. Pay sahibi, anonim şirketler hukukundaki sınırlı sorumluluk kuralı gereği, şirketin elde edeceği kârdan payına isabet eden kısım kadar gelir elde eder. Şirketin zarar etmesi durumunda herhangi bir gelir elde etmez ve zararı karşılamak üzere şirkete bir ödeme yapması da gerekmez. Şirketin iflası halinde, şirketin bütün borçları ve her türlü yükümlülükleri karşılandıktan sonra kalan bir değer olması halinde, bu değerden gene payına isabet eden kadarını almaya hak kazanır. Şirketin borçlarının ve diğer yükümlülüklerinin tam olarak ödenememesi halinde pay sahibinin bu ödemeleri karşılamaya yönelik bir işlem yapması gerekmez, pay sahibi şirkete koymuş olduğu sermaye tutarını kaybeder. Bu durum, ülkemizde şirket yönetimindeki ortaklar bakımından olabildiği gibi vergi düzenlemeleri veya sosyal güvenlikle ilgili düzenlemelerle aksi öngörülmemiş ise, her anonim ortaklık pay sahibi için geçerlidir.

1.6.1.1. Pay Sahipliğinin Opsiyon Hakkı Özelliği

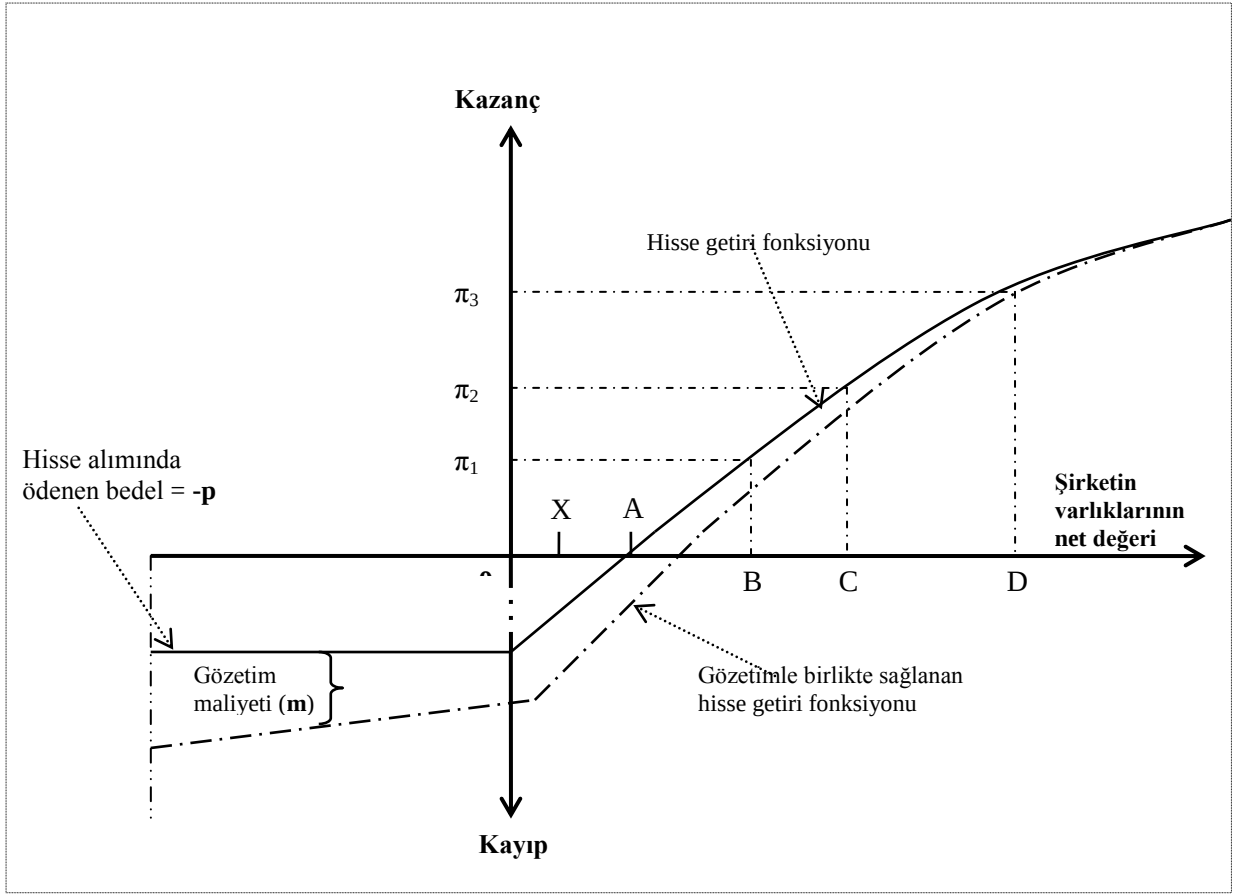
Pay sahibinin şirketle yaptığı ortaklık sözleşmesi, pay sahibine, eksi tarafında şirkete koyduğu sermaye payı ile sınırlı ve artı tarafında ucu açık bir getiri potansiyeli taşıyan bir kâr/zarar fırsatı sunmaktadır. Bu gelir fırsatları profili, modern finans yaklaşımında, pay sahibinin satın aldığı bir satın alma opsiyonu (call option) sözleşmesine benzetilmektedir. Satın alma opsiyonu, alıcısına, sözleşmeye esas malı belirli bir fiyattan satın alma hakkı vermektedir. Bu hakkı satan opsiyon sözleşmesi satıcısı, alıcı istediği takdirde, başlangıçta anlaşılan fiyat üzerinden malı veya karşılığı bedeli alıcıya teslim etmeyi taahhüt etmektedir. Opsiyon sözleşmesi alıcısı da söz konusu malı başlangıçta anlaştıkları bedeli ödeyerek satın alma hakkı elde etmektedir. Bu hak sadece opsiyon alıcısı istediği takdirde kullanılabilen bir haktır.

Satın alınan satın alma opsiyonunun değerine gelince, herhangi bir malın fiyatı sıfırdan daha düşük olamaz. Eğer, mülkiyeti tazminat ödemeyi gerektiren bir mal değilse, bir mal en kötü olasılıkta bile ancak bedava verilebilir. Öte yandan, teorik olarak, bir malın fiyatının alabileceği artı değer ile ilgili bir sınır bulunmamaktadır. Bu çerçevede, satın alma opsiyonu sözleşmesi satın alan kişi bu pozisyonu nedeniyle, bir taraftan sözleşmeyi satın alırken ödediği primi kaybetme riskini üstlenmekte, diğer taraftan da malın fiyatının sınırsız artabileceği bir kazanç elde etme fırsatına sahip

olmaktadır. Böylece, dayanak malın fiyatı yükseldikçe opsiyon sözleşmesi alıcısının kârı da yükselme eğilimi göstermektedir. Bu durumu aşağıda Şekil 4'teki gibi bir grafikte de gösterebiliriz.

Aşağıdaki şekilde opsiyon sözleşmesi ile ilgili terimleri şirket ortağının hissedarlık sözleşmesi ile ilgili olarak aşağıdaki gibi ifade edebiliriz:

- p : opsiyon sözleşmesini satın alırken alıcının ödediği opsiyon primi = şirket ortağının hisseleri alırken hisse bedeli olarak ödediği tutar,
- şirketin varlıklarının net değeri: opsiyon sözleşmesinde dayanak malın fiyatı = şirketin performansına bağlı olarak oluşacak şirket varlıklarının piyasa değerinden şirketin borçlarının piyasa değeri düşülerek ulaşılan değer,
- X : opsiyon sözleşmesi gerçekleştirme fiyatı = şirketin tasfiyesi halinde veya ortağın hissesini satmak istediğinde katlanacağı maliyet,
- A : opsiyonun değerinin başabaş olduğu dayanak mal fiyat düzeyi = şirketin varlıklarının değerinin ortakların ödedikleri sermayeye eşit olduğu şirket değeri noktası,
- B : opsiyonun değerinin artı olduğu dayanak mal fiyat düzeyi = şirketin varlıklarının değerinin ortakların ödedikleri sermayeden yüksek olduğu şirket değeri noktası,
- π_i : opsiyonu satın almış olanın kazanç düzeyi = hisse sahibinin şirket varlıklarının alacağı değere bağlı olarak oluşan kazanç düzeyi ($i = 1, 2, \dots, n$),
- hisse senedi getiri fonksiyonu (satın alma opsiyonu getiri fonksiyonu): dayanak malın fiyatı arttıkça opsiyon hakkının değerinin de artacağını gösteren fonksiyon = şirket varlıklarının **net** değeri arttıkça buna bağlı olarak hissenin değerinin de artacağını gösteren fonksiyon (varlık net değeri: bütün borç ve yükümlülüklerden sonra kalan değer),
- gözetimle birlikte sağlanan getiri fonksiyonu (gözetimle ilgili açıklamalarımız için eklediğimiz açıklayıcı unsur) = hisse sahibinin gözetim yapması durumunda katlanacağı gözetim maliyeti (m) düşüldükten sonra elde edeceği hisse getirisini gösteren fonksiyon.



Şekil 4. Sınırlı Sorumlu Ortağın Kazanç-Kayıp Fonksiyonu

Yukarıdaki Şekil 4'te görüldüğü üzere, sınırlı sorumlu ortak, şirket hisselerini satın alırken ödediği ortaklık payı bedeli karşılığında, her hesap dönemi için, ortaklık payına isabet eden tutara kadar şirketin dönem kârını talep etme hakkı elde etmektedir. Şirketin kârının ortaklara dağıtılmadığını ve sürekli olarak şirket bünyesinde bırakıldığını kabul ettiğimizde, şirketin varlıklarının değeri, şirketin ortaklara isabet eden toplam kâr payları ile şirketin diğer varlıklarının toplamına eşit olacaktır. Kâr dağıtmama kararı ile birlikte şirket varlıklarının ancak ortakların şirketi tasfiye etme kararı almaları ile ortaklara dağıtılabileceğini varsaymaktayız. Böylece, her hisse sahibi, şirketin borç ve diğer yükümlülükleri ödendikten sonra kalan değerler toplamı üzerinde kendi payına isabet eden tutar kadar bir talep hakkı elde etmektedir. Bu bakımdan, hisse satın alma işlemi bir opsiyon sözleşmesi satın alma işlemine benzetilebilmektedir.

Hisse satın alma işlemi bir opsiyon sözleşmesi satın alma işlemine benzetildiğinde, ödenen hisse bedeli opsiyon için ödenen prim olarak dikkate alınabilir. Opsiyon sözleşmesi alıcısı, opsiyon sözleşmesinde belirlenen vade tarihinde, başlangıçta kararlaştırılan gerçekleştirme* bedelini (X) ödeyerek opsiyon sözleşmesini uygulama hakkına sahip iken, hisse sahibinin başlangıçta ödediği hisse bedelinden başka bir bedel ödeme yükümlülüğü yoktur†. Dolayısıyla, standart bir satın alma opsiyonu alım işleminde, opsiyon alıcısı opsiyon sözleşmesinde belirlenmiş olan vadesinde satın alma hakkını kullanmak istediğinde bir bedel ödemek zorundadır. Hisse senedi alım işleminde, olağan durumda, şirketin tasfiyesi ortaklarca kararlaştırıldığında ortaklar bu kararı almak için bir bedel ödemek zorunda değildirler. Ancak, tasfiye nedeniyle bazı maliyetlere katlanılması gerekecektir. Bu tasfiye maliyetlerini opsiyon sözleşmesi gerçekleştirme (uygulama) bedeli olarak kabul ederek analizimize devam edebiliriz.

Standart bir satın alma opsiyonunu alan yatırımcı sözleşmeye dayanak malın (belli bir hisse senedi, hisse senetleri endeksi, tahvil, altın, petrol, buğday, pamuk veya herhangi bir mal veya gösterge olabilir) fiyatı yükseldiğinde, başlangıçta belirlenen hak kullanma bedelini ödeyerek işleme dayanak olan malı başlangıçta belirlenmiş olan sabit fiyattan satın almaktadır. Opsiyon sözleşmesini satın almış olan kişi bu hakkı kullanmak istediğinde, opsiyon sözleşmesini yazmış olan satıcının sözleşmeyi uygulamaktan başka seçeneği bulunmamaktadır. Benzer bir şekilde, herhangi bir şirketin varlıklarını satarak şirketi tasfiye etmek isteyen ortaklar bu kararı oy birliği ile aldıklarında bu kararı uygulamayı engelleyen bir durum bulunmamaktadır. Diğer bir deyişle, şirketin varlıklarının net değeri yeteri kadar yükseldiğinde, başlangıçta şirkete yatırdıkları sermayeden başka bir ödeme yükümlülükleri olmayan ortaklar şirketin tasfiyesine karar verme hakkına sahiptirler. Şirket varlıklarını yüksek fiyatlardan satarak aralarında paylaşmak istediklerinde ve bütün ortakların kararı bu yönde olduğunda, bu karara itiraz edecek bir çıkar sahibi bulunmamaktadır. Şirketin net varlık değerinin yeteri kadar yükseldiği konusunda bir tereddüt yok ise, varsayımlarımız çerçevesinde, bütün

* Gerçekleştirme (execution) işlemi, Amerikan tipi opsiyonlarda vadesinde veya vadesinden önceki herhangi bir tarihte yapılabilen iken Avrupa tipi opsiyonlarda sadece vadesinde yapılabilir. Bu bakımdan, değerlendirmelerimiz Avrupa tipi opsiyonları esas almakla birlikte, ulaşacağımız sonuçlar Amerikan tipi opsiyonlar için de geçerliliğini korumaktadır.

† Şirketin sermaye artırımını yapmadığı kabul edilmektedir.

ortakların söz konusu tasfiye hakkının kullanımından kazanç elde edecekleri kesin olduğuna göre, rasyonel bir davranış olarak bütün ortakların tasfiye hakkını kullanacakları kabul edilebilir.

Herhangi bir malın yukarı doğru alabileceği değer konusunda bir sınır olmadığı gibi, şirket varlıklarının net değerinin alabileceği en yüksek değer konusunda da, teorik olarak, bir sınır bulunmamaktadır. Şekil 4'te görüldüğü üzere, şirket varlıklarının net değeri A noktasına ulaşp (hisse senedi alımında X gibi bir hak kullanım bedeli bulunmadığından opsiyon analizinde önem arz eden X gibi bir noktanın varlığı ihmal edilmiştir) hisse sahibi başlangıçta ödediği hisse bedelini garantiye aldıktan sonra, şirket varlıklarının net değerindeki her birimlik artış ortağın getirisini artırıyor olacaktır. Teorik olarak, şirket varlıklarının net değeri sonsuza gidebileceğine göre, sınırlı sorumlu ortağın hisse senedi getirisi de sonsuza gidebilecektir.

Bu sonucun ortaya çıkması için ortakların mutlaka tasfiye kararı vermeleri zorunluluğu yoktur. Hisse senetlerinin piyasada aktif olarak alınıp satıldığı ve piyasada oluşan hisse senedi fiyatlarının şirket varlıklarının net değerinden aşırı bir sapma göstermediği durumlarda, tasfiye kararı olmaksızın da sınırlı sorumlu ortak aynı sonuca ulaşabiliyor olacaktır. Diğer bir deyişle, şirket hisselerinin piyasa fiyatının şirket varlıklarının değerini tam olarak yansıttığını kabul ederek, hisse sahiplerinin şirket varlıkları üzerindeki haklarını sahip oldukları hisseleri piyasada satarak kullanabileceklerini varsayabiliriz.

Alternatif bir durum olarak, şirketin elde ettiği gelirin bütün borç ve yükümlülükler karşılandıktan sonra her dönem sonunda ortaklara dağıtıldığı varsayımsal bir durumu da dikkate alabiliriz. Bu durumda, şirketin elde edeceği net gelirden veya kârdan payına isabet eden kısım pay sahibinin olacaktır. Bu durumda, her dağıtım dönemi itibariyle, şirketin kârının sonsuz artması pay sahibine de sonsuz kâr elde etme olanağı vermektedir.

Pay sahibinin şirket varlıkları üzerindeki hakkı ile ilgili bu yukarı doğru açık uçlu getiri fırsatı, bu getirinin aşağı doğru yönü bakımından aynı şekilde geçerli değildir. Şekil 4'te, şirket varlıklarının net değerinin sıfıra eşit olduğu orijin noktasının

solundaki şirket varlık değerleri pay sahibine herhangi getiri sağlamamaktadır. Orijin noktasının solundaki bölge şirket varlıklarının net değerinin eksi değerler aldığı bölgedir. Bu bölgede şirketin, bilançosunda yer alan aktiflerinin değeri borçlarının toplam değerinin altında kalmakta ve özsermayesi eksi değerler almaktadır. Sınırlı sorumluluk varsayımımız pay sahibinin bu eksi şirket varlık değeri alanında herhangi bir ödeme yapmasını veya yükümlülüğe girmesini önlemekte ve pay sahibi açısından, hisse bedeli olarak başlangıçta ödediği tutarı kaybetmek dışında, bir sonuç ortaya çıkmamaktadır. Pay sahibinin kaybını, şirket varlıklarının net değerini gösteren X ekseninin orijin noktasının solunda kalan bölümü ile -p çizgisi arasındaki bölge temsil etmektedir. Şirket varlıklarının net değerinin eksi değerlerden sıfır değerine doğru ilerlemesinin pay sahibinin kaybının telafisine bir etkisi yoktur. Çünkü şirket varlıklarının net değeri artı bir değere ulaşmadıkça pay sahibinin bir getirisi veya ek bir yükümlülüğü ortaya çıkmamakta; başlangıçta ödediği hisse bedelini kaybetmektedir. Ancak, şirket varlıklarının net değeri artı değerlere ulaştıktan sonra, şirket varlık değerinden payına isabet eden kısım ödediği hisse bedeline ulaşınca kadar pay sahibinin kaybı azalmakta ve şirket varlıklarından payına isabet eden tutar ile ödenen hisse bedelinin eşitlendiği, Şekil 4'teki A noktası gibi bir noktada pay sahibi başabaş noktasına ulaşmaktadır. Şirket varlıklarının net değerinin A noktasının sağında kaldığı noktalarda pay sahibi ödediği hisse bedelinin üzerinde şirket varlık değerlerine ulaşabilir olmaktadır. Şekil 4'teki A noktasından itibaren şirketin varlıklarının alacağı değer ile ilgili bir üst sınır olmaması pay sahibine, teorik olarak, sonsuz getiri fırsatı sunmaktadır.

1.6.1.2. Hisse Sahibinin Açık Uçlu Getiri Potansiyeli ve Gözetim İhtiyacı

Bu yukarı doğru ucu açık gelir veya kâr potansiyeli bize gözetim gerekleri bakımından oldukça önemli bir açılım sağlamaktadır. Eğer pay sahibinin gözetim yapmasının şirketin performansını artıran bir etkisi ve sonucu var ise bu yukarı doğru sonsuz gelir potansiyeli, pay sahibine, gözetim yapması konusunda önemli bir teşvik unsuru olmaktadır. Eğer gözetim yapmanın bir getirisi olacaksa, pay sahibi, şirketteki payının büyüklüğüne bağlı olarak, bu getiriden pay almak isteyecektir. Ortağın gözetim yapmasının şirket performansı üzerinde bir etkisi ve sonucunun olmadığı durumda,

şirkette pay sahibi olmaktansa belirli bir faiz oranına razı olup şirkete borç vermenin daha akılcı bir yatırım olarak değerlendirilebileceği bir noktaya ulaşılabilecektir. Diğer bir deyişle, şirkette pay sahibi olarak şirketi gözetime tabi tutmak bir getiri sağlamıyorsa, ortağın şirketteki payını satıp, şirket borçlanma senetlerini almasının ve şirket tarafından ödenecek sabit veya değişken bir faiz oranına razı olmasının daha akılcı olabileceği sonucuna ulaşılabilecektir. Kuşkusuz ki böyle bir sonucun ortaya çıkıp çıkmayacağı borç vermenin gözetim bakımından ayrıca değerlendirilmesini gerekli kılmaktadır. Bu değerlendirme aşağıda yapılacaktır.

Bu çerçevede, gözetim yapmanın hisse sahibine ek bir getirisinin var olduğunun kabul edildiği durumda, belli bir şirket varlık değeri noktasından sonra yukarı doğru ucu açık bir getiri fonksiyonu gözetim yapmayı anlamlı ve gerekli kılmaktadır. Bu durumda, gözetim nedeniyle katlanılacak gözetim maliyeti ihmal edilirse, gözetim yapmak, hisse sahibine, ucu açık bir getiriyi garantilemeye devam edecektir. Dolayısıyla, hisse sahibinin sürekli olarak gözetim yapmasının önünde, getiri olanakları bakımından, bir engel bulunmamaktadır. Ancak, gözetim faaliyetinin ileri aşamalarında gözetimin kazanacağı özellikler, gözetimin nitelik değiştirmesine ve giderek bir yönetim faaliyetine benzemesine yol açabilecektir.

1.6.1.3. Azalarak Artan Gözetim Maliyeti Varsayımı

Hisse senedi sahipliği ile ilgili olarak ele almamız gereken son bir husus, gözetim maliyetlerinin değerlendirmeye dâhil edilmesidir. Şekil 4'te 'hisse getiri fonksiyonu' eğrisi ile 'gözetimle birlikte sağlanan hisse getiri fonksiyonu' eğrisi arasında kalan bölge gözetim maliyetini (**m**) temsil etmektedir. Gözetim maliyetinin düzeyinin söz konusu eğrinin temsil ettiği fonksiyonun şekli ile ilgili olduğu açıktır. Bu alt bölümdeki değerlendirmelerde gözetim maliyeti fonksiyonunun alacağı şekil ile ilgili olarak bir miktar esneklik sağlamayı amaçlamaktayız. Yukarıda Bölüm 1.3'te gözetim maliyeti fonksiyonunu ikinci dereceden artan bir fonksiyon olarak ele almış idik. Bu alt bölümde, aynı fonksiyonu, birinci dereceden artan ve ikinci dereceden azalan bir fonksiyon olarak ele almaktayız. Bir başka ifadeyle, Bölüm 1.3'te bireysel gözetimcinin gözetime başlamak için gözetimin getirisinin maliyetini karşılayacak bir noktaya ulaşması gerektiği, gözetim maliyetinin azalan ve gözetim getirisinin artan yönlü

eğiminin (birinci derece türevinin) bir seviyeden başlayarak, her ikisi için de, ters yöne dönerek devam edeceği ve bu noktadan sonra, artmaya başlayan gözetim maliyetinin azalmaya başlayan gözetim getirisini aşarak gözetimi yapılamaz noktaya getireceği sonucuna ulaşmış idik. Şimdiki analizimizde, şirket varlıklarının değerinin artı değerlere ulaştığı noktadan başlayarak, gözetim maliyetinin (m) azalan oranda arttığını kabul etmekteyiz. Bölüm 1.3'te ulaştığımız sonucun en önemli gerekçesini, gözetimin maliyetinin getirisini aştığı ve gözetimin zarar doğurucu hale geldiği aşamada, bireysel gözetimcinin şirket veya projenin yönetimi ile ilgili günübirlik kararlar alınmasını gerekli kılacak bir aşamaya gelmesi oluşturmaktaydı. Şimdiki analizimizde bireysel gözetimcinin bu aşamaya gelmeyeceğini, bundan çok daha önceki bir aşamada, gözetim maliyetlerinin azalmakta olduğu bölgede olduğunu varsaymaktayız. Bu bakımdan, Şekil 4'te, gözetim maliyeti (m) görece yüksek bir noktadan başlamakta ve azalan bir hızla artarak devam etmektedir.

Şekil 4'ten görüleceği üzere, gözetim maliyetinin dikkate alınması, hem ödediği hisse bedeli ve hem de katlandığı görece yüksek gözetim maliyeti dolayısıyla, hisse sahibini başlangıçta oldukça yüksek bir maliyetle karşı karşıya bırakmaktadır. Aşağıda borç verme işlemi bakımından da vurgulayacağımız üzere, hisse sahipliği, borç verme durumuna kıyasla daha yüksek düzeyde bir gözetim çabasını ve daha yüksek bir gözetim maliyetine katlanılmasını gerekli kılmaktadır.* Bu durumda, hisse sahibi, şirket varlıklarının net değeri (A) gibi bir noktayı aştıktan sonra da, gözetim maliyetlerinin getiriyi azaltıcı etkisi nedeniyle, kârlı bir duruma gelemeyecektir. Opsiyon sözleşmesini esas alarak yaptığımız değerlendirmede (A) noktası başa baş (kâra geçiş) noktasını göstermektedir. Gözetim maliyetinin olmadığı durumda da (A) noktası, hisse sahibi için aynı sonucu verecektir.

Hisse sahibi bakımından, dikkat çekici olan, teorik olarak sonsuz getiri olasılığı ve azalan hızla artan eğimli gözetim maliyeti nedeniyle gözetim faaliyetine son vermeyi gerektirecek bir durumun olmamasıdır. Şirket varlık değerini artırıcı etkisi olduğu

* Bu durumu, tartışmaya gerek olmadan, geçerli bir durum olarak kabul etme eğilimindeyiz. Esas olarak, gözetimle ilgili çalışmalarda da aynı kabul genel olarak yapılmaktadır. Ayrıca, borç veren bakımından teminat veya garanti alınması, alacağın erken ödenmesinin istenebilmesi, borçluyu bağlayıcı sözleşme hükümleri konulması gibi daha az maliyetli ve koşullu önlemlerin uygulanabilir olması, yüksek gözetim maliyeti halinde bu daha az maliyetli yollara başvurulması olanağını vermektedir. Dolayısıyla, borç veren bakımından gözetim maliyeti, tanım olarak, hisse sahibine kıyasla daima daha düşük kabul edilecektir.

sürece, gözetim faaliyetine devam etmek, hisse sahibi için kâr getiren veya gelir artırıcı bir faaliyet olacaktır. Diğer bir deyişle, marjinal getirisi marjinal maliyetinden yüksek olduğu sürece, gözetime devam etmek gözetimcinin yararına olacaktır. Başka bir açıdan bakarsak, gözetimin azalan ortalama maliyeti ve artan ortalama getirisi hisse sahibinin gözetim yapması için sürekli bir teşvik unsuru olacaktır. Bu durumda, gözetimle ilgili süreklilik durumunun pratik bir sınırı söz konusu olabilmekle birlikte, teorik olarak bir sınırının bulunmadığı sonucunu çıkarmak gerekmektedir. Teorik olarak, net getirisi pozitif olduğu sürece gözetimin sürdürülmesi rasyonel bir davranış olacaktır. Ancak, pratik olarak, bir aşamadan sonra, Bölüm 1.3'te dikkate aldığımız sınırlamalar nedeniyle, gözetim yapmak fiilen şirketi yönetmekle eşdeğer hale gelecektir. Böyle bir aşamadan sonra, gözetim faaliyeti ve yönetim faaliyeti aynı unsurları içermeye başlayacağından, gözetime devam etmenin pratik sonucu şirketi yönetiyor olmak olacaktır. Dolayısıyla, böyle bir aşama hisse sahibi bakımından gözetim yapmanın pratik sınırı olarak ortaya çıkacaktır. Çünkü gözetim, tanım itibarıyla, şirketi yönetenlerin şirket varlık ve kaynakları üzerindeki karar ve işlemlerini kontrol altında bulundurmaya hedeflemektedir. Gözetim faaliyeti, şirket varlık ve kaynakları üzerindeki kararları alma ve işlemleri uygulama aşamasına geldiğinde, gözetimden başka bir faaliyet haline dönüşecek ve giderek bir yönetim faaliyeti halini almaya başlayacaktır. Bu aşama, özellikle gözetim görevlendirmesinin söz konusu olduğu durumlarda, gözetimci açısından olduğu kadar gözetimci dışındaki ortaklar açısından da yeni bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Gözetimcinin gözetilmesi gereğini doğuran bu aşama, gözetimin gerekliliği ile ilgili değerlendirmeleri yeniden ele almayı gerektirmektedir. Bu konu devam eden alt bölümlerde yeri geldikçe ele alınacaktır.

1.6.1.4. Borç Veren Gözetim İhtiyacı

Gözetim konusunu borç veren açısından da ayrıca değerlendirmek gerekmektedir. Borç vermek, başlangıçta yapılan sözleşme ile üzerinde anlaşma sağlanan sabit veya değişken bir faiz oranının gerektirdiği tutarın anapara ile birlikte, sözleşmede belirlenen dönemler boyunca ve vadeler dâhilinde geri alınmasını hedeflemektedir. Bir borç sözleşmesindeki faiz oranının değişkenliği şirketin elde edeceği gelir düzeyi veya şirket varlıklarının değeri ile ilgili değildir. Faiz oranında

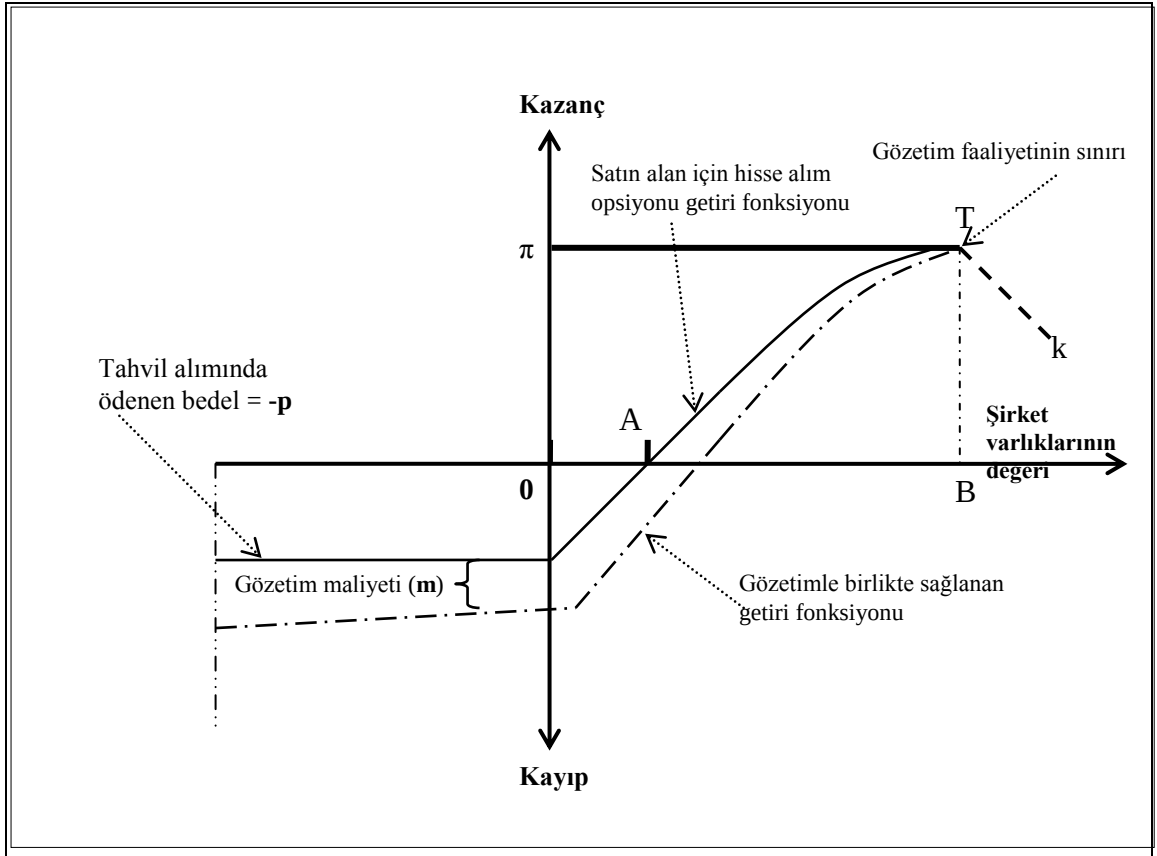
değişkenlik, kural olarak, genel fiyat düzeyindeki veya piyasa faiz oranlarındaki değişim ile ilişkilendirilerek borç verene dalgalanmalardan dolayı kayba uğramaktan korunma ve bir telafi sağlama amacı taşımaktadır.

Borç verme işlemi, borç verene, vadesinde belirli bir tutarı talep etme hakkı ve borç alana da bu belirli tutarı ödeme yükümlülüğü getirmektedir. Bu haliyle borç verme işlemi de bir opsiyon sözleşmesine benzetilebilir. Bu benzetmeyi yapabilmek için şirket varlıklarının değeri üzerine yazılmış standart bir alım opsiyonunun satın alındığını ve bununla birlikte borç verenin borç tutarı kadar bir kısa pozisyon açtığını kabul edeceğiz. Kısa pozisyon borç verilen tutara eşit tutarda bir borç senedinin bir başkasına satışı veya aynı tutarda kredi alınması olarak ele alınabilir. Bu şekilde kısa pozisyon varsayımımız borç veren bakımından gözetimle ilgili bir sınır çizme gereğinin bir sonucudur. Borç verenin borç tutarı kadar kısa pozisyon açmış olması, borçlanmadan elde edilecek getiri ile ilgili bir üst sınır koyma gereğinin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Borç verenin aynı tutarı borç verip öbür taraftan da borç aldığını varsaydığımızda aşağıda Şekil 5'te göstereceğimiz bir gözetim yapma sınırı ortaya çıkacaktır.

Borç verenin şirket varlıkları üzerinde bir alım hakkı bulunması, yukarıda Şekil 4 yardımıyla hisse sahibi için ele aldığımız durumun oldukça benzeri bir durumu göstermektedir. Borç veren, şirket varlıklarının, borç verdiği tutar ve işleyecek faizinin toplamı kadarını talep etme yetkisi kazanmaktadır. Verilen borcun vadesinde, şirketin sahipleri, borç verenin talep etmesi halinde, işlemiş faizi ile birlikte borç verilen tutarı şirket varlıklarından borç verene aktarmak zorundadırlar. Bu şekilde, borç verenin, şirket varlıklarının değeri üzerine yazılmış standart bir alım opsiyonunu satın aldığını kabul etmekteyiz. Alım opsiyonu satın alma işlemi bir prim (borç verilen tutar) ödeyerek, vadesinde daha yüksek bir tutarı (borç anapara ve faizleri toplamı) alma hakkı vermektedir. Ödenebilme kabiliyetini şirket varlıklarının değerine bağlayacağımız bu alım opsiyonunun sahibi, borç anapara ve faiz toplamına ulaşınca kadar, yukarıda hisse sahibi için açıkladığımız getiri profiline sahip olacaktır. Çünkü borç verenin verdiği borcu ve faizlerini geri alabilmesi ancak şirket varlıklarının değerinin bu tutarı karşılayacak düzeyde olmasına bağlıdır. Şirket pay sahiplerinin şirkete ve şirket alacaklılarına karşı “sınırlı sorumlu” olmaları, şirkete borç verenlere de ancak şirket

varlıkları ile sınırlı bir hak vermektedir. Dolayısıyla, şirkete borç veren, şirketin varlıklarının değeri belirli bir düzeyin üzerinde olduğu sürece faizi ile birlikte borç verdiği tutarı alabiliyor olacaktır. Şirket varlıklarının değeri eksi olmayan herhangi bir düzeyde olabilecektir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, yukarıda hisse sahibi bakımından esas aldığımız “şirket varlıklarının **net** değeri” kavramının borç verenler açısından söz konusu olmamasıdır. Çünkü hisse sahibi bakımından “net” olan değer, şirketin borçlarının değerinin düşülmesini gerekli kılmaktadır. Şirkete borç veren, şirket varlıkları üzerinde, hisse sahibine kıyasla öncelikli talep hakkına sahiptir. Bu bakımdan, şirkete borç veren, şirket varlıkları ile ilgili herhangi bir netleştirmeye gitmeden talep hakkına sahiptir. Hisse sahibine kıyasla borç veren bakımından farklı olan, hisse sahibi için getiri potansiyeli sonsuz iken borç veren bakımından borç anapara ve faizlerinin toplamından daha fazlasının kazanılamıyor olmasıdır. Borç veren için teorik getiri potansiyeli sonsuz değildir.

Aşağıdaki Şekil 5’te (π) ile gösterdiğimiz kazanç düzeyi borç verenin ulaşabileceği en yüksek kazanç düzeyini göstermektedir. Şekilde (πTk) ile gösterdiğimiz kazanç düzey eğrisinin kesikli çizgiyle gösterilen ve aşağı doğru yönelen bölümü (Tk), borç verenin aynı anda girdiği kısa pozisyon nedeniyle oluşacak kayıpla ilgilidir. Bu kısa pozisyonu şirket varlıkları üzerine yazılmış bir satın alma opsiyon sözleşmesinin satışı olarak ele alabiliriz. Şirket varlıklarının değerine bağlı olduğunu varsaydığımız kısa pozisyon, şirket varlıkları belli bir düzeyin üzerinde olduğu sürece borç verenin zararına yol açacaktır. Bu belirli düzey şirkete borç verenin borç anapara ve faiz toplamına eşittir. Amacımız, şirket varlıklarının borç anapara ve faiz toplamını aştığı noktadan sonra şirket varlıklarının değer artışından sağlanacak gelirin, kısa pozisyonu nedeniyle borç verenin zararına yol açacağı gibi bir benzetim yoluyla, borç anapara ve faiz düzeyini aşan şirket varlık değerlerinin borç verenin ilgi alanında olmayacağını gösterebilmektir.



Şekil 5. Borç Veren Kayıp-Kazanç Fonksiyonu

Bu yaklaşım çerçevesinde, şirket varlıklarının değeri borç tutarı ve faizler toplamının altında kaldığı sürece, borç verenin bir getiri elde etme olanağı bulunmamaktadır. Ancak, Şekil 5'teki orijin noktasından sonra şirketin varlıklarının değerindeki artış, borç verene bir kazanç elde etme fırsatı sağlamaktadır. Borç veren, Şekil 5'teki (A) noktasından başlayarak borç verilen tutar ile faiz toplamını giderek artan bir miktarda telafi edebilmektedir. Borç veren, Şekil 5'teki (A) noktasında borç verdiği tutar ve elde edeceği faizler ile şirket varlıklarının değeri bakımından başlangıç noktasında bulunmaktadır. (A) noktasının solunda borç veren herhangi bir getiri elde edememektedir. Şekil 5'te (πT) ile gösterilen kazanç seviyesi ve şirket varlıklarının değerinin kesişme noktalarından oluşan hat, borç verenin, tıpkı şirket varlıkları üzerine yazılmış bir opsiyon sözleşmesi almış gibi, şirket varlıklarının değerine bağlı olarak ulaşacağı kazanç düzeylerini göstermektedir. Şekildeki (T) noktası, şirket varlıklarının ulaştığı (B) noktasında, borç verenin ulaşabileceği en yüksek kazanç düzeyini, diğer bir deyişle, borç anapara ve faiz toplamını göstermektedir. Yukarıda borç verenin kısa pozisyon durumu ile ilgili varsayımımız çerçevesinde, (B) noktasının sağında şirket

varlıklarının alacağı değerler, borç verenin sattığını varsaydığımız şirket varlıkları üzerine yazılmış alış opsiyonu sözleşmesinin alıcısı tarafından gerçekleştirilmesi nedeniyle borç verenin yazdığı opsiyon alıcısına ödemesi gereken tutarların hesabında referans olacaktır. Dolayısıyla, (B) noktasından daha yüksek şirket varlık değerleri şirkete borç verene bir kazanç sağlamayacaktır. Diğer bir deyişle, Şekil 5'te (T) noktasının sağındaki bölge şirkete borç verenin kazanç-kayıp olanakları bakımından kayıtsız kalacağı bir bölge olacaktır.

Bu değerlendirmeleri, borç verenin gözetim ihtiyacı ve gözetim faaliyeti bakımından ele aldığımızda, (T) noktasının solundaki her şirket varlık değeri düzeyinde, yapacağı gözetim faaliyetinden fayda elde edecek olan borç veren, (T) noktasının işaret ettiği şirket varlık değeri ve kazanç düzeyine ulaştıktan sonra, şirket varlıklarının değer artışından bir kazanç elde etmiyor olacaktır. Bu bakımdan, (T) noktasının sağında bir gözetim maliyetine katlanması ancak kazancının azalmasına yol açacaktır.

Şekil 4'te hisse sahibi bakımından ele aldığımız gibi, Şekil 5'te, borç veren bakımından gözetim maliyetini dikkate alan kesikli çizgi “gözetimle birlikte sağlanan getiri fonksiyonu”nu temsil etmektedir. Gözetim maliyetinin, borç veren bakımından da, birinci dereceden artan ve ikinci dereceden azalan bir fonksiyon olduğu kabul edilmektedir. Gözetim faaliyeti bir yandan gözetimin yapılmadığı duruma kıyasla şirket varlıklarının değerinde artış yoluyla bir kazanç artışı sağlarken bir yandan da maliyet artışı nedeniyle borç verenin kazancında eksilmeye yol açmaktadır. Başlangıçta katlanılacak sabit maliyet unsurları nedeniyle yüksek düzeyde olacağını kabul edeceğimiz gözetim maliyetleri, varsayımlarımız gereği, gözetim alanı içerisinde giderek azalan oranda, borç verenin kazancını azaltacaktır. Bunun anlamı gözetim faaliyeti ilerledikçe, birim değerler başına, ulaşılan şirket varlık değerleri düzeyine ve borç verenin kazanç düzeyine kıyasla giderek azalarak artan bir oranda gözetim maliyetine katlanılacak olmasıdır. Dolayısıyla, çok yüksek borç düzeylerinde, katlanılacak toplam gözetim maliyeti görece azalacaktır.

Çok yüksek borç verme düzeylerinde gözetim maliyetinin, matematiksel olarak, limitte sıfıra yaklaşacak olması durumu borç veren bakımından olduğu kadar, şirketin özkaynak finansmanı halinde hisse sahibi bakımından da geçerlidir. Şekil 4'te

hisse sahibinin kazanç fırsatlarının sınırsızlığı gereği görülebilir ve ulaşılabilir olan bu aşama, Şekil 5'te tek bir borç veren bakımından borç verenin gözetim alanı içerisinde görülebilir ve ulaşılabilir bir aşama olarak ortaya çıkmamaktadır.

Gözetim maliyetinin, matematiksel olarak, limitte sıfıra yaklaşması bize, çok yüksek özkaynak ve borç verme düzeylerinde, “nihaî yatırımcı” olarak adlandıracağımız hisse sahibi veya borç verenin birey olarak gözetim yapabilme gücü hakkında fikir vermektedir. Nihai yatırımcı, gözetim maliyetinin limitte sıfıra yaklaşıyor olması nedeniyle, çok yüksek finansman düzeylerinde gözetim yapma konusunda çekingen davranmayabilecektir. Çünkü çok yüksek finansman düzeylerinde, kazanç-kayıp olasılıkları da yüksek olacağından, azalarak artan ve matematiksel olarak, limitte sıfıra yaklaşan gözetim maliyetine katlanmanın kazanca ve kayba göre ortalama maliyeti, bir aşamadan sonra, görece düşük olacaktır.

Finansman düzeyinin yüksek ve gözetim maliyetinin düşük düzeyleri konusunda bir kesin bulgumuz veya değerlendirmemiz, bu aşamada, bulunmamakla birlikte, gözetim maliyetinin ihmal edilebilir ortalama değerlere ulaştığı finansman ve toplam gözetim maliyeti düzeylerinin bize yol gösterici olacağını düşünmekteyiz. O kadar yüksek fon verme düzeylerine ulaşılmış olmalıdır ki ortalama gözetim maliyetinin ulaştığı düşük düzey, gözetimi yapılabilir kılmalıdır. Buradan hareketle, bir şirkete finansman sağlayan nihaî yatırımcının gözetim yapabilmesi için bu finansmanın yüksek düzeylere ulaşması ve bu yüksek finansman düzeyine ve dolayısıyla kazanç-kayıp düzeyine kıyasla gözetim maliyetinin, ortalama değer olarak, ihmal edilebilir veya katlanılabilir düzeylere düşmesi gerekmektedir. Bunun sonucu, ancak bir şirkete veya projeye sağladığı finansmanın düzeyi çok yüksek olan nihaî yatırımcının gözetim yapma eğiliminde olacağı çıkarımıdır. Bu çıkarım, bizi, Diamond'ın 1984 tarihli çalışmasındaki¹³⁹ bedavacılık sorunu ve maliyetlerin tekrarlanması sorunu nedeniyle bireysel fon veren yerine bunlar tarafından görevlendirilen finansal araçlar tarafından gözetimin yapılması gereğine işaret ettiği noktaya götürmektedir.

Ortalama gözetim maliyetinin katlanılabilir veya ihmal edilebilir noktalara ulaşması gereğine yönelik çıkarım, sağlanan finansmanın bu katlanılabilirliği veya ihmal edilebilirliği sağlayacak bir yüksek düzeyde olmasını gerektirdiğine göre, sonuç,

bireysel nihaî yatırımcının gözetim yapabilmesinin istisnaî bir durum olacağına işaret etmektedir. Gözetim faaliyetine girişebilmek için yüksek düzeyde finansman sağlama gereği, hisse sahibi bakımından, şirket sermayesi içindeki pay sahipliği oranının yeteri kadar yüksek olmasını ve borç veren bakımından, borç verilen tutarın ortalama gözetim maliyetlerine kıyasla gözetimi irrasyonel (mantık dışı) kılmayacak derecede yüksek olmasını gerekli kılmaktadır. “Nihaî yatırımcı” kavramı ile açıklamaya çalıştığımız, genellikle küçük ölçekli tasarrufların sahibi, bireysel kararlarını kendi başına veren ve yatırım kararlarının verilmesi için ayrıntılı teknik donanıma genellikle sahip olmayan tasarruf sahibidir. Bu çerçevede, “nihaî yatırımcı”nın, teknik olarak gözetim yapma konusunda kendini yeterli görmeyeceğini ve istekli olmayacağını kabul etmekteyiz.

Nihaî yatırımcı tanımlamamız içinde yer alabilecek, yüksek tutarlı fonları kendi başına yatırıma dönüştürme becerisine sahip, yatırım kararları alma konusunda görece daha yüksek bir bilgi ve deneyim sahibi bireysel tasarruf sahiplerinin “profesyonel yatırımcı” veya “nitelikli yatırımcı” veya “sofistike yatırımcı” gibi tanımlarla nihaî yatırımcı çerçevesi dışında ele alınmaları çeşitli ülke düzenlemelerinde karşılaşılan bir durumdur.* Bu durum, yüksek tutarlı fonlara sahip bireysel yatırımcıların düzenleyici-denetleyici kurumlar bakımından da ayrı bir değerlendirmeye ve uygulamaya tabi tutulduğunu göstermektedir.

Bu çerçevede, nihaî yatırımcının gözetim yapabilmesi, şirkete sağladığı fonun gözetim maliyetlerine katlanabilmeyi mümkün kılacak seviyede yüksek olmasına bağlı olacaktır. Bu büyüklüğün yüksek düzeylere ulaşması gereği, gözetimi ancak çok yüksek tutarda fon sağlayan tasarruf sahiplerinin yürütebileceği bir faaliyet olarak ele almamızı gerekli kılmaktadır. Böylece, sadece görece olarak oldukça yüksek tutarlı fonları yatırımlara dönüştürebilen tasarruf sahiplerinin yürütebileceği gözetim faaliyeti yatırıma yönelttiği fon tutarı görece düşük olan tasarruf sahiplerinin sürdürebileceği bir faaliyet olarak değerlendirilememektedir. Bu yüzden ki yatırıma dönüştürdüğü fon tutarı tek başına gözetim yapmaya yeterli olmayan nihaî yatırımcının yerine gözetim faaliyetini yürütecek kurumlar olarak finansal araçlar, doğal olarak, karşımıza çıkmaktadır.

* ABD, İngiltere, Hollanda gibi ülkelerde olduğu gibi, Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’nun düzenlemeleri bazı yatırım alanları bakımından “profesyonel yatırımcı”yı tanımlayarak aracı kurumları profesyonel yatırımcılar karşısında bazı yükümlüklerden muaf tutmaktadır.

Devam eden iki alt bölümde kendi başına gözetim faaliyetini yürütemeyecek derecede düşük tutarlı fonları yatırıma dönüştüren tasarruf sahiplerinin yerini alarak, onlar adına gözetim faaliyetini yürütmesi beklenen finansal araçların bu kapsamdaki işlevleri, finansman kaynakları bakımından sınıflandırılarak değerlendirilecektir. Bu çerçevede, öncelikle banka kaynaklı finansman yöntemi bakımından mevduat bankacılığının gözetim faaliyetindeki rol ve önemi değerlendirilecektir. Sonraki alt bölümde, piyasa kaynaklı finansman yönteminde gözetim işlevinin yürütülmesinde görev alan kurumsal yapılar ayrı başlıklar altında değerlendirilecektir.

1.6.2. Banka Kaynaklı Finansman ve Gözetim

Buraya kadar ele aldığımız çalışmalar ve yaptığımız değerlendirmelerden çıkarılması mümkün olmakla birlikte “banka” kavramına ilişkin bu çalışmadaki yaklaşımımızı kısaca tekrar etmekte fayda bulunmaktadır. Banka veya banka tipi finansal aracı ile ifade etmek istediğimiz kurum, çok sayıda tasarruf sahibinden genellikle mevduat şeklinde borçlanarak topladığı paraları yatırım veya tüketim harcaması yapma ihtiyacı içindeki ekonomik birimlere aktarıp alacak yaratmak suretiyle temel faaliyetlerini icra eden finans kurumudur. Banka, bu işlemleri yaparken, yukarıda Bölüm 1.4.1’de finansal aracılığın işlevleri olarak açıkladığımız hususların hepsini kapsayan bir hizmetler kümesi sunmaktadır. Banka tipi finansal aracı kurum, bu süreçte, öncelikle çok sayıda kişiden borç almakta ve bu şekilde topladığı fonları başkalarına borç vermektedir. Dolayısıyla, banka, temel olarak bilançosunun pasifinde borçlar ve aktifinde alacaklar yer alan bir parasal kurumu ifade etmektedir.

Bu çerçevede, bankacılık faaliyetleri borç-alacak ya da varlık-yükümlülük yönetimi esasına dayanmaktadır. 1990’ların sonlarından başlayarak 2000’li yıllarla birlikte yaygınlaşan, özellikle Basel Anlaşması ile getirilen bankalarda risk esaslı varlık ve yükümlülük yönetimine ilişkin düzenlemeler bu temel yönetim yaklaşımını risk yönetimi bakış açısıyla ele almayı gerektirir hale getirmiştir.¹⁴⁰ Mevduat bankacılığı ya da ticarî bankacılık olarak kabul edilen bu yapının ve faaliyet anlayışının daha çok piyasa kaynaklı finansmana yönelik aracılık işlemleri gerçekleştiren yatırım bankacılığından ayrı bir şekilde ele alınması gerekmektedir.

Banka kaynaklı finansman, veri bir durum olarak, gözetim işlevinin içselleştirildiği, diğer bir deyişle, gözetim faaliyetinin günlük bankacılık faaliyetlerinin bir parçası, öncülü ve devamı gibi algılandığı ve uygulandığı bir finansal aracılık yöntemi olarak çalışmamızda ele alınmaktadır.

Finansal araçların gözetim işlevi ile ilgili çalışmalarda yaklaşım, esas olarak, gözetimin banka kaynaklı finansman yönteminin içinde mündemiç (inherent) olan bir faaliyet şeklinde ele alınmasıdır. Gözetimle ilgili analizler, temel olarak, banka kaynaklı finansman yönteminin gerekleri ile açıklanmaktadır. Bu yaklaşım, gözetim işlevini, büyük ölçüde banka kaynaklı finansman ile ilişkili ve bu finansman yöntemi ile var olan bir faaliyet veya ortaya çıkan bir ihtiyaç olarak ele almaktadır. Bu banka kaynaklı finansmana özgü olma durumu ile ilgili daha keskin bir yaklaşım olarak, **Bhattacharya ve diğerlerinin** 2004 tarihli çalışmalarında¹⁴¹ piyasa kaynaklı finansmandan “gözetimin olmadığı” (*non-monitoring*) bir finansman yöntemi olarak söz edilmektedir. Bu yöndeki daha esnek yaklaşımları içeren çalışmalarda, gözetim sadece bankacılık ve banka kaynaklı finansman bakış açısından değerlendirme ve analizlere veya modellemelere tabi tutulmakla, çok büyük ölçüde, piyasa kaynaklı finansman bakımından gözetimin yerinin olmadığı, üstü kapalı olarak, kabul edilmekte ya da en azından gözetim piyasa kaynaklı finansman bakımından önemsiz ve ihmal edilebilir kabul edilmektedir.

Besanko ve Kanatas¹⁴², bankadan yapılacak borçlanmanın piyasadan (örn. tahvil ihracı yoluyla) yapılacak borçlanmaya kıyasla daha yakın bir gözetim sonucu vereceğini ve banka borçlanmasının “şirket içi borç” (*inside debt*) olarak değerlendirilebileceğini belirtmektedirler. Bankanın bu ayrıcalıklı gücü, borçlu ile ilgili olarak, borçlunun piyasa kaynaklarından borçlanarak veya hisse çıkararak sağlayacağı finansmana kıyasla bankanın çok daha fazla bilgiye ulaşabilmesine ve daha yakın bir gözetim yapabilmesine dayanmaktadır. Borçlunun bankaya vereceği teminat, borçlunun alacakları, nakit akımları ve diğer finansal varlıkları banka için içsel bilgi unsurlarıdır. Bu bilgiler, kural olarak, piyasa kaynaklı finansman yönteminde fon verenlere açık değildir. Bu durum, bilgi kaynakları ve bilgiye ulaşma yöntemleri bakımından banka kaynaklı finansmanı, piyasa kaynaklı finansmana kıyasla daha güçlü bir duruma getirmektedir. Bilgiye ve bilgi kaynaklarına ulaşmadaki bu üstün konum, banka

kaynaklı finansman yöntemini gözetim bakımından da ayrıcalıklı bir duruma getirmektedir.

Yukarıda Bölüm 1.5’te ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, Besanko ve Kanatas, banka kaynaklı finansmanı gözetimin mutlaka var olduğu bir finansman seçeneği olarak ele alırken, piyasa kaynaklı finansmanı gözetimin hiç bulunmadığı bir finansman seçeneği olarak ele almaktadırlar. Besanko ve Kanatas’ın çalışmalarında piyasa kaynaklı finansmanın gözetim içermemesi, girişimciyi kendi başına, kontrolsüz bir durumda bırakmakta ve girişimci fon elde ettiği piyasadaki fon verenler yerine kendi kişisel çıkarını ve faydasını ön plana çıkaran eylem ve kararlara girerek bir temsil sorunu (agency problem) yaratmış olmaktadır. Banka kaynaklı finansman durumunda ortaya çıkması beklenmeyen bu sonuç, banka kaynaklı finansmanın gözetimle ilgili avantajlı durumunun bir sonucu olarak değerlendirilmektedir.

Besanko ve Kanatas’ın analizlerinde, gözetim yapan bankanın gözetime yönelik harcamalarının ve dolayısıyla uyguladığı gözetimin derecesinin banka dışındakiler ve dolayısıyla piyasadakiler tarafından gözlenemiyor ve bilinemiyor olması varsayımının gerçek hayat durumuna uygun bir varsayım olduğunu düşünmekteyiz. Günlük işleyişin bir gereği olarak, ticarî bankalar, Besanko ve Kanatas’ın da varsaydıkları gibi, her bir şubesi de ayrıca dikkate alınarak, sürekli olarak gözetim yapabilmekte ve herhangi bir bankanın veya banka şubesinin gözetim çabasına ve harcamasına ilişkin olarak banka dışındakilerin bir bilgi edinmesi, veri durum olarak, mümkün bulunmamaktadır. Bu durumun sonucu olarak, Besanko ve Kanatas’ın da varsaydıkları gibi, banka dışındakiler, diğer bir deyişle, konumuz bakımından piyasada fon veren durumunda olanlar herhangi bir bankanın yaptığı bu gözetim faaliyetinden doğrudan fayda sağlayamamaktadırlar. Bu sonuç, piyasa kaynaklı fon verenlerin gözetime duyacakları ihtiyacın karşılanmasına yönelik başka araç ve yöntemlerin varlığını sorgulamayı gerektirmektedir.

Ticarî bankacılığın işleyişinin doğal bir özelliği olarak, Besanko ve Kanatas’ın da işaret ettikleri gibi, ticarî banka, borç veren olarak gözetim faaliyeti bakımından özel bir konuma sahip bulunmaktadır. Besanko ve Kanatas, banka kredisini girişimcinin gayretini ve projenin getirisini artıran bir etken olarak dikkate almaktadırlar. Bankanın

borç vermesinin beklenen bir sonucu olan gözetim faaliyeti dolayısıyla ortaya çıkan bu girişimci gayretini ve proje getirisini artırıcı sonuç banka kredisine özgü bir gözetim etkisinin varlığını göstermekte ve bankayı özel bir konuma getirmektedir.

Besanko ve Kanatas'a göre, özetle, banka kaynaklı finansman, bünyesinde gözetim işlevini barındıran özel bir konuma sahiptir, çünkü bankanın yapacağı gözetim girişimcinin gayretini artırarak projenin performansının artmasına ve böylece banka dışında kalan, piyasadaki borç verenlerin de banka gözetiminden dolayı fayda sağlamasına olanak tanımaktadır. Besanko ve Kanatas, mevduat bankasının gözetim yapmasına özel bir önem atfetmekte ve bankanın gözetim faaliyetini diğer finansal araçlarda bulunmayan bir özellik olarak öne çıkarmaktadırlar.

Öte yandan, Diamond, 1994 tarihli çalışmasında¹⁴³, borçlanmanın yaratacağı vergi tasarrufu etkisi ile teşvik ve kontrol etkilerini ele almaktadır. Diamond'ın bu çalışması, çalışmamızın kapsamı ve temel tezi bakımından yol gösterici niteliktedir. Diamond'ın söz konusu çalışması aşağıda Bölüm 2.6.2'de ele alınmaktadır.

Aşağıdaki alt bölümde piyasa kaynaklı finansman bakımından ele alınacak gözetim faaliyeti genel olarak, ticarî bankacılığa özgü bir durum olarak ele alınmaktadır. Çok az sayıda çalışmanın piyasa kaynaklı finansman yönteminde finansal araçların gözetim fonksiyonunu dikkate aldığı görülmektedir.

Bu nadir çalışmalardan birisi olarak, **Aglietta ve Breton**, 2001 tarihli çalışmalarında¹⁴⁴, banka tipi aracılık ile piyasa aracılığı arasındaki farkı açıklamak için bilgi işlem teknolojisindeki gelişmelerin yarattığı etkiyi ön plana çıkarmakta ve İkinci Dünya Savaşı yıllarından 1970'li yılların ortalarına kadarki süreçte başat olan banka kaynaklı finansmanın bilgi teknolojisindeki gelişmenin etkileri ile bu başat durumu piyasa kaynaklı finansmana bıraktığını belirtmektedirler. Bu iki farklı aracılık modeli, aracılık yaklaşımında farklı davranış biçimlerinin ortaya çıkışını da açıklamaktadır. Bu “yeni ekonomi” ortamında, riskleri ve fırsatları fiyatlayabilme konusunda kolay uygulanabilir yeniliklerin ortaya çıkışı, yazarlara göre, menkul kıymet piyasalarının likiditesini artırmıştır. *“Bunun sonucunda ise daha önce böyle bir piyasanın olmadığı kıta Avrupa'sında bile şirket kontrolü piyasasının gelişmesini sağlamıştır.”*¹⁴⁵

Aglietta ve Breton'a göre, finansman sağlamaya yönelik değerlemelerde, bankalar, bir **özüleme mantığı** (logic of specificity) kullanırken, piyasalar **homojenleştirme mantığı** (logic of homogenization) kullanmaktadır. Bunun anlamı şudur: Bankalar, genel olarak, fon sağladıkları müşteriye özgü, özel ve resmî olmayan bir bilgi setine ulaşma imkânları ile karşılaştırmalı avantaja sahiptir. Özel ve müşteriye özgü bilgiyi elde etmek için, bankaların elinde müşterinin nakit akımlarına ilişkin bilginin takibi gibi resmî yöntemler yanı sıra projelerin her bir müşteriye özgü bir yaklaşımla analizi, mali tablo oranlarına ilişkin müşteriye özgü eşikler belirleme, müşteri ile kurulan uzun süreli iş ilişkisinin sağladığı güven ve müşterinin saygınlığına ilişkin bilgilere dayanarak yönetimin kalitesi hakkında fikir oluşturma gibi resmî olmayan yöntemler de bulunmaktadır. Bu şekilde, tümüyle kendisinin topladığı bilgiler ve resmî olmayan yöntemlerle, banka, her bir müşterisi için ayrı bir kredi derecelendirmesi yapabilir hale gelmektedir. Aglietta ve Breton'ın çalışmalarında geliştirdikleri yaklaşım, aşağıda piyasa kaynaklı finansman ve gözetim ilişkisi bakımından daha ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

Finansal araçların gözetim görevi ile ilgili olarak yukarıdaki bölümlerde değerlendirilen çalışmalarda¹⁴⁶ konu ticarî banka tipi bir finansal örgütlenmenin gerekleri açısından ele alınmaktadır. Ticarî bankacılık, Aglietta ve Breton'ın 2001 tarihli çalışmasında da açıklandığı gibi, özüleme mantığı çerçevesinde, kredi verilen her bir birimin kendine özgü nitelikleri ve özgün koşullarına bağlı farklı gözetim yaklaşımları ile görece daha etkin bir gözetim işlevi yürütmektedir. Bu yaklaşımla, ticarî banka, geleneksel olarak ve işin doğası gereği, kredi verdiği her kişi veya kurumla ilgili olarak borç sözleşmesi imzalanmadan önce her türlü yoldan topladığı bilgileri değerlendirmekte ve kredi verme kararını bu bilgilere dayandırmaktadır. Kredi sözleşmesi imzalandıktan ve kredi verildikten sonra bilgi toplama süreci bu kez kredinin geri dönüşünü sağlamak için kredinin süresi boyunca devam etmektedir. Kredi verilmesinden önceki aşamalar bir istihbarat veya bilgi toplama faaliyeti olarak ele alınırken, kredi verildikten sonraki süreç, geleneksel ticarî bankacılık anlayışında, kredi takip veya izleme faaliyeti olarak ele alınmaktadır.

Ticarî bankaların kredi takip veya izleme süreci, özellikle 1980'lerden başlayarak, mikro bilgisayar ve bilgi işlem teknolojilerinin gelişmesi ve ucuzlaması ile artan bilgi işleme hız ve kapasitelerinin desteğini alarak ve Basel Komitesi tarafından getirilen risk yönetimini zorlayıcı veya teşvik edici yönergelerin de gereği olarak “risk yönetimi” bakış açısı ile ele alınan bir izleme veya takip süreci halini almaya başlamıştır. Ticarî bankacılığın doğasında var olan bu izleme veya takip ihtiyacının ve sürecinin risk yönetimi yaklaşımı ile almakta olduğu yeni biçim “izleme” ve “takip” başlıkları altında ele alınan ihtiyacın ve sürecin gerekçesini ve temel tanımlarını değiştirmemektedir. Bu çalışmada, borç verenin “gözetim ihtiyacı” ile ifade ettiğimiz bu ihtiyaç ve süreç, her ne başlık altında olursa olsun borçlu hakkında bilgi toplamayı ve hangi yöntemle olursa olsun bu bilgileri değerlendirerek borcun süresinde geri ödenebilirliği ile ilgili olarak doğru ve zamanında kararlar alabilmeyi hedefleyen bir amaçla ilgilidir.

Ticarî bankacılıkta gözetim, ticarî bankanın kredilendirme sürecinin bir unsuru olarak banka faaliyetinin doğal bir parçası gibi değerlendirilmektedir. Leland ve Pyle¹⁴⁷ ve Diamond¹⁴⁸ bankanın gözetim faaliyetini bir ihtiyaç ve faaliyet sürecinin ekonomik bir gereği olarak ele almak gerektiğini göstermeye çalışırken, Sinkey¹⁴⁹, Winton¹⁵⁰, Aras¹⁵¹, Berk¹⁵² kredi verildikten sonraki kredi izleme ve gözetim sürecini bankanın kredi faaliyeti çerçevesinde devam eden sürecin bir parçası olarak ele almaktadırlar.

“Yapılan çalışmalar kredi denetlemesinin [gözetimin] büyüklüğü ve karmaşıklığının bankalar arasında farklılaştığını göstermiştir. Bununla beraber, ne bankalar arasında kredi denetleme konusuna yapılan yatırım farklılığına ilişkin, ne de kredi denetlemesinin niteliği ile bankanın özel durumları arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışma yapılmamıştır. Bu bağlamda kredi denetlemesi konusundaki klasik yaklaşımla kredi sorumlusunun tarihten gelen işlevinin uzlaştırılması ihtiyacı üzerinde durulması gerekliliği ortaya çıkmıştır.”¹⁵³

Aras, 1996 tarihli çalışmasında, bankaların gözetim faaliyeti konusunda iki alternatif hipotezi ele almaktadır. Erken Uyarı Hipotezi (Early Warning Hypothesis), bankada kredi verme (kredi açma) işlemleri ve verilmiş kredilerin gözetiminin ayrı

birimler ve kişiler tarafından yürütülmesi esasına işaret etmektedir. Böylece, bankada kredi pazarlama faaliyeti ile kredinin gözetimi faaliyetinin ayrıştırılmasının sağladığı etkinlikten yararlanılmış olacaktır. Bu şekilde, kredi verenin (kredi sorumlusunun) tarihten gelen bilgi ve gözetim işlevi önem kaybetmekte, bu işlev kredi gözetiminde uzman birim ve kişilere bırakılarak faaliyet etkinliği sağlanmış olmaktadır. Buna karşılık, Faaliyet Maliyeti Hipotezi (Agency Cost Hypothesis)*, kredi verme ve krediyi gözetleme görevlerinin ayrılmaması esasına işaret etmektedir. Bu hipotez, krediyi açan banka görevlisinin “borçlunun performansı hakkında bilgileri taşıyan özel durumu”na, diğer bir deyişle “borçlu hakkında bankadaki herhangi bir kişiden daha fazla bilgi” olmasına dayanmaktadır. Borçlu ile “doğrudan ilişki” içinde olması banka görevlisine avantaj sağlamaktadır.

Gerçekten de, bir ticarî bankanın bir şubesi, her bir kredi müşterisi ile ilgili bilgi üreterek ve bu bilgiyi kendi bünyesinde tutarak, aynı bankanın başka bir şubesinin veya başka bir ticarî bankanın bir şubesinin ya da aynı veya başka bankanın başka bir biriminin sahip olamayacağı o müşteriye özgü bir bilgi setine sahip olmaktadır. Bu bilgi seti, o belirli müşteriye özgü o belirli bankanın belirli bir şubesinin elde edebileceği, bulunduğu konuma ve ilişkiler bütününe özgü ve özel bir bilgi setidir. Bu bilgi seti, kredi müşterisi ile kurulan banka-müşteri ilişkisinin süresi ve yoğunluk derecesi ile artan bir hacim ve kalite düzeyine sahip olarak zaman içerisinde ve gözetimle birlikte bir bilgi üstünlüğüne ya da bilgi avantajına dönüşmektedir. Bu üstünlük veya avantaj, örneğin, ülkemizdeki gibi şube bankacılığı sistemlerinde bu bilgiyi toplayan banka şubesinin hemen yanı başındaki bir başka bankanın şubesine karşı olduğu gibi, ABD’deki gibi yerel bankacılık sistemlerinde aynı dar coğrafi alandaki başka bir yerel bankaya karşı da olabilmektedir.[†] Hatta bu bilgi üstünlüğü aynı bankanın aynı coğrafi sınırlar içindeki yakın bir başka şubesine karşı da geçerlidir. Şube bankacılığı sisteminde bir bankanın kendi şubeleri arasında da var olan piyasa rekabetini dikkate aldığımızda, bir şube tarafından toplanan bir müşteriye özgü bilginin şubeye sağladığı

* “Agency cost hypothesis” kavramını “Temsil maliyeti hipotezi” şeklinde çevirmemiz çalışmamızdaki yaklaşıma uygun düşecektir.

[†] Gerçekten şube bankacılığında veya yerel bankacılıkta gözetim davranışı birbirinden çok farklılık göstermeyecektir. Yerel bankacılıkta müşteriye özgü bilgi üstünlüğünü, ABD tipi yerel ölçekli çok sayıda küçük bankanın bulunduğu bir yerel bankacılık sisteminde, aynı yerleşim yerinde aynı kent meydanındaki bir başka yerel banka ile ilişkilendirerek de açıklamak mümkündür.

üstünlük de analizimiz açısından dikkate alınması gereken bir durum olarak karşımıza çıkacaktır.

Sözünü ettiğimiz özel bilgi seti, yerel bankacılıkta belirli bir bankanın ve şube bankacılığında belirli bir banka şubesinin belirli bir müşteri ile arasında sağlayageldiği müşteri-banka ilişkisinin bir sonucudur. Her bir banka şubesinin her bir müşterisi ile kurduğu özel ilişki bu bilgi derleme sürecinin en önemli unsurudur. Gözetim faaliyetinin ticarî bankacılık içinde kendiliğinden olma özelliğini açıklayan da bu banka-müşteri ilişki sürecidir. Yerel sosyal özelliklerin de önemli rol oynadığı bu ilişkinin bilgi sağlama gücü bu sosyal özelliklere çok yakından bağlı olmaktadır. Bunun en uç örneği olarak, Bangladeş'te Grameen Bank tarafından uygulanmakta olan “mikro bankacılık” uygulamasında gelir ve yaşam düzeyi düşük bireylere çok küçük tutarlı ve teminatsız krediler vererek, gözetim sürecini esas olarak bu durumdaki toplum kesimlerinin kendi içlerindeki sosyal gözetim ve kontrol unsurlarına bırakarak tamamlamaya çalışan bankacılık anlayışı gösterilebilir.*

Yukarıda sözünü ettiğimiz bilgi üstünlüğü durumu, bir banka şubesi veya yerel banka bakımından, ülkemiz gibi ekonomik faaliyette kayıt dışılığın görece büyük oranlara çıktığı ekonomilerde kamu otoritelerine ve vergi idaresine karşı da geçerli olabilmektedir. Gerçekten de, ülkemizde ticarî banka şubelerinin kredi temin ettikleri müşterileri hakkında, Aglietta ve Breton'ın 2001 tarihli çalışmalarında¹⁵⁴ işaret ettikleri gibi, resmî bilgiler dışında resmî olmayan birçok bilgiye ulaşmaları mümkün olabilmektedir. Kayıt dışılığın doğal sonucu olarak kapsamı genişleyen bu resmî olmayan bilgi kaynakları ve bilgiyi elde etme ve kullanma üstünlüğü ticarî bankayı, gözetim faaliyetini yürütme konusunda diğer finansal kurumlarda kolay rastlanmayacak, bir üstünlük ve etkinlik noktasına taşımaktadır. Bu üstünlüğün

* Kurucusu Muhammad Yunus'a 2006 yılında Nobel Barış Ödülü'nü de kazandıran ve yoksul kesimlerin ekonomik hayata ve üretim sürecine katılımını sağlamaya yönelik bir sosyal proje olan Grameen finans projesi (diğer adıyla mikro finansman modeli) 1976'da Bangladeş'te küçük tutarlı borç verme işlemleriyle başlamış ve küçük tutarlardan oluşan yaygın bir finansman sistemi halini almıştır. Halen Grameen Vakfı kanalıyla 23 ülkede yoksul kesimlerin küçük fonlarla yoksulluk zincirini kırmalarını sağlamaya yönelik bir proje olarak sürdürülmektedir. Bu sistemde, genellikle kadınlara küçük işlerden elde ettikleri gelirlerle geri ödemeleri için verilen küçük tutarlı kredilerde geri dönüş oranı oldukça yüksek oranda gerçekleşmektedir. Kadın borçlu oranı 1976'da % 20 iken, 1985'te % 65, 1990'da % 91, 2000'de % 94 ve 2007, 2008 ve 2009'da % 97 olmuştur. (Kaynak: <http://www.grameen-info.org> Erişim: 12.05.2011)

temelinde bulunan iki önemli durum olarak, yerellik ve perakende hizmet üzerinde durmak faydalı olacaktır.

Ticarî bankaların ABD örneğindeki gibi yerel olarak örgütlenmiş ve yerel faaliyet gösteren kurumlar olmaları ya da ülkemiz örneğinde olduğu gibi çok sayıda finansal ürün ve hizmeti aynı bünyede sunan büyük bankaların yerel şubeleri şeklinde örgütlenmiş olmaları ticarî bankaların müşteriye özgü bilgi üstünlüklerini değiştirmemektedir. Banka örgütlenmesinin ABD’de ticarî bankacılık faaliyetinin yerel bankalar (local community banks) şeklinde veya üniversal bankacılığın yerel banka şubeleri şeklinde olmasında ortak özelliklerden birisi bunların her ikisinin de coğrafi alan sınırları, diğer bir deyişle yerellikleridir. Bu yerel faaliyet gösterme durumu ticarî bankayı yerel biriminin bulunduğu her küçük coğrafya hakkında bilgi sahibi yapmaktadır. Bir ticarî banka şubesinin, bulunduğu coğrafyada iş kesimleri ile oldukça yakın ve samimi iş ilişkilerine girmek suretiyle bütün iş kesimleri hakkında bilgi sahibi olması olağan bir sonuçtur. Bu iş kesimlerinde faaliyet gösteren işletme yöneticileri ve iş sahipleri ile ve bunların aile ve iş çevresi ile resmî ilişkinin dışında sosyal ilişkiler de kuran şube veya banka çalışanları sayesinde başka bir kişi veya kurumun elde edemeyeceği bilgi setine ulaşmak ticarî banka şubesinin günlük olağan çalışma sistemi içinde yer almaktadır. Yerel olmanın sağladığı bütün bu bilgi üstünlükleri, ülkemizde hemen hemen her banka şubesinde yer alan istihbarat birimi veya istihbarat elemanının kişisel becerileri ve meslekî birikimleri ile beslenen bir süreci ifade etmektedir. İşte ticarî bankaların gözetim görevine veya işlevine ilişkin üstünlükleri öncelikle bu özgüleme mantığına dayanan bilgi toplama, bilgiyi sınıflandırma ve kullanma üstünlüğüne dayanmaktadır. Ticarî bankaların bu özelliği kendilerine özgü ayrı bir özellik olarak “ilişki bankacılığı” (relationship banking) olarak adlandırılmaktadır.¹⁵⁵

Perakende bankacılık olarak da adlandırabileceğimiz ticarî bankacılık, bu niteliği ile her bir müşterisine özgü ürün geliştirme veya mevcut bir ürünü her bir müşterinin gereksinmelerine uygun bir kalıp ve sistem içinde sunabilme esnekliğini elinde bulundurmaktadır. Günlük bankacılık uygulamalarında, banka müşterisinin banka şubesi ile girdiği finans ilişkisinin parasal büyüklüğüne bağlı olarak artan hız ve duyarlılık (hassasiyet) içinde, her bir müşterinin ihtiyaçlarının dikkate alınıyor olması

ticarî bankanın perakende hizmet özelliğini bir avantaja dönüştürmektedir. Kendi ihtiyaçlarının ve durumunun banka şubesinin her düzeydeki çalışanı ve müdürü tarafından anlaşıldığını ve dikkate alındığını gören banka müşterisi o banka şubesiyle geçirdiği süre ile birlikte artan bir bağlılık kurar hale gelmektedir. Perakende hizmet anlayışı bankalar ve banka şubeleri arasında bu çerçevedeki rekabeti sürekli canlı tutmaktadır. Ülkemizde, genellikle tek bir kamu bankasının şubesinin bulunduğu bazı küçük yerleşim birimleri hariç, hizmet ve ürün rekabeti, banka müşterisine farklı banka şubeleri arasında seçim yapma serbestîsi sağlamaktadır. Müşterinin sahip olduğu bu serbestî, şube hizmet ve ürün kalitesini yüksek tutmayı gerektiren önemli bir baskı unsuru olarak ticarî bankacılığın günlük şube işlemlerine yön vermektedir.

Ülkemiz örneğinde, Almanya’da da olduğu gibi, ticarî bankalar hemen hemen bütün finansal ürün ve hizmetleri sunan finansal kurumlar olarak örgütlenmiş bulunmaktadır. Finansal süpermarket olarak da adlandırılan ve “üniversal bankacılık” terimi ile ifade edilen bu örgütlenme biçimi ticarî bankaların müşterileri ile çok çeşitli hizmet ve ürün aracılığıyla bağ kurarak her bir müşteri ile ilgili hemen hemen her ticari iş ve işlem kapsamında bilgi sahibi olmasını sağlamaktadır. Ticarî banka diğer herhangi bir finansal kurumdan farklı olarak ekonomik hayatın içindeki her bireyin, işletmenin veya ekonomik örgütün para ile ilgili temel işlemlerini yürüttüğü yerdir. Bu durum, bankaya, müşterisinin bütün parasal işlemlerini görebilme ve izleyebilme olanağı sunmaktadır. Ticarî banka müşterisinin parayla ilgili her işlemi bankaya, müşterisi ile ilgili oldukça önemli ve kendine özgü bilgi setine sahip olma avantajı sağlamaktadır. Her bir banka müşterisi ile ilgili bu kendine özgü bilgi setidir ki ticarî bankacılığa gözetim açısından özel bir konum sağlamaktadır.

Ticarî banka açısından, müşteri, aynı zamanda hem mevduat müşterisi, hem de kredi müşterisi olabilen bir ekonomik birimdir. Müşterinin bu çok yönlü niteliği bankanın müşteri hakkındaki bilgi gücünde fark yaratan bir diğer unsurdur. Başka bir finansal kurumla ilgili olarak, genel müşteri tabanında, bu şekilde çok yönlülüğü yakalama olanağı bulunmamaktadır. Bu şekilde, ticarî banka tek bir müşterisinin hem varlıkları ve hem de yükümlülükleri ile ilgili bilgi toplama olanağı elde etmektedir.

1980’lerden başlayarak ve özellikle 1990’lardan itibaren teknolojinin sunduğu olanakların da artması ile birlikte, ülke çapında bankaların müşterileri hakkında topladıkları harcama ve ödeme alışkanlıklarına ve özelliklerine ilişkin bilgiler merkezî bilgi toplama ve paylaşım sistemleri ile bir araya getirilmekte ve sisteme dâhil bütün bankalarca ulaşılabilir bir bilgi tabanı sağlamaktadır. Bankaların ve banka şubelerinin kendi istihbarat bilgilerinden ayrı olarak, bu gibi resmî ve merkezî bilgi kaynaklarının münhasıran sisteme dâhil bankalara açık bir veri kaynağı olarak yer alması, ticarî bankalara müşterilerinin diğer bankalarla olan ilişkileri kapsamında kredi işlemleri ve harcama ve ödeme durumları hakkında da bilgi sağlamaktadır.

Verilen kredilerin geri dönüşü bakımından bankaların dikkate aldıkları tek bilgi değilse de en temel ve en önemli bilgi kredi alanın krediyi geri ödeme gücüdür. Finans teorisi ve uygulamaları çerçevesinde, bu gücü ölçmenin en kestirme ve en çok başvurulan aracı, kredi alanın kredinin süresi boyunca sağlayacağı nakit akımlarıdır. Bu tek bir bilgi kalemi ticarî bankanın en önemli gözetim aracı olarak değerlendirilebilir. Kredi alanın nakit akımlarının bu derece kritik bir gözetim aracı olarak kullanılıyor olması ticarî bankanın gözetim yapmasını kolaylaştıran bir başka husustur. Zira tanım itibarıyla, ticarî bankalar ekonomideki nakit akımlarının düzgün gerçekleşmesini sağlayan temel kurumlardır. Bu çerçevede, kredi müşterisinin gelir ve varlık bilgilerine de ulaşılabiliyor olması bankanın gözetim faaliyetini kolaylaştıran bir durumdur. Örneğin, “maaşını bankamızdan alan müşterilerimize ihtiyaç kredisinde özel oranlar” gibi reklâm cümlelerinin gerisinde, hedeflenen müşteri kitlesi ile ilgili olarak kredinin geri ödenme riskinin oldukça düşük olması ve bu sayede gözetim maliyetlerinin düşük olması durumu bulunmaktadır. Aynı yaklaşım, bankacılık ilişkileri veya çevresel bilgi kaynakları* yoluyla bir banka şubesinin hakkında bilgi sahibi olduğu oldukça büyük proje veya işletme sahiplerinin geri ödeme gücü açısından da geçerlidir. Belli bir çevrede, ödeme gücü konusunda herhangi kuşku bulunmayan büyük bir işletme sahibine kredi vermek üzere bankaların veya şubelerinin özel gayret göstermeleri bilinen ve olağan bir bankacılık davranışıdır.

* Çevresel bilgi kaynakları ile kastımız basın ve medya yoluyla edinilen bilgiler ve banka çalışanlarının sosyal ilişkileri sayesinde edinilen bilgiler de dâhil olmak üzere her türlü yoldan ve her türlü şekilde bilgi sağlayan kaynaklardır.

Böylece, kredi müşterisinin nakit akımlarına, bu kapsamda gelirine, yaptığı düzenli ödemelere, kredi kartı harcamalarına ilişkin bilgilere ulaşabilen banka şubesi, gözetim için oldukça önemli bir bilgi setine sürekli olarak sahip bir konumda bulunmaktadır. Bunun gibi gelir ve giderlerine ilişkin nakit akımlarını aynı şube veya banka aracılığıyla gerçekleştiren bütün müşteri grupları için geçerli olan bu bilgi avantajı ticarî bankanın gözetim bakımından ayrıcalıklı konumunu göstermesi bakımından önemlidir.*

Banka pazarlaması ve ürün hedef kitlesinin seçimi, banka-müşteri ilişkisi bakımından üzerinde durulması gereken bir konuyu oluşturmaktadır.¹⁵⁶ Banka müşterisi, bu analizde, hem borç veren ve hem de borç alan olarak bankayla muhatap olan tasarruf sahibini ve girişimciyi kapsamaktadır. Banka müşterisinin bankayla olan ilişkisi ve buna ilişkin karar ve davranışları her zaman mantığa dayanmamaktadır. Müşterinin bankayla olan ilişkisinde “duygu”nun akla baskın gelmesi az rastlanan bir durum değildir. Pazarlama stratejisinin bir gereği olarak, müşteriye karşı bankanın “sevecenlik” ve “güven” uyandırma zorunluluğu, bankanın, “*çalışanları aracılığıyla, müşterileriyle bilinçli olarak duygusal bağ ve ortam kurma çabasında*” olmasını gerektirmektedir.¹⁵⁷

Bankacılıkta modern pazarlama politikaları, daha önceki dönemlerde standart ürün geliştirerek bunları müşterinin talep etmesini beklemek şeklinde uygulanan yöntemler yerine, önce müşterinin ihtiyaçları ve talebi tespit edilerek buna uygun ürün geliştirilmesi yöntemlerinin uygulanmasını gerektirmektedir. Bankacılıkta müşteriye sunulan hizmetlerin değişkenliği, çoğu kez, müşterinin özel durumuna uyan kişisel sözleşme tasarımlarını gerektirmektedir.¹⁵⁸

Aşağıdaki alt bölümde piyasa kaynaklı finansman kurumları bakımından da değineceğimiz gibi, müşteriye tanıma (*know-your-customer*) kuralı, ticarî bankacılıkta, müşterinin yatırım karar yetisinin, finansal gücünün kavranması ile sınırlı bir süreç değildir. 1960’lı, 1970’li yıllardan itibaren giderek genişleyen müşteri tabanına dayalı mümkün olduğu kadar geniş bir kesime yönelik olarak, müşterilerin ihtiyaçlarını, harcama alışkanlıklarını, yaşam biçimlerini, kültürel özelliklerini kavrayarak, bu

* Nakit akımlarının gözetim faaliyeti ve kontrol bakımından önemine aşağıda Bölüm 3.4’te ayrıca değinilecektir.

özelliklere hitap eden ürünler geliştirilmesi, edinilen bu bilgilerin ışığında müşteriye uygun usuller ve davranış biçimlerinin müşteriye yöneltilmesi banka pazarlamasının gerekleri haline gelmiş bulunmaktadır. Bankacılık ürünlerinin fiyatlamasına yönelik politikalar da, bu politikaların içeriği ile ilgili düşük bir şeffaflık düzeyini seçerek, bankaya özgü ve müşteriye özel bir fiyatlama politikası yoluyla, bankanın müşterisi ile sıkı bir bağ oluşturmaya yönelmektedir.¹⁵⁹

Gerçekten de günümüz bankacılığında müşteriye sunulan hizmetler karşılığında müşterinin özellik ve niteliklerine göre değişen fiyatlamaların varlığı bankanın müşterisi ile sıkı bir bağ geliştirmesine hizmet etmekte ve bu devamlılık, bankaya, müşterisi ile ilgili olarak başka bankaların ulaşamayacağı bir bilgi üstünlüğü sağlamaktadır. Örneğin, aynı bankadan veya bir bankanın aynı şubesinden daha önce kredi kullanmış ve borçlarını düzenli olarak ödeyerek sonlandırmış bir müşteri bilgisi, söz konusu banka veya şubenin aynı müşterisi ile ilgili vereceği yeni bir kararda oldukça önemli bir bilgi unsuru olmakta ve başka bankalar veya şubeler bu bilgiye ya ancak bazı ek maliyetlere katlanarak ulaşabilmekte veya hiç ulaşamamaktadır. Bu ilişki özellikleri, ticarî bankayı, bilgi olanakları açısından diğer finansal kurumlara kıyasla ayrıcalıklı bir konuma getirmektedir.

Özetlemek gerekirse, finansal aracılardan gözetim görevinin değerlendirilmesi bakımından, banka tipi finansal araçlar ayrıcalıklı bir konuma sahiptir ve gözetim faaliyeti banka kaynaklı finansmanın günlük işleyişi içinde bankacılık faaliyetlerine mündemiç (içkin) olan bir faaliyet niteliğindedir. Bu durum, ticarî bankacılığın borç verdiği kesimleri sürekli bir gözetime tabi tutmasını sağlamakta ve gözetim, ticarî bankacılığın olmazsa olmaz bir faaliyet unsuru halini almaktadır. Bu gözetim işlevinin yürütülmesinde ticarî bankaya yardımcı olan temel mekanizma müşteriye özgü bilgi kaynaklarına kolay ulaşma olanağı ve kişiye özgü bilgi üretebilme avantajıdır. Borç verenin gözetim arayışına cevap bulmayı veya finansal araçların üstlenebilecekleri gözetim işlevini ele almayı amaçlayan çalışmalarda, gözetim ya münhasıran ticarî bankacılığa özgü bir faaliyet olarak ele alınmış veya ticarî bankalar gözetimin daha kolay analiz edilebildiği finansal kurumlar olarak dikkate alınmıştır. Bu çerçevede, finansal araçların gözetim işlevi ve görevi ticarî bankacılığın bünyesinde doğal olarak

var olan ve ticarî bankacılığın vazgeçmesi mümkün olmayan bir işlev ve görev olarak ortaya çıkmaktadır. Ekonominin günlük işleyişi içinde, ticarî bankanın kredi verdiği bir projenin veya şirketin batması halinde, genel ve tipik olarak, ilk sorgulanan husus bankanın söz konusu kredinin verilmesi öncesinde, karar aşamasında ve kredi süresince, proje veya şirket ile ilgili yeterli bilgi toplama ve bilgiyi değerlendirme konusunda kendisinden beklenen gerekli dikkat, özen ve ticarî duyarlılığı gösterip göstermediği olmaktadır. Piyasa kaynaklı finansmanda, bu sorgulama, projenin veya şirketin yerindeliği, yönetimi ve bunlarla ilgili olarak kamuya açıklanan bilgilerin doğruluğu gibi hususlar merkezinde sürdürülürken, banka kaynaklı finansmanda bankanın bilgi edinme ve gözetim davranışı ile ilişkilendirilerek dile getirilmektedir. Bu temel algılama, banka kaynaklı finansmanı, borç verenin gözetim ihtiyaçları bakımından, ayrıcalıklı bir konuma getirmektedir.

Buraya kadar belirttiğimiz hususlar ticarî bankanın gözetim olanaklarını ve gözetimdeki üstünlüklerini göstermesi bakımından önemlidir. Ticarî bankanın gözetimdeki üstünlüğünden söz ederken, değerlendirmelerimizin arka planında esas olarak, piyasa kaynaklı finansman yöntemi ile karşılaştırmalı bir yaklaşım söz konusuydu. Bu durum, gözetime, bir de piyasa kaynaklı finansman açısından bakmayı gerekli kılmaktadır.

1.6.3. Piyasa Kaynaklı Finansman ve Gözetim

Piyasa kaynaklı finansman ile ifade etmek istediğimiz sistem, ticarî banka tipi bir ara “dönüştürücü” kurumun bulunmadığı, bunun yerine piyasadaki katılımcılara arz edilen menkul kıymetler karşılığında toplanan fonların, satış giderleri, komisyon ve diğer maliyetler düşülerek, doğrudan söz konusu menkul kıymeti çıkarana aktarılmasının ve bunun karşılığında ihraççı şirketten alınan menkul kıymetler ya da sermaye piyasası araçlarının fonu verene, esaslı bir dönüşüme veya hiçbir dönüşüme uğramadan verilmesinin söz konusu olduğu bir süreçtir. Ticarî banka tipi bir kurumun “dönüştürücü” niteliğinden kastımız, Bölüm 1.4.1 ve Bölüm 1.4.3’te açıklanan çerçevede, ticarî bankanın borç olarak aldığı fonları farklı vade ve faiz yapıları ile farklı kategorilerde başka ürünlere (değişik türlerde krediye) dönüştürerek yeni ürünler oluşturması sürecidir. Piyasa kaynaklı finansman tanımımızda “esaslı bir dönüşüm”

kıstası, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi portföy havuzları oluşturarak, havuzdaki menkul kıymetlerin özelliklerini ve getirilerini, gerekli portföy yönetim gider ve ücretleri düşüldükten sonra portföy havuzunu temsil eden payların sahiplerine aktaran kolektif yatırım kurumu niteliğindeki yapıları da piyasa kaynaklı finansman modeli kapsamına dâhil etmemize imkân vermektedir.

Yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında özellikle menkul kıymetleştirme örneğinde de görülebilen buna benzer ürün dönüştürmelerin ticarî bankacılıktakinden farkı ticarî bankanın her durumda kendi hesabına pozisyon tutmak durumunda olması ve yatırım bankacılığında pozisyon tutmanın faaliyetin esasını oluşturan bir uygulama olmamasıdır. 1990'lı yıllardan başlayarak ABD uygulamasında yaygınlık kazanan yatırım bankalarının pozisyon tutma davranışları, yatırım bankacılığı ile ilgili genel kabulümüzü değiştirmemektedir. Piyasa kaynaklı finansman modelinde fon talep edenle fon arz eden arasında bir **dönüştürücü**nün bulunmaması bu yöntemin, geleneksel olarak, “doğrudan finansman” yöntemi olarak adlandırılmasına da olanak vermektedir.

Piyasa kaynaklı finansmanda daha çok yatırım bankacılığı faaliyeti dışındaki kurumlarca yürütülen ve farklı amaçlara hizmet eden yan kurumların araçlarından ve çıktılarından yararlanılan dolaylı bir gözetim sürecinin yaşandığı kabulü bu çalışmadaki değerlendirmelerimizin çıkış noktasını ve temel bir kabulünü oluşturmaktadır.

Piyasa kaynaklı finansman, genellikle dikkate alınabilir bir faaliyet geçmişi bulunan, daha az sıklıkla da yeni faaliyete başlayacak veya henüz başlamış olan ve belli bir ölçeğin üstündeki şirketlerin fon elde etmek üzere başvurmasının mümkün olabildiği bir finansman yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Belli ölçek büyüklüğü, Aglietta ve Breton'un 2001 tarihli çalışmalarında¹⁶⁰ sözünü ettikleri “büyük sayılar kuralı”na işaret etmektedir. Piyasa kaynaklı finansman küçük tasarrufların büyük yatırımlara yönlendirilmesi konusundaki işlevi ve önemi dikkate alınarak bir toplulaştırma eylemine işaret etmektedir. Fon elde eden açısından büyük fonları verimli yatırımlara dönüştürebilme becerisine sahip olma gereği bir ölçek büyüklüğünü temel bir koşul olarak gerekli kılmaktadır. Piyasa kaynaklı finansmanda, kural olarak, piyasadaki çok sayıda ve belirsiz fon verenin tasarruflarını büyük yatırımlara yönlendiren kurumsal yapılar söz konusudur. Bu yapıların bir üretim veya ticaret şirketi ya da kolektif yatırım

kurumu (yatırım fonları gibi) olmasının bu aşamadaki analizimiz açısından bir önemi bulunmamaktadır. Fon elde eden açısından ölçek büyüklüğü gereğini piyasa kaynaklı (doğrudan) finansmanın temel koşullarından birisi olarak ele alacağız.

Fon elde eden açısından ele aldığımız ölçek büyüklüğü gereğinin karşılığında büyük ölçekli yatırımlar için bireysel servetlerin yeterli olmayacağı genel kabulünden yola çıkarak, görece küçük tasarruflarını nemalandırmak isteyen çok sayıda fon veren bulunmaktadır. Fon elde edenin ölçek büyüklüğü, ekonomideki sermaye kısıtı nedeniyle, çok sayıda fon sahibinin birlikte hareket ederek büyük ölçekli yatırımları finanse etmesini gerekli kılmaktadır. Tarihsel olarak da piyasa kaynaklı finansmanın ortaya çıkışı ve var oluşu bu gerekçelerle açıklanmaktadır.¹⁶¹

Bu çerçevede, piyasa kaynaklı finansman modeli çok sayıda ve küçük ölçekli tasarruf sahiplerinin fonlarının, bu tasarruf sahiplerinin her birinin ayrı ayrı finanse etme olanağı bulamayacakları ve ancak bu tasarrufların toplulaştırılması yoluyla topluca finanse edebilecekleri görece büyük ölçekli yatırımların finanse edilmesine yönlendirildiği bir süreci ifade etmektedir. Küçük ölçekli tasarruf varsayımı önereceğimiz gözetim modelinin gerekliliğinin doğru algılanması bakımından da önem arz etmektedir. Yukarıda Bölüm 1.4.6 ve aşağıda Bölüm 3.3'te de değinildiği üzere, büyük ölçekli tasarrufların sahibi, düzenleyici kurumların tanımları çerçevesinde, profesyonel ya da nitelikli yatırımcı olarak kabul görmekte ve küçük ölçekli tasarrufların sahipleri için öngörülen birçok koruma mekanizmasının bu büyük ölçekli tasarrufların sahipleri için uygulanması gerekmemektedir.

Bu durumda, yukarıda Bölüm 1.1 ve Bölüm 1.2'deki tespit ve önermelerimiz gereği, piyasa kaynaklı finansman modelinde, çok sayıda ve belirsiz fon verenin ihtiyaçlarına hitap eden bir bilgilenme ve gözetim sisteminin varlığını aramak gerekmektedir.

Bu noktada Aglietta ve Breton'un değerlendirmelerine geri dönersek; yazarlara göre, piyasa kaynaklı finansmanda, müşteriye özgü bilgi toplama ve analiz gücüne ve ayrıca banka içi ve bankaya özgü risk sınıflama becerisine dayalı yaklaşımın tersine, büyük sayılar kuralının geçerli olduğu bir standartlaştırma yaklaşımı ortaya

çıkılmaktadır. Esas olarak, bilgi işlem teknolojisindeki gelişmelerin sağladığı büyük sayıları işleyebilme ve istatistiksel sonuçlar üretebilme ve sınıflandırabilme imkânları piyasa kaynaklı finansmanın büyük önem kazanmasında temel etmen olarak görülmektedir. Piyasa kaynaklı finansmanda değerlendirme ve karar verme metodolojisi kamuya mal olmuş durumda ve nesneldir. Piyasadan fon talep eden kişi ile ilgili bilgiler herkese açık iken ve bunu işleme ve değerlendirme yöntemleri de herkes için aynı iken değerlendirme sonuçlarının aynı risk yapısını göstermesi beklenir. *“Bu yüzden, değerlendirme sürecinde, bankalar bir özgüleme mantığı kullanırken, piyasalar homojenleştirme mantığından yararlanmaktadır.”*¹⁶²

Böylece, eski sistemde mümkün veya kârlı olmayan birçok finansal işlem, piyasa sisteminde, yapılabilir olmaktadır. Önceden birçok özel borcun değerlemesi yapılabilir değilken, bilgi işlem teknolojisinin de yardımıyla, bu mümkün hale gelmekte; menkul kıymetler paketlenerek türev araçlarla ilişkilendirilip tezgâh üstü piyasalarda alım-satıma konu olmaktadır. Böylece risk çeşitleri tek bir paket içinde harmanlanarak veya uygun bir bileşim oluşturularak fiyatlanabilir ve üzerinde işlem yapılabilir olmaktadır. Farklı risk türlerini paketleyerek menkul kıymetleştirme işlemine tabi tutan finansal araçlar risk homojenleştirme sürecinin bir parçası haline gelmiş olmaktadır.¹⁶³

Likidite bu analizde önemli bir yer tutmaktadır. Aglietta ve Breton’un yaklaşımları ile eski sistemde banka likidite sağlama görevini üstlenmiş iken, yeni sistemde piyasaların likiditesi oldukça önem kazanmaktadır. Likidite ihtiyacının karşılanması piyasanın işleyişine bırakıldığında piyasada alım-satıma konu varlıkları değerleyebilmek için yeterli ve uygun bir bilgi setinin ve bilgi akışının sağlanıyor olması gerekmektedir. Bu da bizi, Aglietta ve Breton’un analizine götürmektedir.

“Likidite baskısı altında, varlıkların değerlemesinde ve risklerin belirlenmesinde ortaya çıkan bu iki yönlü homojenleştirme süreci, piyasadaki yatırımcılar açısından, kurumsal yönetim düzenlemelerinde, şirkete ait bilginin ve yönetim uygulamalarının standartlaştırılmasını gerektirmektedir. Şirketler, bilginin en kısa sürede yayımlanması yoluyla, genel olarak piyasaya yönelik bir

şeffaflık idealine tabi tutulmakta ve bu da hisselerin aynı anda çok sayıda yatırımcı tarafından alım-satıma konu edilebilmesi sonucunu doğurmaktadır. Bunun etkisi, bu sürece kendini kaptıran şirketler bakımından artan bir dalgalılık (volatilite) şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ancak, menkul kıymet borsalarına kesintisiz bir şekilde ulaşan her türlü şirket bilgisinin aşırı bolluğu şirketlerin gelecek performansına ilişkin anlamlı değerlendirme olanağı verecek bir garanti sağlamamaktadır. Bilginin dağılımındaki dengesiz (asimetrik) yapı analiz etmekte olduğumuz aksaklıklara (malfunction) yol açmakta ve aynı zamanda işlem yapılan bütün piyasalara ulaştırılan bilgi (information) ilgili olduğu ekonomik süreçler hakkında daha iyi bilgi birikiminin (knowledge) de garantisi olmamaktadır. Yatırımcıların zihinleri, ellerindeki menkul kıymetlerin kısa vadedeki satış değeri ile meşgul olduğu takdirde de bu menkul kıymetlerin içsel getirileri (intrinsic return) ile ilişkili olabilecek bilginin önemini anlamaya çalışmak için hiçbir gerekçeleri kalmamış olmaktadır. Artık önemli olan tek şey, her piyasa katılımcısının piyasaya kesintisiz akmakta olan herkese açık bilgiye karşı diğer katılımcıların nasıl bir tepki vereceklerini tahmin etmesinden ve böylece piyasa oyuncularının kendi aralarındaki fikirlerin karşılıklı etkileşimini tahmin etmekten ibaret olmaktadır.”^{*,164}

Aglietta ve Breton’un bu değerlendirmeleri, aşağıda Bölüm 3.4’teki değerlendirmelerimiz açısından da önem taşımaktadır. Yazarların çok doğru bir şekilde işaret ettikleri gibi, piyasa kaynaklı finansmanda piyasalara sürekli olarak akmakta olan bilgiden yararlanma gücü, yapılan yatırımın ve yatırımcının ölçeğinin küçülmesi ölçüsünde azalmaktadır. Öyle ki, oldukça büyük yatırımcılar ve yatırımlar için bile çok hızlı bir şekilde akmakta olan bilgiyi kullanmak, uzmanlaşma gerektiren bir insan gücünün ve teknik altyapının varlığını zorunlu kılmaktadır. Çok sayıda bilgi kanalından

* Orijinal metinde, bu son cümlede, yazarların, ‘piyasa oyuncularını’ şeklinde çevirdiğimiz ifade için “market players” ve “karşılıklı etkileşim” şeklinde çevirdiğimiz ifade için “interplay” kelimesini kullandıklarını belirtmek isteriz. Kanaatimizce, ifadelerde bu kelimelerin tercih edilmesi, menkul kıymet alım-satım işlemlerinin giderek bir karşılıklı oyun haline geldiği vurgusunun yazarlarca yapılmak istendiği şeklinde yorumlanmalıdır.

akan bilgi, edinilmiş olsa bile, bu bilgilerin işlenmesi ve kullanılır hale getirilmesi yatırım fonları ve ortaklıkları gibi kurumsal ve menkul kıymet yatırımı amaçlı yapılarda bile özel bir yapılanmayı ve harcamayı gerekli kılmaktadır. Aglietta ve Breton'un da işaret ettikleri gibi, piyasa kaynaklı finansmanda piyasaya akan bilginin yoğunluğu, dağınıklığı ve zaman zaman aşırılığından kaynaklanan bilgi işleme sorunları temel bilginin kullanılamaz olması ve piyasada menkul kıymet alım satımı işiyle yoğun olarak uğraşanların birbirlerinin karar ve davranışlarını gözleme ve öngörmeye yönelmeleri sonucunu doğurmaktadır. Bu durum açık bir bilgisizliğe işaret etmektedir. Şöyle ki, bu durumda yatırım kararları şirket hakkında bilgiden çok piyasa katılımcılarının davranışlarına dayalı hale gelmektedir. Dolayısıyla, neyin alınıp satıldığının önemi azalmakta ve başkalarının alım-satım karar ve beklentilerinin baskın olduğu bir karar süreci oluşmaktadır.

Bu değerlendirmelerden yola çıkarak vurgulamak istediğimiz husus, piyasa kaynaklı finansmanın mevcut kurumsal yapısı ve işleyiş mekanizmaları itibariyle etkin bir bilgilendirme ortamını sağlamadığı ve bu yüzden de, mevcut yapısı itibariyle, piyasa kaynaklı finansmanda etkin bir gözetim sürecinden söz etmenin mümkün olmadığıdır.

Piyasa kaynaklı finansmanda bilgi konusunu temel bilgi üreticisi şirket bakımından da ele almak gerekmektedir. Yukarıdaki paragraflarda vurguladığımız ölçek büyüklüğü gereği, bilgi üreticisi şirket bakımından da ortaya çıkmaktadır. Kanaatimizce, belli bir ölçeğin üstünde olma gereği, esas olarak, fon sağlayacak olan kesimlerin tam ve doğru bilgilendirilmesini sağlamak için gerekli ön çalışmaların yapılmasının bu finansman yönteminden faydalanacak olan şirkete bırakılmasından kaynaklanmaktadır. Bu yargının temelindeki gerekçe, bilgi üretme maliyetlerinin yüksekliği ile ilgilidir. Başka bir bakış açısıyla, bilgi toplama, işleme ve değerlendirme maliyetlerinin ve gözetim faaliyeti kapsamında bu maliyetlerin süreklilik arz etmesinin sonucu olarak fon talep eden bakımından olduğu kadar talep edilen fon bakımından da belli bir büyüklüğe ulaşılması zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Aksi halde, yukarıda Bölüm 1.6.1'de bireysel nihaî yatırımcının gözetim ihtiyacını kısıtlayan durumların, gözetim yapma görevini üstlenmesini öngördüğümüz finansal aracı bakımından da ortaya çıkması söz konusu olacaktır. Aynanın tersi bir görüntüyle, piyasalardan fon

talep eden kesimlerin katlanacakları bilgi ve gözetime ilişkin maliyetler bakımından da bilgi ve gözetim maliyetlerinin katlanılabilir veya ihmal edilebilir olacağı bir proje büyüklüğüne veya talep edilen fon büyüklüğüne ulaşılması gerekliliği ortaya çıkacaktır. Ticarî bankacılıkta kredi talebinde bulunan bir şirket veya proje sahibi, finansal durumunu gösteren finansal raporlar ile birlikte varsa teminat olabilecek varlıklara ilişkin belgeleri bankaya teslim ettikten sonra, esas olarak, başka bir bilgi üretmesine gerek kalmamaktadır. Banka tipi finansman modelinde kredi talep eden hakkında bilgi toplama görevi, ilke olarak, ticarî bankaya düşmektedir. Piyasa kaynaklı finansman modelinde bu bilgi üretme ve toplama görevi, bu yöntemi kullanmanın getirilerinin elde edilmesinden çok daha önceden başlayan bir süreçte fon talep edecek şirkete veya proje sahibine ait olmaktadır. Bu bilgi hazırlama süreci, uygulamada, zaman ve para maliyeti yüksek bir süreç olarak gerçekleşmektedir.

Bilgi üretme ve toplama maliyetlerinin, esas olarak, banka kaynaklı finansmanda ticarî banka ve piyasa kaynaklı finansmanda fon talep eden tarafından üstlenildiği kabul edildiğinde, üretilen veya toplanan bilginin fon talep edene ilişkin bilgi olması, bankayı fon talep edene kıyasla daha az avantajlı bir durumda bırakmaktadır. Fon talep edenin kendisi hakkında bilgi üretmesi çok daha kolay ve çok daha düşük maliyetli olacağına göre, piyasa kaynaklı finansmanda kendi hakkında bilgi üretmek ve toplamak durumundaki fon talep eden, banka kaynaklı finansmanda fon talep eden hakkında bilgi üretmek ve toplamak durumunda olan bankaya kıyasla daha avantajlı bir durumda olmaktadır.

Doğrudan finansman yönteminin kullanılması halinde katlanılan maliyetlerin genellikle banka kaynaklı finansman modeline kıyasla daha düşük olmasında, bilgi hazırlama maliyetlerinin ihmal edilemeyecek bir etkisi bulunmaktadır. Şöyle ki, banka kaynaklı finansman modelinde bilgi toplama maliyetlerinin büyük ölçüde ticarî banka tarafından üstlenilmesi ticarî bankaya altyapı, personel ve bazı ek işlem maliyetleri yüklemektedir. Bu maliyetlerin sabit kısmının değişken maliyetlere kıyasla oldukça yüksek olması ticarî bankayı sürekli bir maliyet baskısı altında tutmakta ve görece daha yüksek maliyetlere katlanması sonucunu doğurmaktadır. Görecelilik kıyaslamamız, esas olarak, piyasa kaynaklı finansman iledir. Bu geniş maliyet farkı

aralığı piyasa kaynaklı finansman yöntemine başvurulmasının en açıklayıcı gerekçesi olarak ele alınabilir.

Ticarî bankanın mevduat-kredi faiz aralığının* görece geniş olmasının en belirleyici sebebi ticarî bankanın sabit maliyetlerinin yüksekliğidir. Bankanın sabit maliyetleri faaliyeti için gerekli gayrimenkul ve iletişim alt yapısı ve personel giderleri yanı sıra merkez bankasında tutulması zorunlu olan karşılıklar ve banka kasasında günlük işlemler ve mevduat geri çekişleri için hazır bulundurulması gereken, gelir getirmeyen paranın alternatif maliyetini de kapsamaktadır. Rezerv maliyeti olarak ifade edebileceğimiz merkez bankası karşılıkları ve kasa rezervleri toplamının alternatif maliyeti banka öz sermayesinin oransal büyüklüğü ile ters orantılı olacaktır. Şöyle ki, bankanın kredi hacmini artırabilmek için dış finansmana, diğer bir deyişle mevduata duyacağı ihtiyacın yüksekliği rezerv maliyetlerini yükseltecektir.¹⁶⁵ Bankanın mevduat/özkaynak oranının yüksek olması bankada ahlakî tehlike sorunu ve buna ilişkin maliyetleri de artıracaktır. Mevduat/özkaynak oranının yüksekliği banka yöneticisinin aşırı risk alma tercihini yükselten bir durumdur.

Doğrudan finansman yöntemi olarak bilinen piyasa kaynaklı finansman yöntemi girişimcilerin ve şirketlerin daha düşük maliyetlere katlanarak başvurabildikleri bir yöntem olarak kabul edilmektedir. Bu sonucun ortaya çıkmasında etkili olduğunu iddia edeceğimiz faktörlerden birisi bilgilenme ve gözetim maliyetleri ile ilgilidir. Yukarıdaki alt bölümde açıklandığı üzere, banka kaynaklı finansman yönteminde, girişimci veya şirket veya proje hakkında bilgi üretme ve toplama yükümlülüğü esas olarak finansal aracı olarak rol üstlenen bankanın üzerinde kalmaktadır. Piyasa kaynaklı finansman yönteminde, girişimci veya şirket veya proje sahibi hem kendisine ait bir bilgiyi üretmenin kolaylığından kaynaklanan tasarruf olanaklarını kullanmakta ve hem de kendisi hakkındaki bilgileri mümkün olduğu kadar ham (işlenmemiş) bir şekilde sunmaktadır. Değerlendirmelerimizin temelini oluşturacağından, bu son iki konu üzerinde biraz daha ayrıntılı durmak faydalı olacaktır.

* ‘Mevduat-kredi faiz aralığı’ ile ifade ettiğimiz kavram “net faiz marjı” veya “faiz spread’i” olarak da adlandırılmaktadır.

Şirket olarak ifade edeceğimiz piyasa kaynaklı finansmanın fon talep eden, piyasaya fon talebi ile gelmeden önce kendi finansal durumu, varlıkları ve yükümlülükleri, geleceğe ilişkin üretim, satış vs. beklentileri, yönetim yapısı gibi konulardaki bilgileri hazırlamak durumundadır. Bu bilgi hazırlama sürecinin bankanın aynı şirket hakkında bilgi üretme sürecinde yüklendiği maliyete kıyasla, piyasa kaynaklarından fon talep edecek şirkete daha düşük bir maliyet yüklediğini kabul edeceğiz. Bu durum, piyasa kaynaklı finansmanda bilgi üretiminde bir avantaj olarak karşımıza çıkmaktadır.

Piyasa kaynaklı finansmanda, şirket, ürettiği ham bilgi üzerinde hemen hemen ek bir işlem yapmadan, kullanıcılara aktarmakla bilgi üretme sürecini tamamlamış olmaktadır. Bu durum, yıllık finansal tablo ve raporların üretimi veya piyasaya şirket tarafından düzenli olarak yapılması gereken açıklamaların veya duruma bağlı olarak yapılması gereken açıklamaların mümkün olduğu kadar yorum ve değerlendirme içermeden, ham haliyle kullanıcılara aktarılması gereğinin de bir sonucudur. Örneğin, şirketin yeni bir sözleşme ile büyük tutarlı bir ürün satış taahhüdüne girmesi, kamuya açıklanması gereken bir durum ise, bu açıklamanın herhangi bir yorum ve değerlendirme içermeden yapılması piyasadaki fon talep eden şirketten beklenen olağan bir davranıştır.

Bu iki özellik, bilgilenme ihtiyaçları bakımından, piyasa kaynaklı finansmanın ayırıcı özelliği olarak ele alınabilir. Banka kaynaklı finansmanda, bankanın başkası hakkında bilgi üretme ve elde etme zorunluluğundan kaynaklanabilecek sorunlar ve ortaya çıkacak maliyetler, ilke olarak, piyasa kaynaklı finansmanda bilginin üreticisi durumundaki fon talep eden şirket bakımından ortaya çıkmayacaktır. Aynı şekilde, bankanın başkası hakkında ürettiği veya elde ettiği bilgiyi yorumlama ve değerlendirme zorunluluğu piyasa kaynaklı finansmanda şirketin kendisi hakkındaki bilgi bakımından bile aranan ve beklenen bir davranış değildir. Aksine, piyasa kaynaklı finansmanda, şirket tarafından üretilen kendisi hakkındaki bilginin yorum ve değerlendirme içerecek bir şekilde kamuya açıklanması hukukî düzenlemelerde açıkça yasaklanmış bazı sonuçların ortaya çıkması tehlikesini taşımaktadır. “Bilgi manipülasyonu” olarak adlandırılan, şirket hakkındaki bilgilerin yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz şekilde

açıklanması sermaye piyasaları belirli bir gelişme düzeyinin üstündeki bütün ülkelerde yasaklanmış ve yaptırımlara bağlanmıştır.¹⁶⁶ Kötü niyetli bilgi açıklamalarını önlemeye yönelik bu yasaklamalar piyasalardan fon elde eden şirketler tarafından yapılacak özel durum açıklamalarının da temel esaslarından birisini oluşturmaktadır.* Piyasalardan fon elde etmiş şirketlerin yapmak zorunda oldukları özel durum açıklamaları da yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz olamayacağından, bunlarda da şirket hakkındaki olay ve durumların gerçek durumları itibariyle, açık ve net bir şekilde kamuoyuna açıklanması esastır. Bu düzenlemeler, piyasa kaynaklı finansman sisteminde, piyasalardan fon talep eden şirketlerin kendileri hakkında kamuya açıkladıkları bilgilerde mümkün olduğu kadar yorum ve değerlendirmelerden kaçınılması sonucunu doğurmaktadır.

Piyasadan fon talep eden şirketin, mümkün olduğunca işlenmemiş olarak kamuoyuna duyurduğu bilginin işlenmesi, piyasa kaynaklı finansmanda, şirket dışındaki kurumlar ve bizzatihi fon arz eden nihaî yatırımcının kendisi tarafından yerine getirilmektedir. İşlenmemiş olarak kamuoyuna sunulan bilginin işlenmesi sürecinde yer alan kurumlar birbirinden görece farklı, ancak birçok açıdan birbirini tamamlayan görevler üstlenmektedirler. İlke olarak, fon arz eden tasarruf sahibinin nihaî yatırım kararı kendisine ait olmakla birlikte, tasarruf sahibi bu karara ulaşırken, piyasa kaynaklı finansman sisteminin bilgiyi işleyen kurumlarının ve süreçlerinin sağladığı hizmetlerden doğrudan veya dolaylı olarak faydalanmaktadır.

Piyasa kaynaklı finansmanda fon verenin bilgilenmesine yönelik düzenleme yaklaşımı, genel olarak, fon aktarım işlemi gerçekleşmeden önce, fon elde edenin kendisi ve faaliyetleri hakkında, karar verme sürecinde fon verene yardımcı olacak bilgileri sağlaması esasına dayanmaktadır. Fon verenin bilgilenmesini sağlayacak temel araç veya yöntem “izahname” ya da “prospektüs” tabir edilen ve fon elde edenin durumu ve faaliyetleri hakkında oldukça ayrıntılı bilgileri içeren belgenin isteyenlerin ulaşabileceği şekilde hazır bulundurulmasıdır. Teknolojik gelişmenin sunduğu olanaklar izahname ve diğer bilgi kaynaklarına elektronik ortamda ulaşılabilmesine olanak

* Özel durum açıklamaları konusunda, ileri sürdüğümüz çerçevenin daha iyi anlaşılması bakımından, Avrupa Birliği düzenlemeleri ile uyumlu olarak hazırlanmış olan, Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: VIII No: 54 *Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği*, Seri: VIII No: 57 *İhraç Ettiği Sermaye Piyasası Araçları Bir Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıkların Özel Durumlarının Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği* ve Seri: VIII No: 54 Tebliğ uyarınca çıkarılan “*Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği Çerçevesinde Hazırlanan Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber*” yardımcı olabilir.

verdiğinden, düzenlemeler, bu bilgilerin şirket tarafından elektronik ortamdaki bilgi sistemine (Türkiye’de KAP, ABD’de EDGAR, İngiltere’de GABRIEL gibi merkezi sistemler yanı sıra şirketlerin kendilerine ait elektronik ortamlara) aktarılmasını sağlayarak fon verenlerin bilgiye elektronik olarak kolay ulaşımını sağlamaktadır. Teknolojinin bu olanakları sağlamasından önceki düzenlemeler, şirketlerin prospektüsü bastırarak kendilerine ait yerlerde ve aracılık görevi yapacak kurumlarda fon verenlerin incelemesi için hazır bulundurmasını gerekli kılmaktaydı. Henüz piyasaya çıkarılmamış bir borç senedi veya hisse için belirsiz kişilere, alım-satım işlemi öncesi, doğrudan bilgi verme zorunluluğu söz konusu olamayacağından, bu senetleri almak isteyenlerin bilginin bulunduğu veya kamuoyuna sunulduğu yerde bu bilgiye ulaşmaları gerekmektedir. Bu durumun, piyasa kaynaklı finansman yönteminde, işlem maliyetlerini artırıcı etkisini dikkate almamız gerekmektedir. Finansal araçlar, yaygın şube ağları ve fon elde etme amacındaki şirketlere kıyasla daha kolay ulaşılabilir olmaları bakımından, bu anlamda, işlem maliyetlerini azaltıcı etkide bulunmaktadır. Prospektüsün bastırılması ve şirket merkezi ve aracılık yapacak kurumda incelemeye hazır bulundurulması bugün de geçerli bir kural olmakla birlikte, elektronik bilgi ortamları, şirketçe sunulan bilgilere fon verenin daha kolay ulaşabilmesi olanağı vermektedir.

Bilgiye ulaşma amacındaki fon verenin yükünü azaltan bir araç olarak elektronik ortamlar, bilginin aranması, edinilmesi, incelenmesi, doğrulanması süreçlerinde ve değerlendirme sürecindeki karar aşamalarında fon verenin bilgilenme sorununu tam olarak çözmüş olmamaktadır. Piyasa kaynaklı finansmanda bilgi, her durumda, fon verenin araması, elde etmesi, incelemesi, doğrulaması gereken bir gözetim malzemesidir. Bilginin aranması, elde edilmesi ve incelenmesi, fon verenin özelliklerine bağlı olarak değişen bir derece ile fon verene maliyetler yüklemeye devam edecektir. “Kurumsal yatırımcı” olarak adlandırılan yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, emeklilik fonları gibi faaliyet konusu portföy işletmeciliği olan kurumlar bile şirketlerce kamuoyuna sunulan bilginin aranması, elde edilmesi ve incelenmesi süreçlerinde her bir şirkete ilişkin ek bir maliyete katlanıyor olacaklardır.

Şirket tarafından kamuya açıklanan ve fon verme durumundaki tasarruf sahibi (birey veya kurum) tarafından aranması, elde edilmesi ve incelenmesi tamamlanan bilginin doğrulanması da etkin bir gözetim sürecinin gereği olarak ele alınmalıdır. Tartışmasız kabul etmek gerekir ki, fon veren ile fon elde eden arasındaki dengesiz bilgi dağılımı ve bundan kaynaklanan sorunlar, çıkar çatışmasının varlığını veri bir durum olarak kabul ettiğimizde, doğrulanmamış bilginin kullanılabilme olanaklarını azaltmaktadır. Bu bakımdan, şirketin açıkladığı bilginin doğrulanması gözetim sürecinin zorunlu bir adımı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Kamuya açıklanacak bilginin üretilmesi ve doğruluğuna ilişkin sorumluluklar nihaî olarak fon talep eden şirkete ait olmak kaydıyla, piyasa kaynaklı finansmanda aracılık yüklenimi görevi üstlenen finansal kurumlara, bu bilgiye ilişkin doğrulama sorumlulukları yüklenebilmektedir. Fon verene sunulan bilginin doğruluğuna ilişkin olarak, finansal aracıya düzenlemelerle yüklenen sorumluluklar finansal aracının kendi eylem ve fiillerinden kaynaklanan olumsuz sonuçlarla ilgilidir. Diğer bir deyişle, finansal aracı, aracılık işlemi kapsamında hazırlanan izahname ile ilgili olarak, kendi yapması gereken iş ve işlemleri yapmakta dikkatsiz ve özensiz davrandığı veya kasten zarara yol açacak işlemler yaptığı takdirde finansal aracıya sorumluluk yüklenmesi mümkün bulunmaktadır.* Finansal aracının izahname kapsamındaki görevi bir doğrulama sürecini içermemektedir. Bilginin doğrulanması finansal raporlama kapsamındaki bilgilerle sınırlı olarak bir bakıma bağımsız denetim hizmeti ile ilişkilendirilebilmektedir. Bağımsız denetimin gözetim süreci bakımından konumu aşağıda Bölüm 1.6.3.2’de ele alınmaktadır.

Dolayısıyla, aracılık yüklenimindeki görevleri kapsamında bilgi doğrulaması yer almadığından ve hatta bilginin incelenmesi görevi de esas olarak finansal araçılara ait olmadığından, finansal araçıların gözetim görevi tamamlanmış olmamaktadır. Diğer bir deyişle, piyasa kaynaklı finansman modeli bakımından mevcut kamuyu aydınlatma

* Türkiye’de Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu’nun bu kapsamdaki düzenlemeleri, ABD’de 1933 ve 1934 tarihli menkul kıymetler kanunları ve düzenleyici otoritenin bu kapsamdaki düzenlemeleri, Avrupa Birliği’nin Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) düzenlemesi finansal araçıların sorumlu tutulabilmesi için kasta varan derecede dikkatsizlik ve özensizlik aramaktadır.

sistemi içinde, finansal aracılardan gözetim görevinin tanımı ve uygulamadaki işleyişinde temel aksaklıklar bulunmaktadır.*

Piyasa kaynaklı finansmana ilişkin düzenlemeler bilginin doğrulanması işlemlerini bağımsız denetim ve derecelendirme süreçlerine bırakmış bulunmaktadır. Şirket hakkındaki bilgiler için bir dış kontrol mekanizması olarak ele alabileceğimiz bağımsız denetim ve derecelendirme yanı sıra, kurumsal yönetime ilişkin kurallar daha çok bir iç kontrol mekanizması işlevi görmektedir. Şirket bilgisine ilişkin olarak bu şekilde ayrıştırılabileceğimiz iç kontrol ve dış kontrol mekanizmaları yanı sıra kamuyu aydınlatmaya ilişkin kurallar birçok bilginin bu gibi kontrol mekanizmalarının süzgecinden geçmeden şirket tarafından kamuya açıklanmasını gerekli kılmaktadır.

Bu çerçevede, piyasa kaynaklı finansman sisteminde fon arz eden tasarruf sahibinin nihaî yatırım kararına ulaşmasında yardımcı olan kurum ve süreçler şunlardır: i) derecelendirme (rating) süreci ve derecelendirme kurumları, ii) bağımsız denetim süreci ve bağımsız denetim kurumları, iii) kamuoyuna açıklanan bilgi kaynakları, iv) iyi yönetim (kurumsal yönetim) ilkeleri ve buna ilişkin hukukî çerçeve. Bu kurum ve süreçler, fon verenin ihtiyaç duyacağı gözetime hizmet edebilme olanakları bakımından, aşağıda ayrı başlıklar halinde değerlendirilmektedir.

1.6.3.1. Derecelendirme ve Gözetim

“Kredi derecelendirme” (rating) hizmeti, şirketlerin, devletlerin ve birçok finansal aracın batma veya ödenmeme olasılığına ve zarar beklentilerine yönelik olarak tarafsız görüş oluşturma işlemidir. Bu kredi derecelendirmelerinden yatırımcılar, borç alanlar, menkul kıymet ihraç edenler ve düzenleyici kurumlar yarar sağlar ve finansal piyasalarda önemli bir rolü vardır.¹⁶⁷

* ABD’de SEC Başkanı Mary Schapiro’nun, 17 Mart 2010 tarihinde, Lehman Brothers’ın batışından 30 ay sonra anlaşılmış olan usulsüzlüklerle ilgili olarak ABD Temsilciler Meclisi Finansal Hizmetler Komitesi önünde verdiği ifadeden sonra yaptığı açıklamada sarf ettiği, Lehman Brothers’ın batışındaki süreçte SEC’nin, kamuyu aydınlatma ve denetleme mantığı nedeniyle, gerçekten önleyici bir düzenleyici kuruma dönüşmesi için donanımının eksik olduğuna işaret eden sözleri (bu sözlerin orijinali şöyledir: *the SEC was "ill-suited, because of our disclosure and enforcement mentality, to really convert to being a prudential regulator."*) bu bakımdan çarpıcı bir örnek oluşturmaktadır. (Kaynak: **SEC on Lehman Oversight: Not Good Enough**, by Fawn Johnson, The Wall Street Journal, March 18 2010, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704743404575127521800628924.html?KEYWORDS=schapiro> Erişim: 27.10.2010)

Son yıllarda önem kazanmaya başlayan “kurumsal yönetim derecelendirme” hizmeti ise şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyini ve derecesini ölçen bir puanlama sistemine dayanarak şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun değerlendirilmesini içermektedir.

Bu tanımların açıkladığı derecelendirme faaliyeti, piyasa kaynaklı finansman sisteminde, fon arz edenlerin bilgilenme ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olarak, ondokuzuncu yüzyılın ikinci yarısında başlayarak yirminci yüzyılın başlarında yoğunluğu ve yaygınlığı artan bir bilgi toplama ve yayma faaliyetinin finansal gelişmelerin yönlendirdiği tarihsel süreçte aldığı şekli ifade etmektedir. Halen faaliyet gösteren derecelendirme kurumlarından olan Standard & Poor’s şirketinin geçmişi, 1860’ta Henry Varnum Poor’un ABD’deki demiryolları ve su kanalları ile ilgili veri ve bilgileri içeren yayınları ile başlamaktadır. Günümüzdeki hisse senedi ve şirket analizlerinin öncülleri niteliğindeki bu analizlerden yola çıkarak, derecelendirme faaliyeti, zaman içinde şirketlerle ilgili veri ve bilgilerden istatistiksel bilgiler çıkarılmasına ve 1916’dan başlayarak da şirketlere ait borçlanma senedi derecelendirmesine ve devamında belediyelerce ve devletlerce çıkarılan borçlanma senetlerinin derecelendirmesine doğru gelişmiştir.

Standard & Poor’s şirketinin web sitesinde (www.standardandpoors.com) kredi derecelendirmeleri hakkında şu ifade yer almaktadır: “*Kredi derecelendirmeleri yatırımcıların tahvil ve diğer sabit getirili menkul kıymetleri satın alma kararı verirken kullanabilecekleri birçok araçtan bir tanesidir.*” Bu cümle, kredi derecelendirme hizmetini veren şirketin kendi hizmetinin amaçladığı kullanım alanını tespit ve ilan etmesi bakımından önem arz etmektedir. Çok temel olarak, derecelendirme süreci, piyasa kaynaklı finansman sisteminde borç vermek isteyenlerin borç talep edenlerle ilgili olarak karar almalarına yardımcı olabilecek birçok araçtan birisini sağlamaktadır. Dolayısıyla, derecelendirme süreci, piyasa kaynaklı finansmanda borçlanma senetlerine yatırım kararlarının alınmasına yardımcı olmayı hedeflemektedir. Bu hizmetin ve kurumlarının ortaya çıktığı ülke olan Amerika Birleşik Devletleri’nde hemen hemen hiçbir düzenlemeye tabi olmadan çok uzun yıllar boyunca faaliyet göstermiş olan derecelendirme kurumları 2007 yaz aylarında başlayan dünya finansman krizi ile

birlikte hem verdikleri hizmetlerin kalitesi ve tarafsızlığı ve hem de derecelendirme hizmetinin kendisinden beklenen faydaları sağlayıp sağlamadığı sorgulamaları ile karşılaşmaya başlamışlardır. Düzenleyici kurumlar, yaşanan krizin de etkisiyle, derecelendirme kuruluşlarının düzenlenmesi ve denetlenmesi bakımından yeni girişimlerde bulunmaya başlamışlardır. Uluslararası Sermaye Piyasası Kurumları Örgütü (IOSCO) Teknik Komitesi bu konudaki çalışmalarını hızlandırarak 2003 Eylül ayında ilk kez duyurduğu “Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Faaliyetlerine İlişkin İlkeler Beyannamesi”ni Mayıs 2008’de gözden geçirerek “Kredi Derecelendirme Kurumlarının İş Yapma Kurallarının Esasları”¹⁶⁸ başlıklı metin halinde yayımlamıştır. ABD’de “*derecelendirme kurumları ile ilgili yasal düzenleme yokluğundan kaynaklandığı kabul edilen sorunların çözümü*”¹⁶⁹ için kredi derecelendirme kurumlarını ilk kez düzenleyen “2006 tarihli Kredi Derecelendirme Kurumu Reform Kanunu”^{*} 2 Ekim 2006 tarihinde kanunlaşmıştır. Bu kanun, ABD’de ilk kez, kredi derecelendirme kurumlarını ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu (Securities and Exchange Commission - SEC)’na kayıtlı olmaları halinde “ulusal kabul görmüş istatistiksel derecelendirme kurumu” (nationally recognized statistical rating organization) olarak tanımayı sağlayan bir düzenleme getirmektedir.

Piyasaların bilgilendirme ihtiyacından kaynaklanan bir hizmet olarak ortaya çıkan ve gelişen kredi derecelendirme faaliyeti, tarihsel süreç içinde, şirketlerin, belediyelerin, devletlerin finansman maliyetlerini belirleyen önemli bir referans aracı haline gelmiştir. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde özellikle borçlanma araçlarına yönelik yatırım kararlarında derecelendirme notu oldukça önemli ve temel bir değerlendirme ve karar verme aracı haline gelmiştir.

ABD’de ve IOSCO bünyesinde son yıllarda kredi derecelendirme kurumlarının düzenlenmesine yönelik girişimler doğrudan derecelendirme hizmetini düzenlemek yerine bu hizmeti veren kurumların düzenlenmesi ile dolaylı olarak hizmet düzenlemesine yönelmektedir. Bizim, bu alt bölümdeki yaklaşımımız, kurumlardan daha çok derecelendirme hizmetinin kendisi ile ilgili olarak, gözetim amaçları

^{*} P.L. 109-291 Credit Rating Agency Reform Act of 2006, çıkardığı menkul kıymetler yüksek yatırım derecesi taşıyan Enron ve WorldCom gibi devasa şirketlerin 2000’li yılların başlarında peş peşe batması üzerine kredi derecelendirme kurumlarının düzenlemeye tabi olmamasının yarattığı kaygıların bir sonucu olarak gündeme gelmiştir.

bakımından sonuçlara ulaşmak amacını taşımaktadır. Değerlendirmelerimiz, aksi belirtilmedikçe, kredi derecelendirme süreci kadar kurumsal yönetim derecelendirme sürecini de kapsayacak şekilde olacaktır. Kurumsal yönetim ve gözetim ilişkisi aşağıda Bölüm 1.6.3.4’te ayrıca ele alınacaktır.

Her iki derecelendirme süreci, çok basit olarak, derecelendirme kurumları tarafından belirlenen ve/veya referans alınan ilke, kural ve yöntemler kullanılarak, derecelendirme kurumlarına özgü bir derecelendirme gösterge çizelgesi (skalası) yoluyla değerlendirme sonuçlarının duyurulmasını içermektedir. Derecelendirme kurumları tarafından kullanılan gösterge çizelgeleri harflerden (AAA, BA gibi) veya harf ve rakam karmalarından (A1, BA1 gibi) ya da sadece rakam dizilerinden (1, 2, ..., 9, 10 gibi) oluşabilmektedir. Bu gösterge çizelgesi uygulaması, derecelendirme sürecinde yapılan analiz ve değerlendirmelerin belirli standart ölçülere indirgenmesini (standartlaştırılmasını) gerekli kılmaktadır. Derecelendirme sürecinin bünyesinde yer alan bütün bilgi unsurlarının, değerlendirme, analiz ve puanlama çalışmalarının tek bir gösterge çizelgesi notuna indirgenmesi dolayısıyla, derecelendirme notunun vermek istediği bilginin derecelendirme sürecinin içerdiği bütün bilgi kümesini ve yargılama unsurlarını tam olarak yansıtmama riski taşıdığı hususu önemle dikkat çekmek istediğimiz temel bir konudur.

Kanaatimizce, çok geniş bir bilgi setinin duyarlı analiz yöntemleri ile değerlendirmeye tabi tutulması ile ulaşılan sonuçların sade ve standart bir ölçü notuna indirgenmesi bu ölçüme ilişkin çizelgenin gözetim amaçlarına hizmet edebilme özelliğini yaralamaktadır. Temel olarak, standartlaştırma ihtiyacından kaynaklanan bu durum ile, istatistikî bir dağılımda ortalamadan sapmaların tamamen göz ardı edilmesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Çünkü derecelendirme notu aynı nota sahip şirketler arasında bir olasılık dağılım bilgisi içermemekte ve derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları bilgiler arasında dağılıma ilişkin sonuçlar yer almamaktadır. Teorik olarak, aynı derecelendirme notuna sahip şirketlerin, dağılıma bağlı olarak değişecek sayıda bölümünün, bu notun temsil ettiği ortalama değer in sağında ve solunda yer alan derecelendirme notlarına sahip olması beklenmelidir. Dağılımın bir yöne baskın olma olasılıklarını göz ardı ederek normal dağılım özelliklerini gösterdiği kabul edildiği

durumda bile, derece notları ortalamadan sapma gösteren şirketlerin sayıları ve bu farklılığın ortaya çıktığı borçlanma ve bilânço büyüklükleri ihmal edilemeyecek düzeyde olacaktır. Enron ve WorldCom örnekleri, aynı derece notuna sahip şirketler arasında bu şekilde sapma gösteren örnekler olsa gerektir. Eğer durum bu ise, kredi derecelendirme sisteminin sağladığı derece notlarının açıklayıcı ve bilgilendirici özelliği büyük bir sakatlığa uğramış olmaktadır. Nitekim özellikle bu gibi olayların üst üste ve yoğun olarak ortaya çıkmasından sonra başlayan ve bu olayların tetiklediği düzenleme çalışmaları bu istatistikî sapmaların piyasaları rahatsız edici sonuçları olduğu yönünde düzenleyici kurumlarda oluşan kanaatin açık göstergesidir.

1980'lerden başlayarak finansal piyasalarda yeni bir finansman yöntemi olarak yaygınlaşan menkul kıymetleştirme (securitization)* uygulamalarının tutsat (mortgage) piyasalarındaki ve şirketlere yönelik borçlanma piyasalarındaki hacmi ve 2007 ilkbahar aylarından itibaren özellikle ABD ve İngiltere tutsat ve kredi piyasalarında gözlenen dalgalanma ve zararlar kredi derecelendirme kuruluşlarının sorumluluğunu gündeme getirmiş ve bunu araştırmaya yönelik üst düzey komite çalışmaları başlatılmıştır.¹⁷⁰ Konu, 2007 yılının ortalarında başlayan finansal krizin derinleşmesi ve yaygınlaşması karşısında, genel olarak piyasaların ve tüm kurumların düzenlenmesi ölçeğinde tartışılmaya devam edilmektedir. Menkul kıymetleştirme uygulamalarının bu gelişmeler üzerindeki etkileri de geniş olarak ele alınan ve araştırma konusu yapılan bir husustur.[†]

Pratik olarak, bu gelişmelerin gösterdiği şudur ki kamuoyundaki ve düzenleyici kurumlardaki zımnî kabul, piyasalardaki fon aktarımlarının günümüzde geldiği noktada, finansal araçların karmaşıklığının da beslediği bilgi dağılımı dengesizliği[‡] sonucunda oluşan gözetim ihtiyacının karşılanmasında, derecelendirme kuruluşlarının da önemli

* ABD'de düşük dereceli borçlanma senetleri için aktif bir piyasa oluşturulmasına ve menkul kıymetleştirme yoluyla bu piyasalardaki hacmin ve katılımın artmasına ön ayak olan, daha sonra içerden öğrenenlerin ticareti dâhil bir dizi suçlamayla hapis cezası alan ve düzenleyici kurumla (SEC) vardığı uzlaşma sonucunda menkul kıymet piyasalarından ömür boyu yasaklanan Michael Milken'in 'sermayenin demokratikleşmesi' olarak nitelediği menkul kıymetleştirme uygulaması daha başka çalışmalarda da (örn. Thomas Friedman, **The Lexus and the Olive Tree**, Anchor Books, New York, USA, 2000, s. 53 vd.) benzer nitelemeyle 'finansın demokratikleşmesi' olarak değerlendirilmiştir.

† Konunun güncelliği dolayısıyla, gün geçtikçe konu ile ilgili yeni çalışmalar ortaya çıkmaktadır. <http://www.ssrn.com> internet adresinde güncel çalışmalara ulaşılabilir.

‡ Finansal araçların karmaşıklığının beslediği bilgi dağılımı dengesizliği ile kast edilen husus, son yıllarda özellikle türev araçların ve yapılandırılmış finans (structured finance) yöntemlerinin gelişmesiyle birlikte finansal araçların aldığı şeklin, sıradan tasarruf sahipleri bir yana, eğitilmiş yatırımcıların bile risk hesaplamasında yeterli olmadıkları bir hale gelmiş olmasına yol açan süreçtir. Bu durum, piyasalar için gerekli bilginin *de facto* karmaşıklığı nedeniyle, mevcut bilgi dengesizliği düzeyinin artması sonucunu doğurmaktadır.

bir sorumluluk sahibi olması gerektiği yönündedir. Nitekim SEC'nin ve IOSCO Teknik Komitesi'nin düzenlemelerinde ve hazırlık çalışmalarında, kredi derecelendirme kuruluşlarının dengesiz bilgi dağılımını önlemeye yönelik işlevleri konusu özel olarak vurgulanmaktadır. Burada, kredi derecelendirme kuruluşlarından beklenen, bir bağımsız ve tarafsız göz olarak şirketlerin gözetimini yapmak ve sonuçları hakkında bu bilgi kullanıcılarına bağımsız, profesyonel bir görüş sunmaktır. Kuşkusuz ki, derecelendirme kuruluşlarından beklenen gözetim rolü, fon akımında yer alan başka bir finansal aracının yürüteceği gözetim rolünden farklı olmak durumundadır. Derecelendirme kuruluşlarının belli bir finansman işleminin ardından o işlemin gerektirdiği gözetim işini yapmaları söz konusu olmadığından, bu kurumlardan beklenen, daha çok, borçlanma piyasalarındaki risklerin genel olarak ve ilgili şirketteki gelişmelerin gözetimi ve olası sıkıntılar öncesinde piyasa katılımcılarının ve düzenleyici kurumların gerekli önlemleri almalarını sağlayacak bir derecelendirme notu veya uyarı açıklamakla ilgilidir.

Derecelendirme kuruluşları için açık bir şekilde farklılık arz eden gözetim rolünün, menkul kıymet araçları, bankalar, sigorta şirketleri, kurumsal yatırımcılar gibi farklı araçlar için de birbirinden değişik ölçülerde farklı bir nitelik taşıyacağı kabul edilmektedir.

2007 yılı ortalarında başlayan ve 2008 yaz aylarında yoğunlaşan dünya kredi ve finansman krizi ile ilgili değerlendirmeler ve tartışmalar kapsamında kredi derecelendirme kurumlarının verdikleri derece notlarının yanlış bilgilendirme ve yönlendirme etkisi yaratıp yaratmadığı önemli bir gündem maddesini oluşturmaktadır. Derecelendirme kurumlarının şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak verdiği notların ABD Anayasasında yer alan “düşünce özgürlüğü” maddesi (First Amendment) kapsamında olup olmadığı konusu bu tartışmaların sıcak konularından biri haline gelmiştir. Daha çok derecelendirme kurumlarının itibar ettiği ve bazı hukuk profesörlerinin de katıldığı bu görüşe göre, derecelendirme kuruluşlarının kamuya açıkladığı derecelendirme notları gazetecilerin ve akademisyenlerin yaptıkları değerlendirme ve yorumlardan farklı değildir. Bazı mahkeme kararlarına göre de, derecelendirme kuruluşlarının açıkladığı notların gerçek ve iyi niyetli değerlendirme

olmadığı iddiasındaki tarafın bu yüksek veya düşük not açıklamasının açık bir kötü niyetle yapıldığını da ispat etmesi gerekmektedir. ABD sermaye piyasaları düzenleyici ve denetleyici kurumu da, incelemelerinde, derecelendirme kuruluşlarının kötü niyetli ve kasti bir şekilde yanlış not açıklamaları yapıp yapmadığını veya çıkar çatışması yaratan durumlarda belli bir kesimin (örn. bu derecelendirmelere dayanarak para kazanma peşinde olan yatırım bankalarının) çıkarına olacak şekilde yanlış kararlar alıp almadığını araştırmaktadır.¹⁷¹

Ayrıca, kredi derecelendirme hizmetine ilişkin piyasanın oligopolistik bir yapı gösterdiği gerçeğinden hareketle, piyasa rekabetinin fiyat rekabeti şeklinde ortaya çıktığına ve bunun da kalite sorunlarını ortaya çıkardığına ilişkin örneklerin çok olduğu da dile getirilmektedir. Derecelendirme piyasasının yapısı itibarıyla sürekli ve kapsamlı gözetim^{*} in var olduğu algılamasının ortaya çıkma olasılığının da oldukça fazla olduğu ve sistemin yapısal olarak sürekli bir gözetim görevini yerine getirme özelliklerine sahip olmadığı ifade edilmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşlarının kâr amaçlı kuruluşlar olarak faaliyet gösteriyor olmaları bu sonuçların en önemli sebeplerinden birisi olarak değerlendirilmektedir. Kâr amacı, kredi derecelendirme hizmetine ilişkin oligopolistik piyasa yapısında, ürün çeşitlendirmesinin de söz konusu olmaması nedeniyle, düşük maliyet - düşük kalite yaklaşımı sonucunda, verilen hizmetin kalitesinde zaaf yaratabilecek niteliktedir. Örneğin, ABD’de 2000 yılının başlarında Moody’s Investors Service unvanlı kredi derecelendirme kuruluşu “teminatlı borç sözleşmeleri”nin (CDO – collateralised debt obligations) tamamen tutsat (mortgage) kredileri ile teminatlandırıldığı durumda en yüksek kredi notunu (AAA) vermeme politikası güdüyordu. Bu politika Moody’s derecelendirme kuruluşunun uzun yıllardır takip ettiği teminatı homojen tek bir üründen oluşan menkul kıymetler için en yüksek kredi notu vermeme şeklindeki “çeşitlilik puanı” (diversity score) olarak adlandırılan ilkesinin bir gereği idi. Ancak, aynı dönemde piyasada oligopolistik yapının diğer iki önemli aktörü olan S&P ve Fitch unvanlı kredi derecelendirme kuruluşlarının böyle bir politikası ve uygulaması yoktu. Bu durum Moody’s tarafından derecelendirmeye tabi tutulan tutsata dayalı CDO’ların tutarının hızla azalmasına yol açmaktaydı. Tutsata dayalı CDO

* Burada, İngilizce “supervision” teriminin karşılığı olarak “sürekli ve kapsamlı gözetim” ifadesini kullanmaktayız.

piyasaının giderek büyümekte olması ve derecelendirme gelirleri içindeki payının oldukça önemli hale gelmesi Moody's tarafından benimsenen “çeşitlilik puanı” politikasını şirketin kârlılığı ve rekabet olanakları bakımından sürdürülemez kılmaktaydı. Moody's 2004'te “çeşitlilik puanı” politikasını terk etti ve tutsata dayalı CDO derecelendirme hacmi hızla yükseldi. 2006'da, Moody's, toplam gelirlerinin yüzde 40 kadarını tutsata dayalı CDO derecelendirme hizmetlerinden elde etmekteydi.*

Kredi derecelendirme kuruluşlarının, başlangıçta yapılan derecelendirme ile ilgili sonradan yapacakları gözden geçirmelerin bir gözetim işlevi görüp görmeyeceği de dikkate alınması gereken bir konudur. Öncelikle, derecelendirme kuruluşları, derecelendirme ücretlerini, derecelendirme çalışmalarına başlamadan önce tahsil etmektedir. Aşağıdaki değerlendirmeler, hizmet ücretinin, menkul kıymeti derecelendirmeye konu olan şirket yerine derecelendirme notunu kullanan kişi veya kurumlardan alınması ve bu şekilde derecelendirme sonucunun abonelik yöntemiyle kullanıcılara ulaştırılması durumunda da değişmeyecektir. Derecelendirme hizmet ücreti bir kez alındıktan sonra, kredi derecelendirme şirketi açısından, bedeli tam olarak alınmış bir işe ilişkin ek çalışma yapılması kâr amacına uygun düşmemektedir. Derecelendirme notunu kullananlar açısından da, en yüksek derecelendirme notuna sahip bir menkul kıymete yapılmış bir yatırım için, notun düşürülmesine yol açacak çalışmalar için bir bedel ödemek hiçbir durumda tercih edilmeyecektir. Gerçekte daha düşük bir not verilmesi gerekiyor olsa bile, bu şekilde daha düşük bir not açıklanması, eldeki borç senedinin alım-satım fiyatında düşüşe yol açacağından, o senedi elinde bulunduranlar açısından kesinlikle istenmeyen bir durumdur. Aynı sonuç, borç senedini ihraç eden şirket açısından da istenmeyen bir durumdur. Çünkü ek borçlanmalar için daha yüksek faiz oranları söz konusu olmaya başlayacaktır. Sonraki derecelendirme veya gözden geçirmeler için bir bedel ödenmeyecek olsa bile, menkul kıymeti derecelendirmeye konu şirket bakımından, girdiği birçok sözleşmede derecelendirme notu bir şart olarak yer almaktadır. Bu şart sadece finansal sözleşmeler için değil;

* Sam Jones, “When Junk was Gold”, **Financial Times**, Oct. 18, 2008, p. 16, www.ft.com (Erişim: 29.09.2009). Bu yazı, çalışmamızda bu paragrafta yapılan değerlendirmelerin arka planı ile ilgili güzel bir anlatımı içermektedir. 28 Ekim 2009 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ABD Securities and Exchange Commission ve Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu işbirliği ile yapılan seminerde yaptığı sunumda bu yazıdan haberdar olmamızı sağlayan Dr. Kimberly J. Rodgers'a teşekkür borcumuz bulunmaktadır. Çalışmamızın bu paragrafı Dr. Rodgers'ın yaptığı sunumdan esinlenmiştir.

tedarik, satış sözleşmeleri gibi şirketin üretim kanalının başında ve sonundaki şirketlerle yapılan sözleşmeler bakımından da derecelendirme notu düşürülen şirket için daha büyük maliyetler demektir. Yapılacak not gözden geçirmesinin sıklığı arttıkça bu maliyetler artacaktır. Her bir sözleşmenin yeni not durumuna göre yeniden ele alınması hukuksal danışmanlık maliyetlerini ve ihtilafları artıracaktır. Bütün bu sonuçlar derecelendirmeye konu şirketlerin ve derecelendirme notunu kullananların isteyecekleri ve bekleyecekleri sonuçlar değildir.*

Kredi derecelendirme süreci ile ilgili bütün bu açıklamalarımız ve değerlendirmeler, kredi derecelendirme notunun açıklanması ve gözden geçirilmesini içeren derecelendirme süreçlerinin, piyasa kaynaklı finansman sisteminde ihtiyaç duyulan gözetim işlevine destek olmak bakımından oldukça zayıf ve doğası itibarıyla sakatlıklarla dolu olduğunu bize göstermektedir. Bu bakımlardan, derecelendirme hizmetinin piyasa kaynaklı finansmanın ortaya çıkardığı gözetim amaçlarına hizmet etme gücü zayıftır ve dengesiz bilgi dağılımı sorunlarını çözmede başarılı sonuçlar sağlaması beklenmemelidir.

1.6.3.2. Bağımsız Denetim ve Gözetim

Bağımsız denetim, şirketin finansal durumuna, gerçekleştirdiği işlemler ve faaliyetlere ve bunların sonuçlarına ilişkin olarak şirket finansal tablolarının gerçek durumu ve sonuçları yansıtıp yansıtmadığı konusunda görüş oluşturmak amacıyla, belirli denetim teknikleri uygulanmak suretiyle muhasebe ve finansal raporlama için belirlenmiş standart, ilke ve kurallara uygunluğu araştıran ve bu araştırma sonucuna ilişkin oluşan görüşü açıklayan bir faaliyettir. Daha doğru ifadesi “bağımsız dış denetim” olan bu faaliyet, denetimi yapanların şirket dışından olması gerekliliği ile ve bu “dış” olma gerekliliğine, asıl olarak, denetçilerin şirket yöneticileri veya ortak-yöneticileri ya da şirketin kendisi ile bir çıkar birlikteliği ilişkisi olmaması anlamını yükleyerek, denetçinin bağımsızlığını temel unsur olarak aramaktadır.

* Dr. Kimberly J. Rodgers, 28 Ekim 2009 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda ABD Securities and Exchange Commission ve Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu işbirliği ile yapılan seminerde yaptığı sunum. (Kendisi ABD Washington D.C.’de American University’de öğretim üyesi ve SEC’de kredi derecelendirme ile ilgili birimde uzmandır.)

Bağımsız denetim, kural olarak, belirli dönem (üçer aylık dönemler veya altışar aylık dönemler veya yıllık dönem ya da belirlenecek başka bir dönem) sonları itibariyle elde ettiği sonuçları raporlamakla birlikte, tanım itibariyle, ilgili dönem içinde süreklilik arz edecek şekilde planlanan ve yürütülen bir faaliyettir. Bağımsız denetimin sürekli bir faaliyet olması, bir işletmenin bütün faaliyetlerinin denetim standart ve ilkeleri çerçevesinde sürekli denetleme konusu olabilmesi gereğini doğurmaktadır. Gerçekten de bağımsız denetim, işletme finansal raporlarının işletmenin gerçek durumunu ve gerçek faaliyet sonuçlarını doğru ve dürüst bir şekilde yansıtır yansıtmadığına ilişkin görüş oluşturma çalışması olarak, işletmenin işlem ve faaliyetlerinin bir dış denetim gözlüğü ile sürekli olarak izlenmesine ve gözlenmesine işaret etmektedir.

“Bağımsız denetçi görüşü” olarak bilinen, bağımsız denetim raporunun görüş açıklama sayfasının görüşe ilişkin cümlesi, genel olarak, şu kalıba uygun bir cümledir: *“Görüşümüze göre, ilişikteki finansal tablolar, ABC A.Ş.’nin 31 Aralık 20XX tarihi itibariyle finansal durumunu, aynı tarihte sona eren yıla ait finansal performansını ve nakit akımlarını, (...) finansal raporlama standartları çerçevesinde doğru ve dürüst bir biçimde yansıtmaktadır.”** Bu cümle, yapılan denetim faaliyetinin sonucunu yansıtan ve dönem (cümlemizde “yıl”) boyunca süren bir çalışma sonrasında, denetlenen “şirketin finansal performansı” ve “nakit akımları” ile ilgili olarak, finansal raporlama standartları çerçevesinde bir doğruluk ve dürüstlük değerlendirmesi yapmayı gerektirmektedir. Bu değerlendirme raporlama dönemi boyunca süren bir gözetim sürecinin sonucunu yansıtmaktadır.

Bağımsız denetimin, denetim sonucunun ilgili olduğu dönem boyunca devam eden bir gözetim işlevini içerdiği yaklaşımı, bu çalışmada, bağımsız denetimin işlevi bakımından öne çıkaracağımız ya da öncelik vereceğimiz yaklaşım olacaktır. Bu yaklaşımı destekleyen ya da bu kabulden yola çıkan çok sayıda çalışma ve araştırma yapılmış bulunmaktadır.¹⁷²

* Sermaye Piyasası Kurulu’nca yayımlanan Seri: X No: 22 “Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ”in 15/B numaralı ekindeki örnek raporda yer alan bu cümle, bağımsız denetim raporlama tekniği bakımından genel kabul görmüş bir beyan tarzıdır. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: X No: 22 Tebliği’nin de Uluslararası Denetim Standartlarının çevirisi mahiyetinde olduğu Tebliğin içeriğinde de belirtilmektedir.

Yukarıda Bölüm 1.2’de işaret edildiği gibi, Jensen ve Meckling, 1976 tarihli çalışmalarında¹⁷³ bağımsız dış denetim faaliyetinin, şirket dışındaki ortağın ve şirkete borç verenlerin, yöneticinin veya yönetici-ortağın başlangıçta üzerinde uzlaştıkları kurallara uyumunu ve bağlılığını sağlamak üzere katlanacakları bir maliyet kaynağı olacağını belirtmektedirler. Öncelikle, bağımsız denetim maliyeti şirket dışındaki ortak veya şirkete borç veren tarafından değil, şirket tarafından üstlenilmekle, kural olarak, borç verenler ve şirket dışı ortaklar bağımsız denetim nedeniyle doğrudan bir maliyet üstlenmemektedirler. Dolaylı maliyetler bakımından, şirkete borç verenin elde edeceği getiri (faiz) oranında bağımsız denetimden kaynaklanan bir düşüş olması ispatı gerektirir bir konudur. Şirket dışı ortak bakımından yılsonunda oluşacak kârdan kendisine düşen payda bağımsız denetim maliyetinden kaynaklanan bir azalma olasılığı kabul edilebilir bir durum olabilir. Ancak, her durumda bağımsız denetim faaliyetinden fayda sağlaması beklenenlerin şirket dışı ortak ve şirkete borç verenler başta olmak üzere şirketle ilgili tüm çıkar grupları olacağı açıktır.

Öte yandan, bağımsız denetim faaliyeti borç veren veya şirket dışındaki ortak ile şirket yöneticileri arasında uzlaşılan kurallara uyumu sağlamaya yönelik bir hizmet niteliğinden daha çok, şirketle ilgili tüm kesimlere (tüm şirket paydaşlarına) hitap edecek şekilde, muhasebe ve finansal raporlama kurallarına uyumu araştıran bir hizmet niteliği taşımaktadır. Devlet, sendikalar, şirketle henüz ortaklık veya alacaklılık ilişkisi bulunmayan kişi ve kurumlar, şirkete mal ve hizmet satanlar, şirketten mal ve hizmet alanlar gibi şirkete borç verenler ve şirket ortakları dışında birçok kişi ve grup bu hizmetten fayda sağlamaktadır. Bağımsız denetim, muhasebe ve finansal raporlama ilkeleri tüm bu kesimlerin ihtiyaçlarına hitap edecek şekilde genel amaçlara hizmet etmek üzere tasarlanmaktadır.¹⁷⁴

Bağımsız denetim şirket muhasebe kayıtlarından finansal raporlara ulaşılması sürecinde muhasebe kayıt ve raporlarını hata, hile ve yanlışlardan arındırma ya da hata, hile ve yanlışın tespiti halinde bunu raporlamada dikkate alma ve denetçi görüşüne yansıtma davranışları ile finansal raporlama süreci ile sınırlı bir gözetim hizmeti vermekte ve bu gözetimin sonucunu denetçi görüşü ile kamuoyunun bilgisine sunmaktadır. Bağımsız denetim bu şekilde, ilke olarak dönem boyunca süreklilik arz

edecek şekilde, şirketin kayıt ve hesaplarının işletmenin gerçek faaliyet durumuna ve faaliyet sonuçlarına uygun olup olmadığını gözlemleyerek ve dönem sonunda hazırlanacak finansal tablo ve raporlara aynı gerçeklik içinde yansıtılıp yansıtılmadığını test ederek ulaştığı tespit ve sonuçları dönem sonunda hazırlayacağı rapor ile kamuoyuna açıklayan bir mekanizmayı ifade etmektedir. Böylece, bağımsız denetimden beklenen, dönem boyunca şirketle çıkar ilişkisi bulunabilecek kişi ve kurumlar adına yapacağı gözetim faaliyetinin sonuçlarını dönem sonunda kamuoyuna açıklaması olmaktadır.

Öte yandan, bağımsız denetim faaliyeti, çalışmamız kapsamında gözetim faaliyetinden beklenecek sonuçlardan birisi olarak kabul ettiğimiz şirket performansı ile ilgili bir sonuç veya yargıya ulaşma hedefi veya kaygısı içermemektedir. Bağımsız denetimin referans olarak aldığı finansal raporlama ve muhasebe standartları doğrudan şirket performansı ile ilgili bir yargı elde etmeyi hedeflememekte; ancak bu sonuca yönelik değerlendirmelerde yararlanılabilecek bilgileri de büyük ölçüde sağlamaktadır. Bağımsız denetim, hakkında görüş verilen finansal tabloların ve raporların doğruluğu, gerçeğe uygunluğu, tutarlılığı gibi konularda bir denetçi yargısını içermekte ancak şirketin performansı ve yöneticilerinin becerileri gibi konularda bir yargı oluşturmayı gerektirmemektedir. Bu gibi yargı ve sonuçlara ulaşmak, hakkında bağımsız denetçi görüşü verilmiş finansal raporlardan yararlanarak doğrudan fon verenin sorumluluğunda olan bir görev olarak kabul edilmektedir.* Bu çerçevede, kanaatimizce, kurgusu itibarıyla bağımsız denetim, çalışmamızda benimsediğimiz gözetim yaklaşımına hizmet edecek şekilde bir gözetim sonucu elde etmek bakımından uygun bir mekanizma oluşturmamaktadır.

Şirket yönetiminin performansını anlamaya yarayacak bilgilerin sunulması muhasebe ve finansal raporlama kuralları ve uygulamaları kapsamında değerlendirilmesi mümkün olabilecek bir konudur.† Muhasebe ve finansal raporlamanın yönetici

* Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile ilgili son zamanlardaki yaklaşımlarda şirket performansını da dikkate alan eğilimleri göz ardı etmemekteyiz.

† ABD’de muhasebe ve finansal raporlama standartlarının oluşturulması konusunda yetkili Federal Accounting Standards Board (FASB)’un ve ayrıca uluslararası muhasebe ve finansal raporlama standartlarının oluşturulması konusunda Avrupa Birliği tarafından da kabul görmüş olan International Accounting Standards Board (IASB)’un finansal raporlama standartları kapsamında şirket yöneticisinin pay sahiplerinin haklarını gözeterek şirketi yönetme becerisine (stewardship) ilişkin bilgi verme amacını vurgulayan düzenlemelerin ve bu yeni yaklaşımın

performansı konusunda bilgilendirme gücünü geliştirecek ve olgunlaştıracak düzenleme ve uygulamaların varlığı, bağımsız denetimin kendi standartları ve dolayısıyla kendine özgü iş yapma kuralları gereği, bağımsız denetimin bu çalışmada esas aldığımız gözetim amaçlarına hizmet edecek bir mekanizma olarak kabulüne imkân vermemektedir. Bunun yanında, bağımsız denetimin sürekli gözetim mekanizmasının bir unsuru ya da bir parçası olduğu kabul gören bir görüştür.¹⁷⁵

Anlaşılabacağı üzere, bağımsız denetimin sağladığı hizmetin kamuoyuna sunulduğu ancak dönem sonunda gerçekleşmekle ve dönem boyunca sürekli olması beklenen bağımsız denetim hizmetinin bulgularının dönem sonundan önce açıklanmasına izin veren bir mekanizma olmamakla, bağımsız denetim ancak sonuçları gecikmeli olarak alınabilen bir gözetim sürecini ifade edebilmektedir. Finans piyasalarında bilginin doğruluğu yanı sıra zamanında edinilmesine yönelik ihtiyaç bağımsız denetimin, elde edilen gözetim bilgisinin sunulması ile ilgili kurallar dolayısıyla sürekli gözetim amaçlarına uygunluğunu sakatlamaktadır. Böylece, dönem boyunca üretilen gözetim bilgisinin ancak dönem sonunda kamuya mal olabilmesi bağımsız denetimin, bu çalışmada benimsediğimiz çerçevede bir gözetim faaliyetine hizmet edebilme gücünü oldukça zayıflatmaktadır.

Bu yaklaşımla, bağımsız denetimin bir gözetim işlevi de içerdiğini tartışmasız kabul etmekteyiz. Ancak bu gözetim sonucunun oldukça gecikmeli bir şekilde kamuoyuna açıklanabilmesi ve çalışmamızda benimsediğimiz gözetim yaklaşımının özelliklerine ve amaçlarına uygun bir kurgusunun olmaması gibi sebeplerle bağımsız denetimin sürekli gözetim amaçlarına hizmet bakımından eksik bir durumu ifade ettiği kanaatini taşımaktayız. Bu konuyu aşağıda yeniden ele alacağız.

ABD'deki Enron şirketinin 2001 yılı sonlarındaki batışında payı olduğu iddiaları ve haberlerinin yayılmasıyla aynı yıl kapanan ve bağımsız denetim piyasasından çekilen Arthur Andersen olayı bu eksiklik durumu bakımından tarihi ve çarpıcı bir örnektir. Arthur Andersen olayı bağımsız denetimin kalitesi ile ilgili

değerlendirildiği bir çalışma olarak (Joachim Gassen, “Are Stewardship and Valuation Usefulness Compatible or Alternative Objectives of Financial Accounting”, **SFB 649 Discussion Paper 2008-08**, March 2008, Berlin, Almanya, <http://sfb649.wiwi.hu-berlin.de/papers/pdf/SFB649DP2008-028.pdf> Erişim: 31.03.2010)’a bakılabilir.

soruların gündeme gelmesine ve konu hakkında çok sayıda çalışma ve araştırmaya vesile olmuştur.¹⁷⁶

Bu kapsamda, Jiraporn, 2006 tarihli çalışmasında¹⁷⁷, denetim yaptıracak şirketlerin Arthur Andersen (AA) öncesi ve sonrası bağımsız denetim firması seçimlerini bağımsız denetimin kalitesi ile ilişkilendirerek ele almaktadır. Jiraporn'un çalışmasında, AA kötü denetim yapan bağımsız denetim firmasını temsil etmekte ve bu kötü denetçi ile birlikte en büyük 6 bağımsız denetim firması* arasında yapılan tercih analiz edilmektedir. Jiraporn, ABD borsalarında hisseleri işlem gören şirketler ve (hepsi AA öncesi dönem için) 1993, 1995, 1998, 2000 yılları ve (AA sonrası dönem için) 2002 yılı için 3.769 gözlem üzerinde tek değişkenli istatistikî analiz ve regresyon analizi uygulamaktadır. Jiraporn'un yaklaşımı temsil sorununun şiddetine bağlı olarak iyi ve kötü denetim firması arasında bir bağlantının bulunup bulunmadığı sorusuna dayanmaktadır. Temsil sorunlarının ağırlığı veya temsil maliyetlerinin yüksekliği hisse senedi sahiplerinin haklarının kısıtlanmasına doğrudan bağlı kabul edilmektedir. Şirkette pay sahiplerinin haklarının kısıtlanmış olması halinde yöneticilerin pay sahiplerinin zayıflığını kötüye kullanarak kendi faydalarını artırmaya çalışmaları beklenecektir. Dolayısıyla pay sahibi haklarının güçlü olması temsil sorunlarını ve temsil maliyetlerini azaltan bir durum olarak kabul edilmektedir.¹⁷⁸ Jiraporn, bir kurumsal yönetim endeksini esas alarak yaptığı sayısal çalışmada, düşük kurumsal yönetim endeksine sahip ve dolayısıyla zayıf pay sahipliği hakları sunan şirketlerin kötü bağımsız denetçiyi (Arthur Andersen) seçme eğilimlerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Faaliyet alanları düzenlenmiş olan piyasalarda faaliyet gösteren şirketlerin de (finans şirketleri ve kamu hizmeti şirketleri) daha yüksek düzeydeki pay sahipliği haklarının baskısı ile kötü bağımsız denetçiyi seçme eğilimlerinin düşük olduğu ortaya çıkmaktadır. Jiraporn, değerlendirmelerinde, finans şirketleri ve kamu hizmeti (utility) şirketleri üzerindeki kamu denetimini piyasa gözetiminin alternatifi olarak ele almakta ve kamu denetiminin pay sahipliği haklarının yerini dolduracak bir etki ortaya çıkardığını kabul etmektedir. Jiraporn'un bu sonuç ve değerlendirmeleri

* Arthur Andersen piyasadan çekilmeden önce 6 Büyükler (6 Big) olarak adlandırılan bu gruba Arthur Andersen'den başka şu bağımsız denetim şirketleri dâhildir: 1) Ernst & Young, 2) KPMG, 3) Coopers & Lybrand, 4) Deloitte Touche 5) Price Waterhouse. 1998'de Price Waterhouse ile Coopers & Lybrand'ın birleşmesi ile PriceWaterhouseCoopers şirketi oluşmuştur. AA'dan sonra kalan en büyükler Dört Büyükler (4 Big) olarak adlandırılmaktadır.

Ağustos 2002’de Arthur Andersen’in denetim piyasasından çekilmesinden önceki dönemi kapsamaktadır.

Anonim şirketlerle ilişkilendirilebilecek modern finans tarihi, sürekli bağımsız denetime tabi olup yanlış finansal raporlama yapan ve/veya finansal durumu oldukça kötü olduğu halde bağımsız denetçiler tarafından haklarında olumlu görüşler verilen şirket örnekleriyle doludur. 2000’li yılların başlarından itibaren, bunların en dikkati çekenleri olarak, Amerika Birleşik Devletleri’nde Enron, Global Crossing, WorldCom, Adelphia Communications, HealthSouth, McKesson, Tyco, Xerox, Qwest gibi sayısı 100’ü aşan şirket vakası, İtalya’da Parmalat, Hindistan’da Satyam Computer Services, Türkiye’deki birçok banka, medya grubu şirketleri ve kamu imtiyazına sahip şirket vakası bu şirketler dünyanın en büyük bağımsız denetim firmalarının sürekli denetimleri altında iken gerçekleşmiştir.

Bağımsız denetimin söz konusu olduğu bu tür şirket skandallarının büyüklü küçüklü örneklerini çoğaltmak mümkündür. Yukarıda saydığımız örneklerin ortak özelliği basit muhasebe hatası ve hatta muhasebe hilesinden de öte, dolandırıcılığa kadar varan suçlar kapsamında, zimmet, rüşvet, evrakta sahtekârlık, örtülü kazanç aktarımı, kamuoyuna yalan ve yanlış açıklama yapma, kamu otoritelerine yalan beyanda bulunma gibi çeşitli suçları içermeleridir.

2009 yılı başında ortaya çıkan Satyam Computer Services vakasında, şirketin genel müdürü ve yönetim kurulu başkanı olan şahıs, olayın ortaya çıktığı tarihte 1 milyar ABD Dolarından fazla bir tutara ulaşan bir rakamı dünyanın en büyük iki ayrı bağımsız denetim firmasının farklı yıllarda sürekli denetimleri altında iken, yıllarca, kamuoyunun yanısıra şirket yönetim kurulu üyelerinden ve şirketin büyük ortaklarından da gizleyebilmiştir. Gizlenen durum, nakit olarak ve bankada var olduğu raporlanan bu paranın var olmadığı gerçeğidir. Finansal tablolar konusunda görüş açıklayan bağımsız denetçinin denetime tabi tutması ve doğrulamasını yapması beklenen ilk kalem olan “kasa ve banka” başlıklı bilânço kaleminin yıllarca şirket içinden birisinin bilgisi ve iradesi ile yanlış raporlanmış olması, bağımsız denetimin işlevselliği açısından, bu vakadaki en çarpıcı husustur.

Bu şekilde, çok büyük suçlara ortak olarak veya çok büyük muhasebe hilelerini ve suç oluşturacak eylemleri tespit edemeyen bağımsız denetim faaliyetinin şirkete borç verenlerin ve şirket dışı ortakların gözetim ihtiyaçlarına hitap edebildiğini iddia etmek mümkün olmayacaktır. Bu gibi suç oluşturan işlem ve fiillerin gözetim yapan bağımsız denetim ekibi tarafından tespit edilememiş olması süreklilik göstermeyen arızî durumlar olarak değerlendirilebilir.

Bu bölümde yukarıda da açıklandığı üzere, bağımsız denetimin gözetim amacına hizmet edebilmesi, bağımsız denetim sonucunun gecikmeli ortaya çıkışı nedeniyle temel olarak sakatlık içermektedir. Bağımsız denetim olay sonrası bir faaliyettir. Diğer bir deyişle, bağımsız denetim faaliyeti olaylar gerçekleşmeden önce olumsuzlukları veya aykırılıkları tespit ederek hızlı bir raporlama sistemi ile ilgililere aktarma işlevi olan bir faaliyet değildir. Bağımsız denetim faaliyeti, olaylar ve işlemler gerçekleştikten ve tamamlandıktan ve kayıtların yapılmasından sonra durumu tespit eden ve olaylar, işlemler ve kayıttan çok daha sonra, gecikmeli olarak, tespit ve sonuçları raporlayan bir sistemdir. Bu gecikmeli bilgilendirme, şirkete borç veren ve şirket dışındaki ortak açısından gözetimden beklenen faydayı sağlamamaktadır. Bilgilendirme, birçok durumda, zararın oluşmasından ve geri dönüş olanağının kısmen veya tamamen ortadan kalkmasından sonra gerçekleşmektedir. Bu durum, şirket dışı ortağın veya şirkete borç verenin zarara katlanmış olmasını önlememekte ve genellikle tazmin olanağı da ortadan kalkmış olmaktadır.

Bağımsız denetim faaliyetinin, denetime konu şirketin sürekli gözetimine yönelik bir rol üstlenmesi de bağımsız denetim ilkeleri bakımından kabul edilebilir bir durum değildir. ABD’de sermaye piyasalarını düzenleyici kurum (SEC) tarafından bağımsız denetçinin “müşteri şirketin sürekli gözetimi işlevini”^{*} görecek hizmetler vermesi veya işlemlere girişmesi denetçinin bağımsızlığını ortadan kaldıran, dolayısıyla bağımsız denetçinin kesinlikle kaçınması gereken bir faaliyet olarak ele alınmaktadır.¹⁷⁹ ABD’de bir kamu kurumu görüşü olarak uygulamayı yönlendiren bu kural genel olarak bağımsız denetçinin bağımsızlığı bakımından önem verilen bir konudur. Avrupa Birliği düzenlemeleri de bağımsız denetçinin bağımsızlığı ilkesi gereği olarak, denetlenen

^{*} ongoing monitoring function for the audit client

şirkete verilecek denetim-dışı hizmetlerde çıkar çatışması sonucunu yaratacak işlemlerden kaçınılmasını gerektirmektedir. Denetlenen şirketin sürekli gözetimi sonucunu verecek eylem ve işlemler, kural olarak, bağımsızlık ilkesi ile bağdaşmamaktadır.¹⁸⁰

Bu çerçevede, bağımsız denetim faaliyetinin etkin bir gözetim aracı olarak kabul edilebilme olanağı bulunmamaktadır. Bağımsız denetim, şirket ortaklarının ve şirkete borç verenlerin bilgilenme ihtiyaçlarına ancak oldukça gecikmeli olarak cevap veren ve dengesiz bilgi dağılımı sorununun çözümünde kendisinden beklenen etkin işlevi gösteremeyen bir hizmet olarak kabul edilmelidir.

1.6.3.3. Kamuya Açık Bilgi Kaynakları ve Gözetim

Piyasa kaynaklı finansman sisteminde fon elde eden şirketlerin kendileri ile ilgili bilgileri ve verileri kamuya açıklamalarının belirli usul ve yöntemleri bulunmaktadır. Bu usul ve yöntemler hukukî düzenlemelerin gereklerinden kaynaklanıyor olabildiği gibi piyasa katılımcılarının yıllar içinde oluşturdukları uygulamaların yerleşik hale gelmesinden de kaynaklanabilmektedir. Bu usul ve yöntemleri aşağıdaki başlıklar halinde ele alabiliriz* :

i) şirketin menkul kıymetlerini piyasada ilk satışında açıklanan bilgiler

Şirketlerin menkul kıymetlerini ilk kez halka arz etmeleri sırasında kamuoyuna açıkladıkları izahname (prospektüs) içinde şirketin geçmişteki, izahname tarihindeki ve gelecekteki finansal durumunu anlamaya ve değerlendirmeye yarayacak ayrıntılı bilgilere yer verilmesi gerekmektedir. İzahname, şirketi ilk kez piyasa katılımcıları ile tanıştıracak bir bilgi seti olarak şirketin finansal durumu, projeleri, üretim ve pazar olanakları, yönetimi gibi hemen hemen her konuda bilgi içerecek şekilde hazırlanmaktadır. İzahname, piyasa katılımcıları için şirketle ilgili olarak oldukça önemli ve temel bir bilgi kaynağıdır.

* Bu çalışmada, kamuyu aydınlatma kapsamında yatırım danışmanları ve analistlerin bu sürece etkileri konusuna girilmemiştir. Ayrıca, kamuyu aydınlatma uygulamalarının ticarî sır konusuyla ilgisi de bu çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur.

Şirketlerin, tahvillerini ve hisse senetlerini halka satarken faaliyetleri hakkında tam ve doğru bilgileri açıklamak zorunluluğu İngiltere’de 1844 yılında çıkarılan bir kanunla¹⁸¹, Amerika Birleşik Devletlerinde 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933) ile ve Türkiye’de 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilmiştir. Önceleri şirketlerin isteğine bağlı olan ilk halka arzda bilgi açıklama gereği, çok katılımlı piyasaların gelişmesi ve yerleşmesi sürecinde her biri kendi başına bilgi toplama gücü ve becerisi olamayacak piyasa katılımcılarının bilgilenme ihtiyaçlarına cevap vermek üzere hukukî düzenlemelerle ve ilgili düzenleyici kurumların duruma müdahaleleri ile sağlanır hale gelmiştir.

Özellikle ABD’de 1929 bunalımına yol açan ve bunalımla da beslenen çok sayıda şirket batışına ve diğer ülke tahvilleri dâhil borç senetlerinin ödenmemesine giden yolda yalan, yanlış bilgidен veya hiç bilgi açıklanmamasından dolayı çok sayıda servet yok olmuştur. ABD’de Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu (SEC)’nun kuruluş gerekçelerinden birisi bu şekilde bilgi eksiklikleri ve bilgisizliğin kötü kullanımı ile gerekçelendirilmektedir. Türkiye’de de 1981 yılında gerçekleşen yoğun banker krizi Sermaye Piyasası Kanunu’nun çıkarılışındaki temel etmenlerden birisi olarak dikkate alınmaktadır.

Günümüz sermaye piyasalarındaki geçerli hukuksal düzenlemeler gereği olarak, menkul kıymetlerin ilk halka arzında, izahname şeklinde bilgi açıklanması şirketin doğrudan finansman piyasalarına girişi için gerekli ön şartı oluşturmaktadır. İzahnamede tam ve yeterli düzeyde bilgi açıklaması olmadan menkul kıymetlerin halka arzını gerçekleştirme olanağı yoktur.

ii) şirketlerin yapmak zorunda oldukları süreli ve düzenli açıklamalar

Menkul kıymetleri halka arz edilen şirketler, düzenli aralarla finansal tablo ve raporlarını kamuya açıklamak zorundadır. Bunların bazılarının bağımsız denetimden geçirilmesi gerekli olabilirken, bazıları için herhangi bir denetim zorunluluğu getirilmemiş olabilmektedir. Bu kapsamda, üç, altı ve dokuzar aylık ve yıllık finansal tablo ve rapor açıklamaları sayılabilir. Genellikle altışar aylık ve yıllık finansal raporlamaların bağımsız denetim raporlaması ile birlikte yapılması istenmektedir.

iii) şirketlerin özel durumlarda ve gerektiğinde yapmak zorunda oldukları açıklamalar

Halka açık şirketlerin faaliyet ve işlemleri ile ilgili olarak ortaya çıkan ve genellikle şirketin hisse değerini etkileyebilecek önemde olan olay, işlem ve gelişmelerin ortaya çıktığında açıklanma zorunluluğu bulunmaktadır. Şirketin piyasalarda alınıp satılmakta olan menkul kıymetlerinin değerini etkileyebilecek durum, gelişme ve olaylar hakkında kamuoyuna bilgi verilmesi ve açıklama yapılması hukukî düzenlemelerin ve düzenleyici kurumların uygulamalarının bir gereği olarak ortaya çıkmaktadır.*

iv) şirketlerce, analistlerin veya şirkete fon verenlerin talebi halinde yapılan açıklamalar

Piyasa kaynaklı finansmanda, içerden öğrenenlerin ticareti (insider trading) düzenlemeleri, ilke olarak, kamuya açıklanmamış bir bilginin şirket içinden veya şirket dışından birisi tarafından kazanç elde edilecek şekilde kullanılmasını yasaklamaktadır. Bu yasaklamanın çizdiği sınır dışında kalmak kaydıyla, şirket ortakları ve bunların yanı sıra menkul kıymet analistleri (ya da finansal analistler) veya fon ve portföy yöneticileri şirketin kamuya açıklanmış bilgileri veya diğer işlem ve faaliyetleri ile ilgili daha ayrıntılı bilgi edinebilmektedirler. Menkul kıymetlerini halka satarak piyasalardan kaynak temin etmiş şirketlerde bu gibi taleplere cevap vermek üzere “yatırımcı ilişkileri” veya “ortak ilişkileri” gibi adlarla özel birimler kurulması ve bu amaca yönelik hizmet verecek personel tahsis edilmesi giderek yaygınlık kazanan bir uygulama haline gelmektedir. Düzenleyici-denetleyici kurumlarca yapılan düzenlemelerin de bir gereği olarak, şirketler bünyesinde, bu şekilde özel birimler kurulması yoluna gidilmektedir.†

Piyasa kaynaklı finansmanda bilgi kaynakları, bu bilgiye ihtiyaç duyan veya bilgiyi kullanmak isteyenlerin bilgiye ulaşmak için bir çaba harcamasını gerektirmektedir.

* Bu konuya yukarıda Bölüm 1.6.3’ün ilk bölümünde değinilmiştir.

† Ülkemizde, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 19.03.2008 tarihinde Resmî Gazetede yayımlanan Seri: IV No: 41 Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliği ile “payları borsada işlem gören ortaklıklarda pay sahipliği haklarının kullanılması konusunda faaliyet gösteren, yönetim kuruluna raporlama yapan ve yönetim kurulu ile pay sahipleri arasındaki iletişimi sağlayan pay sahipleri ile ilişkiler biriminin oluşturulması zorunlu” tutulmuştur.

Şirketin açıkladığı bilgiler, ilke olarak, herhangi bir değerlendirme ve yorum içermeyen, işlenmemiş bilgilerdir. Bilgiyi kullanmak isteyen beklenen, bu bilgileri kendi ihtiyacına hizmet edecek şekilde işleme tabi tutarak yorumlanabilir ve değerlendirilebilir bir hale getirmektir. Bu yorumlama ve değerlendirme süreci, eğitim ve tecrübe gerektiren bir süreçtir. Şirketler tarafından kamuoyuna duyurulan bilgilerin yorumlanması ve değerlendirilmesi buna ilişkin usul ve teknikler hakkında bilgi sahibi olmayı, her bir bilgi unsurunun diğer şirketler ve piyasa ile ilişkisini ve etkileşimini değerlendirebilecek bilgi donanımına sahip olmayı gerekli kılmaktadır. Bu usul, teknik ve bilgi donanımı ihtiyacı, bilgileri analiz edecek olan kişide ortalama bir tasarruf sahibinin sahip olması beklenen niteliklerin çoğu kez yeterli olmadığı bilgi ve becerilerin bulunmasını gerekli kılmaktadır. Bu çerçevede, ortalama bir tasarruf sahibi Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmalarında¹⁸² “menkul kıymet analisti” tabir ettikleri bir uzman kişinin hizmetine ihtiyaç duyar hale gelmektedir. Tasarruf sahibi ya bu uzman kişinin sahip olması beklenen en az bilgi düzeyinde bir eğitim ve tecrübe kazanmalı veya “analiz” işini tümüyle bu uzman kişiye bırakarak onun vereceği hizmetten fayda sağlamalıdır. Uzman kişi olarak menkul kıymet analisti, ortalama tasarruf sahibinin yerine geçerek, şirketin kamuya açıkladığı bilgileri ve ihtiyaç duyarsa şirketten kendisinin talep edeceği bilgileri kendi teknik ve bilgisel donanımı çerçevesinde değerlendirerek ve yorumlayarak analiz etmekte ve bu süreçte şirket üzerinde bir gözetim yürütmüş olmaktadır. Bu gözetim faaliyeti menkul kıymet analistlerinin şirkete fon verenler adına yürüttüğü bir faaliyet olduğuna göre, şirkete fon verenler ile menkul kıymet analistleri arasında gözetim amaçları bakımından ortaya çıkacak ilişkileri de dikkate almak gerekmektedir.

Bu konuya kısaca değinmiş olan Jensen ve Meckling, gözetim faaliyetlerinin, bu konuda karşılaştırmalı üstünlüğe sahip kurumlarca yürütülmesinin bekleneceğini belirtmektedirler. Yazarlara göre, bu süreçte önemli rol oynayacaklar ise kurumsal yatırımcılar bünyesindeki menkul kıymet analistleri, menkul kıymet alım-satım aracıları (broker'lar), yatırım danışmanlığı veya yatırım tavsiyesi faaliyeti yürütenler yanı sıra yatırım karar sürecinin olağan akışı içinde bireysel yatırımcılar olabilecektir. Görüldüğü gibi, Jensen ve Meckling, bağımsız dış denetçinin yanı sıra, şirketlerce ve diğer

kaynaklarca kamuya açıklanan bilgileri finansal piyasalarda kullanma durumunda olan hemen herkesi gözetim sürecine dâhil etmektedirler.¹⁸³

Jensen ve Meckling, menkul kıymet analistlerinin çalışmalarının, sahiplik ve kontrolün ayrılmasından kaynaklanan temsil maliyetini azaltması ölçüsünde, bu hizmetin sosyal açıdan verim sağladığını kabul etmek gerekliliğini belirtmektedirler. Menkul kıymet analistlerinin sosyal fayda sağladıkları önermesi doğru ise, bunun ölçüsünün de analistin sağladığı dönemsel getiriler değil, şirket üzerindeki sahiplik hakkının bugüne indirgenmiş değerindeki artış olması gerekir. Analistin hizmetinin, belli bir analiz çalışmasına özgü maliyet ile bunun getirisinin eşitlenmesi gibi klasik bir yaklaşımla ele alınması bu hizmetin sosyal çıktısını ya da sağladığı sosyal faydayı yansıtmayacaktır. Jensen ve Meckling, buradan yola çıkarak, mevcut piyasalarda yürütülen menkul kıymet analizi miktarı optimal seviyede değilse, bu optimal olmama durumunun, yürütülen analiz miktarının çok az değil, aksine çok fazla olduğunu gösterdiğine hükmetmek gerektiğini belirtmektedirler. Çünkü eğer yapılan menkul kıymet analizi sayısı optimal seviyeden düşük olsaydı, hisse senedi sahiplerinin bu gözetimin* optimal düzeyde yapılmasını sağlamak için ödemeler yapmaya gönüllü olacaklarını ifade etmektedirler. Oysa yazarlara göre, hisse senedi sahiplerinin analistlere gözetim amaçlı para ödemeleri gözlenen bir durum değildir.¹⁸⁴

Dolayısıyla, Jensen ve Meckling, menkul kıymet analistlerinin hizmetlerinin adeta kamu malı haline gelecek şekilde çok bulunduğunu zımnen kabul etmiş olmaktadır. Bu yüzden de hisse senedi sahipleri menkul kıymet analiz hizmeti için ücret ödemeye razı olmamaktadırlar. Jensen ve Meckling'in iddia ettikleri gibi menkul kıymet analizi hizmeti kolayca bulunabilen ve ulaşılabilen bir hizmet ise ve menkul kıymet analizi ile gözetim amacına da ulaşabilmek mümkün ise piyasa kaynaklı finansmanda gözetim eksikliğinden söz etmek kolay kabul gören bir iddia olmayacaktır.

Biz bu alt bölümde, menkul kıymet analistlerinin hizmetlerinin optimal seviyenin üstünde mi altında mı olduğu değerlendirmesine girmeden, menkul kıymet

* Jensen ve Meckling'in 'menkul kıymet analizi (security analysis) miktarının optimal düzeyi' şeklindeki ifadelerinin, çalışmada aynı cümle içinde 'gözetimin optimal düzeyi' şeklinde yeniden ifade edilmesi ile menkul kıymet analizinin gözetimin bir aracı olarak, Jensen ve Meckling tarafından da kabul edildiğine işaret etmek isteriz.

analistlerinin de en temel bilgi kaynağı olan, şirketler tarafından kamuya açıklanan bilgilerin gözetim amacına hizmet etmede yeterli olmadığı iddiasında olacağız.

Öncelikle, menkul kıymet analistlerinin hizmetlerini ve ürünlerini kolay ve ücretsiz ulaşılabilir hizmet ve ürünler olarak değerlendirme olanağının bulunmadığını düşünmekteyiz. Gelişmiş ülke sermaye piyasalarında “yatırım danışmanı” olarak hizmet veren bu uzman kişilerin hizmet ve ürünleri ücretsiz ve kolay ulaşılabilir hizmet ve ürünler değildir. Ülkemizde, menkul kıymet analizi hizmeti verenler aracı kurumlar veya bankalar bünyesinde ya da yatırım fonu, yatırım ortaklığı, portföy yönetim şirketi gibi kurumlar bünyesinde bunların ticarî amaçlarına hizmet etmek üzere faaliyet gösterebilmektedirler. Bu gibi kurumsal yapılar dışındaki menkul kıymet analizi işlemleri ya bireysel olarak yürütülmekte veya düzenlemelere aykırı olarak yürütülmektedir. Bu son iki durumu göz ardı edersek, profesyonel menkul kıymet analizi hizmeti, karşılığında bir bedel ödenerek yararlanılabilen veya belirli kurumlar bünyesinde bu kurumların kendi amaçlarına hizmet edecek şekilde yürütülen bir faaliyet olmaktadır.

Bu çerçevede, şirketlerin kamuya açıkladıkları bilgilerin gözetim amacına hizmet edebilir olması menkul kıymet analistlerinin hizmetlerini yürütüş biçimleri ile doğrudan ilişkili olmaktadır. Yukarıda da belirttiğimiz gibi, finansal analistlerin verdikleri hizmetin kalitesi veya kullanılabilir ve ulaşılabilir olması gibi konularla ilgili değerlendirmeler çalışmamızın boyutlarını aşmaktadır. Finansal analistlerin finansal aracılık hizmetleri bakımından durumları ülkemizde açık bir tanımlamaya tabi olmadığı gibi uygulamada da bize yol gösterecek bir piyasa yapılanması ya da hizmet yoğunluğu bulunmamaktadır. ABD’de finansal analistler, özellikle de bu kapsamda ele alabileceğimiz yatırım danışmanları, hizmetleri bakımından önemli bir konumda bulunmaktadırlar. Özellikle, yatırım fonlarının yönetiminden sorumlu olmaları ve bazı yatırım fonlarının ancak SEC’ye kayıtlı yatırım danışmanları tarafından yönetilebilmesi ve serbest fonlar (hedge funds) gibi ABD’de düzenleme kapsamı dışında faaliyet gösteren fonların ancak SEC’ye kayıtlı bir yatırım danışmanı tarafından yönetiliyor olması halinde yatırım danışmanının faaliyetinden dolayı SEC’nin denetimine tabi

olabilmesi gibi kurallar yatırım danışmanlarının ayrı ve özel bir yaklaşımla değerlendirilmesini gerekli kılmaktadır.

Bu kapsamda bir örnek oluşturacak şekilde, yatırım danışmanlarınca, şirkete ilişkin bilginin kural dışı kullanımı konusunda, ABD’de 2010 yılının son aylarında ortaya çıkan bütün zamanların en büyük içerden öğrenenlerin ticareti olayında, büyük bir serbest fon (hedge-fund) yöneticisi, yatırım danışmanları aracılığıyla bağlantı sağladığı, şirket içinden (kamuya açıklanmamış) bilgi sahibi kişilere, bunların sağladığı bilgiyi kullanarak elde ettikleri kazançta göre bir ücret ödenmesi sisteminin benimsendiği bir örgütlü suç şebekesi kurdukları iddiasıyla tutuklanmıştır. 11 Mayıs 2011 tarihinde jüri, iddia edilen şebekenin başı olarak serbest fon yöneticisini 14 ayrı suçlamanın hepsinden sorumlu ve suçlu bulmuştur.¹⁸⁵ Bu davanın konumuzla ilgili yönü, şirkete ilişkin kamuya mal olmamış bilgiye ulaşmada suça yöneltecek ölçüde bir iştahın bulunmasıdır. Yatırım danışmanlarının da bu şekilde büyük bir organizasyonda yer alarak kurallara uygun olmayan işlemlere girişmeleri finansal araçların bilgi sorumlulukları ile ilgili iddiamızı güçlendirmektedir.

Ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu’nun düzenlemelerinde, menkul kıymetlerin halka arz edilmesi amacıyla hazırlanan izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasından öncelikle ihraççı şirketin sorumlu olduğuna ve ancak, aracı kuruluşların da bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğundaki bilgiler hariç, kendilerinden beklenen özeni göstermemeleri durumunda bu belgelerdeki bilgilerin gerçeği dürüst biçimde yansıtmasından hukuken sorumlu olduklarına dair Tebliğ düzeyinde kurallar getirilmiştir.* Bu kurallar, menkul kıymetlerin halka arzı dolayısıyla kamuya açıklanan bilgilerle sınırlı olarak, finansal araçların bir gözetim görevi bulunduğuna yönelik düzenleyici kurumun yaklaşımını göstermesi bakımından önemlidir.

Kamuyu aydınlatmaya yönelik bütün düzenleme, uygulama kuralı ve bu kapsamda alınabilecek yan hizmetlerle birlikte, kamuyu aydınlatma uygulamalarının

* Bu kapsamda, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 01 Nisan 2010 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: III No: 43 Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’inin 8’inci maddesi, Seri: I No: 26 Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 23’üncü maddesi, Seri: II No: 22 Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’inin 13’üncü maddesi örnek olarak gösterilebilir.

çalışmamız kapsamında esas aldığımız gözetim yaklaşımının yerine geçme gücü bulunmamaktadır. Kamuyu aydınlatma uygulamalarının zaafları muhtelif ülkelerde sermaye piyasalarını düzenlemekle görevli kurumların kamuya yaptıkları açıklamalardan, incelemelerden ve değerlendirmelerden de gözlenmektedir.

1.6.3.4. Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Gözetim

Kurumsal yönetim (corporate governance) ilkeleri, özellikle 1990’lardan sonraki gelişmeler, akademik çalışmalarda konunun daha sıklıkla ele alınır hale gelmesi ve Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü (OECD)’nün girişimleri sonucu birçok ülke uygulamasında ve şirketler mevzuatında yer alması ile gündemdeki yerini giderek artırmıştır. Bu süreçte, şirket kültürünün bir parçası olması hedeflenerek, kurumsal yönetim ilkeleri, muhtelif unsurları ile düzenlemelere eklenmiştir. Türkiye’de hazırlanan yeni Türk Ticaret Kanunu tasarısı birçok unsuru ile kurumsal yönetim ilkelerinin Türk şirketlerinde daha kurallı ve sürekli bir şekilde uygulanmasını sağlamaya adaydır.

*“Kurumsal yönetim kavramı, şirketlerin şeffaflık, adil olma, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde faaliyet gösterebilmelerini sağlamaya yönelik ve özellikle ABD’de yaşanan şirket skandalları sonrasında tüm dünyada gündeme gelen bir kavramdır.”*¹⁸⁶ Bir görüşe göre, kurumsal yönetim ilkeleri, 1930’lardaki Büyük Buhran’dan başlayarak dünya şirket uygulamalarında dikkate alınmaktadır.¹⁸⁷

Blair, kurumsal yönetime giden yolda şirket yönetimlerinin veya yönetime aday olanların ve pay sahiplerinin ellerinde ikişer araç bulunduğunu belirtmektedir. Yöneticiler veya yönetime aday olanlar oy toplama mücadelesine (proxy fight) girebilirler ya da satın alma teklifinde (tender offer) bulunabilirler.* Pay sahiplerinin ellerindeki iki araçtan birisi paylarını satarak pay sahipliğinden çıkma (exit), diğeri ise söz söyleme (voice) olarak sınıflandırılmaktadır. Hisseleri yaygın bir pay sahibi tabanına dağılmış ve aktif bir piyasası bulunan ve kötü yönetilen şirketlerde pay sahipliğinden

* Oy toplama mücadelesi, Türkiye’deki sermaye piyasası düzenlemelerinde “oy sözleşmeleri” ile aynı kapsamda değerlendirilebilir. Satın alma teklifleri ise “çağrıda bulunma zorunluluğu” şeklinde piyasadan yapılan alımlarla belli bir eşiğe ulaştıktan sonra zorunlu olarak yapılması gereken bir çağrı olabileceği gibi, böyle bir zorunluluk olmadan, bir taliplinin kendi isteği ile belli bir fiyattan hisseleri satın almak üzere kamuoyuna yapacağı çağrı da olabilir.

çıkma daha kolay kullanılabilen bir araç olarak daha sık başvurulmaktadır. Az sayıda ortağın ve yoğunlaşmış sermaye paylarının söz konusu olduğu ve kötü yönetilen şirketlerde, pay sahibi, elindeki payları kolayca elden çıkarma olanağı bulamayacağından ancak taleplerini ve önerilerini yöneticilere aktarabildiği ölçüde etkili olabilecektir. Pay sahipleri bakımından “pay sahibi demokrasisi” (shareholder democracy) veya “şirket demokrasisi” (corporate democracy) olarak ifade edilen bu ilişki yapısı şirketlerde yönetim gücünün elde edilmesi bakımından “şirket kontrolü piyasası” (market for corporate control) olarak ifade edilmektedir.¹⁸⁸

Gerçekten de şirket kontrolünün ele geçirilmesi mücadelesinde oy toplama girişimleri ve satın alma teklifleri birer piyasa mekanizması olarak işlev görmektedir. Şirket yönetiminin performansından memnun olmayan yeteri kadar pay sahibi ellerindeki payları piyasada satarak fiyatın düşmesini sağladıklarında bu paylara genellikle piyasa fiyatından daha yüksek fiyata satın alma teklifi veren yönetim adayları olacaktır. Şirket kontrolü piyasasını yaratan bu mekanizmadır. Böylece, mevcut yöneticiler kötü yönetim durumunda piyasadan gelecek oy toplama girişimleri ile oy haklarının çoğunluğunu veya pay satın alma teklifleri ile piyasadaki payların çoğunluğunu ele geçirme ve bu yolla şirket kontrolünü ele geçirme girişimlerinin baskısını hisseder olacaktır. Bu baskının sürekliliği, yöneticileri, kurumsal yönetim ilkeleri konusunda daha duyarlı olmaya ve pay sahiplerinin oy haklarını başkalarına devretmemeleri ve paylarını toplu şekilde başkalarına satmamaları için pay sahiplerinin uzun vadeli çıkarlarını gözetken kararlar almaya ve uygulamaya yöneltecektir. Böylece, Blair’in işaret ettiği gibi, şirket kontrolü piyasası kurumsal yönetim ilkelerine yönelten bir mekanizma olarak şirket yönetimleri için bir baskı unsuru şeklinde değerlendirilebilecektir.

Pay sahipliğinden çıkışın zor olduğu, ortak sayısı az olan ve halka açık olmayan şirketlerde, pay sahipleri seslerini duyurmak için uygun yöntemler geliştirebileceklerdir. Ancak, yaygın ortaklık yapısına sahip çok ortaklı şirketlerde, pay sahiplerinin çıkışı oldukça kolay olacağından pay sahiplerinin seslerini duyurmaları için bir arayışa girmelerine gerek kalmayacaktır.¹⁸⁹ Çok sayıda ortağa sahip olma durumu

anonim ortaklığın kontrolü konusunda pay sahibinin söz sahibi olmasını sağlayacak mekanizmaların oluşturulmasını gerekli kılmaktadır.*

Kurumsal yönetim bu mekanizmaların harekete geçirilmesine yönelik kurallar ve ilkelerden oluşan araçlar sunmaktadır. Kurumsal yönetimin sunduğu araçlar, şirketlerin kendiliklerinden kullanıma sundukları araçlar değildir. Bunlar, şirket paydaşlarının talepleri ölçüsünde harekete geçirilen ve şirket yönetimi ile paydaşlar arasında çoğu zaman ortaya çıkan çıkar çatışmaları nedeniyle şirket paydaşının talebinde ısrarını ve gerekirse hukuk mücadelesini de gerekli kılan bir özellik taşımaktadır.

“(...) kurumsal yönetim, şirketlerin (paydaşlık biçiminde) bir tür “halk ortaklığı satıcılarının” gereksinimi olmaktan çok, özellikle alıcının talep ettiği – ve sürekli geliştirilen – bir ilkeler bütünü haline gelmiştir. Bu konudaki bilgi ve bilincin artması mevcut ve potansiyel halk ortağın ya da alacaklısının talep etmesiyle paralellik göstermektedir. Zira, mevcut yatırımcılar ve yatırımcı adayları (potansiyel yatırımcılar) kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş, içlerine sindirmiş ve uygulamalarıyla, geliştirmiş oldukları söz gelişi “halkı aydınlatma” ve “şeffaflık” yönleri ile kendilerini tatmin eden şirketlerle çalışmayı daha çok tercih etmeye başlamışlardır. Nitekim, gelişmiş ülke ekonomilerinin yakın tarihli kurumsal yönetim geçmişinde, bu eğilimleri gözlemlemek mümkündür.”¹⁹⁰

Bu çerçevede, piyasa kaynaklı finansmanda gözetim amacına hizmet etmek üzere geliştirilmiş olan kurumsal yönetim ilkeleri de fon verenin özel çabasını, eğitim ve bilgilenme amaçlı maliyetlere katlanmasını gerekli kılan bir mekanizma olmaktadır. Şirket paydaşı olarak fon verenin kurumsal yönetim ilkelerini işletebilecek usul ve

* Blair, 1995 tarihli çalışmasında (s. 69), Edward Jay Epstein'in 1986'da yayımladığı *Who Owns the Corporation? – Management vs. Shareholders* (New York, Twentieth Century Fund - Priority Press Publications, s. 5-6)'a dayandırarak, bu gerekliliğin 1930'lardaki Büyük Buhran sırasında pay sahiplerine yeterli getiri sağlayamayan şirketlerin kontrolüne devletin de müdahil olmasını önlemek için ortaya çıktığını belirtmektedir. Vatandaşların ülke yönetimlerini seçerken kullandıkları oy verme ve bilgi alma gibi demokrasiye özgü yöntemlerin şirketlere de uygulanmasıyla yöneticilerin pay sahiplerine karşı sorumlu olmaları sağlanmış olmaktadır. Düzenlemelerin de bu yöntemlerin uygulanmasını özendirilen veya zorunlu kılan özellikleri kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını kolaylaştırmış ve yönlendirmiş olmaktadır.

yöntemler ile haklarının kapsamını ve sınırlarını bilmesi, gerektiğinde maliyetlere katlanarak ilgili kurumsal yönetim ilkesinin sunduğu mekanizmayı kullanması veya harekete geçirmesi gerekmektedir. Bu gereklilikler fon verenin kurumsal yönetim ilkeleri bağlamında gözetim faaliyetinin içinde yer alması sonucunu doğuracak bir şekle dönüşebilecektir. Örneğin, şirket yönetim kurulunda bağımsız üye bulundurulmasını öngören kurumsal yönetim ilkesi, şirkete fon veren şirket paydaşını bu ilkeye uyulmaması halinde ya tamamen bu hizmetten mahrum kalma veya bu ilkenin uygulanmasını sağlamaya yönelik girişimlerde bulunmaya yöneltecektir. Bu ikinci durumda, bağımsız yönetim kurulu üyesi gerekliliğinin sağlanması, bu üyenin bağımsızlığını koruyarak şirkete fon verenle herhangi çıkar çatışması yaşayıp yaşamadığının izlenmesi ve bu kapsamda önlemler alınması gözetim faaliyetine işaret eden girişimler olacaktır. Birçok kurumsal yönetim ilkesi bakımından aynı argümanı ileri sürmek mümkün bulunmaktadır.

Böylece, piyasa kaynaklı finansmanda, kurumsal yönetim ilkelerinin dolaylı gözetim mekanizması olarak işlev görebilmesi şirkete fon verenin aktif olarak ilkelerin uygulanması konusunda takipçi olmasını gerekli kılmaktadır. **Gürbüz**'ün 2005 tarihli çalışmasında da belirtildiği gibi, kurumsal yönetim ilkelerinin yerleşmesi yönündeki olumlu gelişmeler şirket paydaşlarının kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması konusunda talepkâr olmalarının da etkisiyle olmaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri şirketlerin ve şirket yönetimlerinin kendiliğinden sundukları mekanizmalar değil, şirket paydaşlarının çabaları ile gelişen mekanizmalardır. Bu yüzden kurumsal yönetim ilkelerinin yerleşmesi ve piyasa kaynaklı finansmanda gözetim amaçlı olarak etkin kullanımı şirkete fon verenlerin aktif olarak katılımlarını gerekli kılmaktadır. Öyle ki, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının takibi ve sonuç alınması aktif bir gözetim faaliyeti kapsamında değerlendirilebilecek işlem ve eylemleri gerekli kılabilir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını sağlamaya ya da bu ilkelerden fayda sağlamaya yönelik çaba, gözetim faaliyeti unsurları taşıyabilecek ve bazı gözetim maliyetlerine katlanılmasını gerekli kılabilir. Gözetim ihtiyacındaki fon veren, gözetim faaliyetinin gerektirdiği maliyetlere katlanıyor olmakla, kurumsal yönetim ilkeleri dolayısıyla sağladığı getiride azalma ile karşılaşacaktır. Bu durum, kurumsal

yönetimin, şirkete fon verenin talepkârlığı ve takipçiliği ile gelişen ve yerleşen kurallar bütünü olmakla, gözetim maliyeti niteliğinde getiri kayıplarına yol açabilme tehlikesini göz önünde bulundurmaya gerekli kılmaktadır. Bu değerlendirmede vurgulamak istediğimiz husus, kurumsal yönetim ilkelerinden yararlanmak üzere yapılan girişimlerden çoğunlukla bir maliyete katlanarak sonuç elde edilebilir olacaktır.

Bu çerçevede, piyasa kaynaklı finansmanda, dolaylı gözetim mekanizması olarak kurumsal yönetim ilkelerinin de kusursuz olmadığını tespit etmek gerekmektedir. Buradan hareketle, piyasa kaynaklı finansmanda gözetimin doğrudan finansal aracılarda yapılmasını ve bu gözetim kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyumun gözetiminin de yer almasını daha uygulanabilir bulmaktayız.

Kurumsal yönetimin bir gözetim mekanizması olmaktan çok bir kontrol araçları bütünü olarak ele alındığını belirtmemiz gerekmektedir. Bu bakımdan, kurumsal yönetim konusunu şirket kontrolü ile ilişkilendirerek ele almanın daha uygun olacağını düşünmekteyiz.

1.7. Menkul Kıymetleştirme ve Gözetim

Seward, yukarıda Bölüm 1.5'te ayrıntılı olarak ele alınan 1990 tarihli çalışmasında¹⁹¹ geliştirdiği model çerçevesinde, varlıkların menkul kıymetleştirilmesinin, finansal kurumların gözetim görevi ile birlikte ele alınıp alınamayacağı konusundaki tereddüdünü ifade etmektedir. Bireylerin finansal aracı ya da menkul kıymeti çıkarana karşı doğrudan bir hak talep etmelerini sağlayacak şekilde arkadaki varlıklarla ilgili hakların yeni bir paket olarak sunumunu sağladığı için menkul kıymetleştirme, fiili olarak, aracılardan taraf olduğu sözleşmeleri doğrudan sözleşmeler haline getirmektedir. Seward, konu hakkında daha fazla değerlendirmeye girmeden konunun araştırılması gereğine işaret etmektedir.

Menkul kıymetleştirme (securitization), bir şirketin bilançosunda varlık (aktif) kalemi olarak yer alan bir kısım değer başka bir bilanço varlığı (nakit) olarak bilançoda yer almasını sağlayan bir varlık dönüştürme yöntemidir. Genellikle alacak niteliğindeki bir kısım şirket varlıkları bir araya getirilerek bunları temsil eden menkul kıymet niteliğinde borçlanma senetleri çıkarılmakta ve bu şekilde gelecekte nakit akımı

sağlayacak alacaklar karşılığında şimdiden toplu bir nakit girişi sağlanmış olmaktadır. Türkiye’de bankaların ve üretim ve ticaret şirketlerinin taksitli otomobil, beyaz eşya gibi mal satışlarından kaynaklanan alacakları ve bankaların kredi kartı alacakları gibi alacaklar için 1980’li yılların sonları ve 1990’ların başlarında yaygın olarak kullanılan Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) uygulaması tipik bir menkul kıymetleştirme uygulamasıdır. İngiltere ve özellikle ABD’de konut finansmanı için daha yaygın olarak kullanılan bu yöntem 2007’li yılların ortalarından başlayarak önce ABD’de, sonra Avrupa ülkelerinde baş gösteren krizin temel sebebi olarak ortaya çıkmıştır.

Konumuzla ilgisi bakımından, bu çalışmada, menkul kıymetleştirme, dengesiz bilgi dağılımı sorunu öne çıkarılarak ele alınacaktır. Dengesiz bilgi dağılımının varlığından kaynaklanan ahlakî bozulma tehlikesi, çıkar çatışması ve temsil sorunu menkul kıymetleştirme sürecinin değişik aşamalarında yer almaktadır. Ashcraft ve Schuermann’ın 2008 tarihli çalışmalarından¹⁹² aldığımız aşağıdaki şekil, düşük dereceli (subprime) tutsat kredisine dayalı menkul kıymetleştirme sürecinde, diğer muhtemel sorunlar yanı sıra bu sorunların ortaya çıktığı aşamalara işaret etmektedir.

Bu gibi kredi kurumlarında toplanan tutsat kredi alacaklarını toplayarak menkul kıymetleştirme işlemlerini yürüten başka bir kurum da menkul kıymetleştirmeyi ayarlayan kurum (arranger) olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu süreçteki bir kurum bir işlemde ilk ihraççı kurum ve başka bir işlemde menkul kıymetleştirmeyi ayarlayan kurum olarak yer alabilmektedir. Menkul kıymetleştirmenin hemen hemen bütün işlemlerini ve işleyişini ikinci aşamada yer alan bu ayarlayıcı, yürütücü (arranger) kurum yerine getirmektedir. Şöyle ki ilk ihraççının güvenilirlik analizinin (due diligence) yapılması, süreçteki bütün kalemlerin imza aşamasına getirilmesi, tutsat alacaklarını satın alacak iflas koruması sağlanmış bir yeddi emin şirket oluşturulması, kredi derecelendirme şirketleri ile işlemlerin ve görüşmelerin yürütülmesi ve derecelendirme notunun alınması, menkul kıymet ihracı kaydını onaylayan kurum (SEC) nezdinde kayıt işlemlerinin sonuçlandırılması, yeddi emin ile birlikte aracılık yüklenimi taahhüdünün üstlenilmesi gibi işlemleri yapmak ayarlayıcı kurumun görevidir. Bu işlemlerde, güvenilirlik analizi ihraççının güvenilirliğinin belirlenmesi bakımından önemli ve başvurulmuş ilk araçtır. Sorunlu kredilerin geri alınması şartını

içeren hükümler de ihraççıdan kaynaklanan hata, hile veya ihlallerin varlığı halinde işleme konulabilmektedir. Ayarlayıcının sadece tutsat kredisi veren (mono-line) bir kurum olduğu durumda, kredi veren kurum ihraççıdan satın aldığı tutsat kredisi alacaklarını finanse edebilmek için, bu alacakları menkul kıymetleştirip satıncaya kadar, bir toptancı kreditörden geçici fon temin etmektedir. Ayarlayıcı kurum aynı zamanda bir mevduat kurumu ise bu geçici fonlamaya ihtiyaç duymayabilecek, kendi içsel kaynakları ile finansmanı sağlayabilecektir.

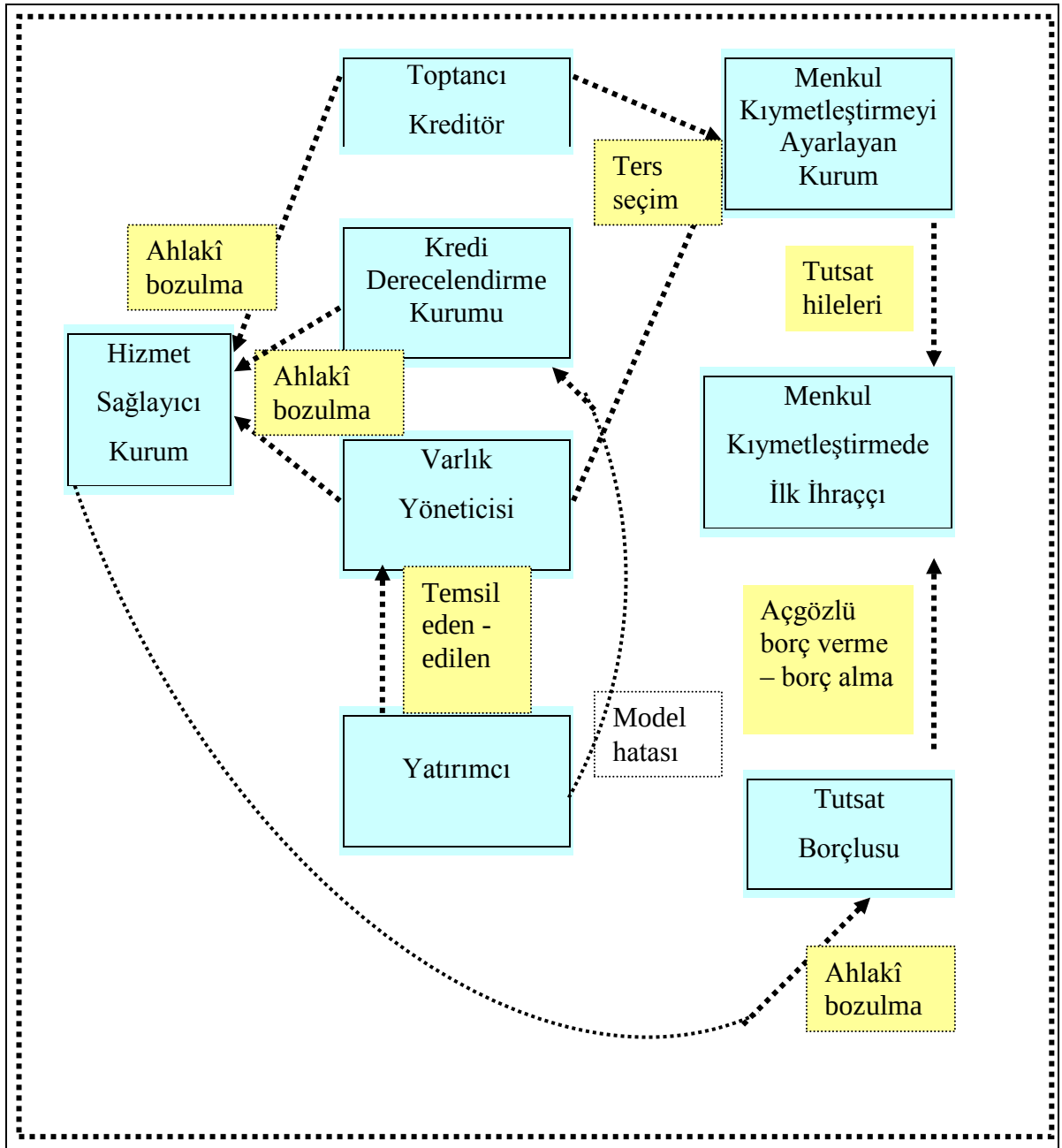
Toptancı kreditör, tutsat kredilerinin değeri ve kalitesi hakkında ilk ihraççı veya ayarlayıcı kurum kadar kesin ve yeterli bilgiye sahip olmadığından, güvenilirlik analizi, kredi/teminat oranının düşük tutulması, farklı kalitedeki kredi grupları için kredi aralıklarının farklılaştırılması gibi usullerle kendini korumaya çalışmaktadır.

Tutsat alacakları, toptancı kreditör tarafından iflas riski olmayan güvenilir bir kurum niteliğindeki özel amaçlı kuruma (special purpose vehicle) satılmaktadır. Bu özel amaçlı kurum da tutsat alacaklarını teminat göstererek çıkardığı borçlanma senetlerini yeni yatırımcılara satmaktadır. Bu şekilde, ilk ihraççı kurum ve ayarlayıcı kurum özel amaçlı kurum aracılığıyla kredi riskinden arındırılmış olmaktadır. Böylece, alacakların özel amaçlı kuruma satılması ile ilk ihraççı kurum ve ayarlayıcı kurum tutsat alacaklarından kaynaklanacak zararlardan da korunmuş olmaktadır. Bu korunma, ilk ihraççı veya ayarlayıcının kötü niyetli uygulamaları tespit edilmediği veya bunların bir garanti veya benzer bir taahhüdü bulunmadığı takdirde ve o derecede geçerli olmaktadır.

Ayarlayıcı kurum, varlığa dayalı menkul kıymetlerin nihaî yatırımcıya satılmasında aracılık yapmak üzere bir varlık yöneticisi ile aracılık yüklenim sözleşmesi yapmaktadır. Varlık yöneticisi en son yatırımcı ile muhatap olan kurum olmaktadır.

Bu aşamada kredi derecelendirme kurumları da tutsata dayalı menkul kıymetlere verdikleri derece notları ile sürece dâhil olmaktadır. Kredi derecelendirme kurumlarının kredi kalitesine ilişkin değerlendirmeleri, tutsat kredilerinden oluşan havuzun özelliklerinden tahmini bir zarar dağılımı çıkarmaya yarayan ve kamuya açıklanan derecelendirme kıstaslarına göre yapılmaktadır. Bu muhtemel zarar dağılımı

haritasına dayanarak, kredi derecelendirme kuruluşları, menkul kıymetlerin belli bir kredi derece notuna sahip olabilmesi için ne kadar ek kredi fonlaması gerektiğini hesaplamaktadır. Buna göre, ayarlayıcı kurum gerekirse ve daha yüksek bir derecelendirme notu isterse ek teminat sağlayabilmektedir.



Şekil 6. Tutsat Kredisi Menkul Kıymetleştirmesinde Temel Oyuncular ve İşleyiş Sorunları

Kaynak: Ashcraft ve Schuermann (2008) s. 3

İflastan korunmuş güvenilir (yeddi-emin) kurum, menkul kıymetleştirme sürecinde kendine düşen sorumlulukların takibi ve süreçlerin tamamlanması için bir hizmet sağlayıcı kurum ile anlaşmaktadır. Hizmet sağlayıcı kurum, alacakların tahsili ve takibi, yeddi-emin gerekirse avans sağlanması, anapara ve faizlerle ilgili muhasebe işlemleri, tutsat kredisi veren kurumlara müşteri hizmetleri sağlanması, ödemelerini geciktiren borçlularla temasa geçilmesi, haciz işlemleri ve icra satışlarına nezaret edilmesi gibi hizmetler sağlamaktadır. Bunun karşılığında, yeddi-emin kurumdan düzenli bir gelir elde etmektedir. Hizmet sağlayıcı kurumlar, mevduat kurumları yanı sıra mevduat toplamayan sadece tutsat hizmeti veren (mono-line) kurumlar da olabilmektedir.

Hizmet sağlayıcı kurumun verdiği hizmetin getirisi tutsat kredilerinin anaparasının belli bir yüzdesinden oluşan sabit bir tutardır. Hizmet sağlayıcı kurum tahsilâtları her ayın başında yapmakta ve yatırımcılara ödenecek getirileri de ay sonlarında gerçekleştirmektedir. Bu şekilde, ay içinde, hizmet sağlayıcı olarak kendisinde kalan fonların bekleme süresi boyunca faiz kazanma olanağı bulunmaktadır. Ayrıca, geç ödemelerde takibatı hizmet sağlayıcı kurum yapmakta ve bu takiplerden de gelir elde etmektedir.

Ashcraft ve Schuermann'ın tutsat kredisi menkul kıymetleştirme süreci ile ilgili olarak tespit ettikleri 7 sürtünme aşağıdaki başlıklarla ele alınmakta ve Ashcraft ve Schuermann'ın çalışmalarında aşağıdaki 7 başlık altında yer aldığı şekilde açıklanmaktadır:

1. Tutsat borçlusu ile ilk ihraççı arasında ortaya çıkabilecek açgözlü borç verme – borç alma sorunu:

Tamamen borç alanın bilgi eksikliğinden yararlanarak, ödeyemeyeceği borcun altına girmesini sağlamak, yüksek işlem ücretleri almak, yüksek oranlı faiz uygulamak veya borcun sık sık yenilenmesini sağlayarak fazladan gelir elde etmek, yüksek dereceli borçlu olarak kredi temin olanağı varken düşük dereceli (subprime) borçlu olarak yüksek faizle borçlanmak gibi işlemlerle borçlunun zarara uğratılması.

2. İlk ihraççı ile menkul kıymetleştirme işlemlerini düzenleyen (ayarlayan) kurum arasında ortaya çıkabilecek hileli işlemler:

Menkul kıymetleştirmeyi ayarlayan kurum ihraççının finansal durumu, aracılık yüklenimine yönelik işlemler, tutsat kredi alacaklarını satın alacak iflas riski olmayan bir güvenli yediemin kurumun oluşturulması, resmî başvuruların yapılması ve yediemin kurumun satacağı menkul kıymetlerin aracılık yüklenimi işlemlerini yapmaktadır. Ayarlayıcı kurum aynı zamanda kendisi de ihraççı olabilmektedir. Ayarlayıcının yatırım bankası olması da sık rastlanan bir durumdur.

Bu süreçte ihraççı kurum, tutsat borçlusunun ödeme gücü ile ilgili olarak, ayarlayıcı kuruma göre bilgi avantajına sahiptir. İhraççının borçlu ile anlaşarak gireceği açgözlü borç verme veya açgözlü borç alma anlaşmaları ayarlayıcı kurumun zararına yol açabilecektir. Bu gibi hile durumunda, genellikle, ihraççının alacakları geri alması gerekmekte birlikte, ihraççının sermaye yeterliliği gibi engelleyici durumlar da ortaya çıkabilmektedir. Bu sürtünme de dengesiz bilgi dağılımının bir sonucudur.

3. Menkul kıymetleştirme işlemlerini ayarlayan kurumla diğer bazı kurumlar arasında oluşan ters seçim sorunu ya da limon problemi:

Menkul kıymetleştirme sürecindeki düzenleyici/ayarlayıcı kurum ile diğer kurumlar arasında tutsat kredileri ile ilgili önemli bir dengesiz bilgi dağılımı sorunu vardır. Ayarlayıcı, tutsat kredilerinin kalitesi hakkında daha fazla bilgi sahibi olduğundan, iyi kredileri kendi bünyesinde tutup kötü kredileri menkul kıymetleştirmek suretiyle önemli bir ters seçim (limon) sorununa yol açabilir.

i) Toptancı kreditor ile ayarlayıcı kurum arasındaki bilgi sorunu ayarlayıcının sadece tutsat kredisi veren (mono-line) bir kurum olduğu durumda ortaya çıkmaktadır. Toptancı kreditor, riskinin yüksek olduğunu düşündüğü krediler için daha yüksek faiz oranı veya daha yüksek teminat istemektedir. Kredi verenin değerlendirmesi olumsuz'a dönüşmeye başladığında, ilk ihraççıdan genellikle ek teminat istenmektedir. Bu şekilde, dayanak varlıkların kalitesi ile ilgili ani karar değişimleri ihraççının yükümlülüklerini yerine getirememesine yol açabilmektedir. 2007 yılının ilk yarısında çok sayıda sadece

tutsat kredisi veren kurumun batışı, büyük ölçüde, toptancı kreditorlerin ek teminat taleplerine bu kurumların olumlu cevap verememesinden kaynaklanmıştır.

ii) Menkul kıymetleştirmede ayarlayıcı kurumun aracılık yüklenim sözleşmesi imzaladığı varlık yöneticisi ile aralarındaki ilişkide de bir bilgi dengesizliği durumu ortaya çıkmaktadır. Ayarlayıcı kurumun bilgi üstünlüğü bir limon problemi yaratabilmektedir. Bu limon probleminin, ayarlayıcı kurumun itibarı, ayarlayıcı kurumun çıkarılan varlığa dayalı menkul kıymetlere kendi fonlarından destek sağlaması ve varlık yöneticisi, ayarlayıcı kurum veya ihraççı kurum tarafından sağlanan güvenilirlik analizi ile azaltılması mümkün bulunmaktadır.

iii) Kredi derecelendirme kuruluşu tarafından yapılacak değerlendirmelerde de ayarlayıcı/düzenleyici kurumun bilgi üstünlüğünden kaynaklanan bir bilgi dengesizliği bulunmaktadır. Bu dengesizliğin, derecelendirme notunun limon problemi ile yaranmasına yol açma olasılığı bulunmaktadır.

4. Hizmet sağlayıcı kurumun tutsat borçlusu ile ilgili ahlakî bozulma tehlikesi sorunu:

Burada ahlakî bozulma tehlikesi sorunu, tutsat borçlusunun kendi nakit akımları üzerindeki söz hakkı ve kontrol imkânının hizmet sağlayıcı kurumda olmamasından kaynaklanmaktadır. Çünkü tutsat borçlusu, kullandığı kredinin ödemeleri bakımından, nakit akımlarının azalmasından kaynaklanan riskleri üstlenmemektedir. Şöyle ki, ödeme gücünün düşmesi nedeniyle tutsat borçlarını ödemekte zorlanacağını bilen konut sahibi konutla ilgili kredi ödemelerindeki gecikme ile birlikte, konutla ilgili vergileri ve bakım harcamalarını da geciktirme eğiliminde olabilecektir. Tutsat borçlusunun, kredi borcunu ödeme güçlüğü var iken, konutla ilgili bakım-onarım ve vergi gibi ikincil harcamaları yapması beklenmemelidir. Üstelik ABD’de birçok eyalette ve tutsat kredilerinde borçlunun sorumluluğu sadece tutsatın yapıldığı konutla sınırlı olduğundan, özellikle bu eyaletlerde ve sözleşme türlerinde borcun ödenememesi olasılığı borçluyu ahlakî bozulma tehlikesine yöneltebilmektedir. Bu durumda, konuttan başka kaybedeceği bir şey olmayan konut borçlusu hacze konu olacak konut ile ilgili bütün harcamalardan kaçınma eğiliminde olmaktadır. ABD’de 2007-2009 borçlanma

krizinin arkasındaki temel açıklayıcı sebeplerden birisi de bu şekilde ortaya çıkan ahlakî bozulma durumudur. Bu sorunu aşmak için, tutsat konusu konutla ilgili vergi ve sigorta ödemelerinin hizmet sağlayıcı kurum tarafından, teminat şeklinde düzenli olarak borçludan tahsili genel bir uygulama haline gelmiştir. Ancak, borçluyu korumaya yönelik yasalar, finans kurumlarını bu gibi durumlarda zorlayıcı uygulamalara girmekten alıkoymaktadır.

5. Kredi derecelendirme kurumunun ve varlık yöneticisinin hizmet sağlayıcı kurumla aralarında oluşan ahlakî bozulma tehlikesi sorunu:

Hizmet sağlayıcı kurumun tutsat havuzundan elde edilecek zarar veya kâr üzerinde ciddî etkileri vardır. Bu hem tutsata dayalı menkul kıymetlere yatırım yapanlar, hem de kredi derecelendirme kurumları bakımından önemlidir. Yatırımcılar zararları en aza indirme arayışında iken, kredi derecelendirme kuruluşları zararla ilgili belirsizliği en aza indirme arayışındadır. Hizmet sağlayıcı kurum diğer iki kuruma göre zarar riskini üstlenmekte sınırlı sorumluluğa sahiptir. Borcun ödenmesi konusunda belli bir maliyete katlanarak bir çaba göstermesi beklenen hizmet sağlayıcı kurum, bu maliyete katlanmayarak bir zarara yol açabilmekte ancak bu zararı üstlenen ya yatırımcı ya da yanlış kredi notu veren derecelendirme kuruluşu olmaktadır.

Hizmet sağlayıcı kurum, tutsat borcunun ödenmemesi halinde konutla ilgili vergi, sigorta ve bakım gibi masrafları kendi fonlarıyla karşılamaktadır. Bu durum, konutun satılmasına kadar devam etmekte ve konutun satılması 12 aya kadar uzayan bir sürece yayılabilmektedir. Hizmet sağlayıcı kurum gecikmeli olarak tahsil edeceği bu gibi hizmet masraflarını ve konutun icra yoluyla satışı halinde ve özellikle konut fiyatlarının yükseldiği dönemlerde, buna ilişkin maliyetleri şişirme yoluna gidebilmektedir. Servis sağlayıcı, menkul kıymetleştirme sürecinin başlangıcında, geri alamayacağı bazı harcamalara peşin olarak katlanmaktadır. Bunlar, yasal kayıt işlemleri, başlangıçtaki teminat işlemleri ve kamuya yapılan açıklamalarla ilgili masraflar olarak özetlenebilir. Öte yandan, hizmet sağlayıcının geliri, borçlanmanın süresi ve büyüklüğüne bağlı olarak artmaktadır. Başlangıçta ödenmiş sabit ve geri dönüşü olmayan harcamalara katlanan servis sağlayıcı borcun süresi ve tutarına göre artan ve azalan bir gelire sahip olduğuna göre, gelirini artırmak için borcun erken ödenmesini

engelleyici/caydırıcı veya icra satışı gibi durumlarda bile konutun satışını geciktirmek gibi işlemlerle borcun süresini uzatıcı işlemlere girecektir. Erken ödemeyi engelleyerek hem süreyi uzatmayı, hem de borç tutarının azalmasını önlemeyi sağlamaya çalışacaktır.

Servis sağlayıcının, göstermesi beklenen bu eğilimler ya başlangıçta tutsat sözleşmelerinin havuza alınması ile ilgili kurallar konarak ve borç sözleşmelerinin değiştirilmesini kısıtlayıcı sözleşmeler yapılarak veya yatırımcı tarafından servis sağlayıcının harcamaları gözetim altında tutularak engellenmeye çalışılacaktır. Öte yandan, tutsata dayalı menkul kıymetleri satın alan yatırımcı, gözetim için çok fazla kaynak ayırmadan, hizmet sağlayıcıya, yatırımcı çıkarlarına en uygun şekilde davranmasını sağlayacak esnekliği de sağlamak istemektedir. Tek bir yatırımcının yapacağı gözetimin yaratacağı bedavacılar sorunu burada da herhangi bir yatırımcıyı, diğer yatırımcılar katılmazken, tek başına gözetim yapmaktan alıkoyacaktır. Bu süreçte, kredi derecelendirme kurumları bedavacılar sorununu yaratan ortak hareket etme güçlüğüne çözümde önemli bir rol üstlenmiş olmaktadır. Servis sağlayıcı ile varlık yöneticisi (yatırımcı) arasındaki bu ahlakî bozulma tehlikesi sorununun çözmeye yönelik olarak, hizmet sağlayıcı kurumun itibarı ve hizmet sağlayıcı kurumu gözetim altında tutan bir üst hizmet sağlayıcı görevlendirilmesi gibi çözüm olanakları da bulunmaktadır. Servis sağlayıcının, itibar kaygısı, servis sağlayıcıyı, bu itibarı zedeleyecek işlemlere girmekten alıkoyacaktır. Bir üst servis sağlayıcının gözetimi de, alttaki servis sağlayıcıyı sürekli bir kontrole gözetime tabi tutarak aynı amaca hizmet edecektir.

Hizmet sağlayıcı kurum ile ilgili olarak kredi derecelendirme kurumunun yapacağı değerlendirme, süreç sonunda çıkarılacak tutsata dayalı menkul kıymete verilecek notu etkilemektedir. Bu değerlendirme, aynı zamanda, iyi servis sağlayıcı, ile kötüsü arasında bir ayırım yapabilmeyi sağlamaya yöneliktir. Servis sağlayıcının, kalitesinin menkul kıymetleştirme sürecindeki önemi dikkate alındığında, kredi notunun önemi ortaya çıkmaktadır. Kredi derecelendirme kurumu, bu değerlendirmeyi hizmet sağlayıcı üzerinde yapacağı bir güvenilirlik analizine (due diligence) dayandırmaktadır. Bu değerlendirme, servis sağlayıcının ödemeleri toplamadaki becerilerinin ve müşteri hizmetlerinin değerlendirilmesi, tutsat havuzunda oluşacak zararların azaltılması, haciz

ve icra işlemlerinde zaman ve süreç yönetimi becerileri, genel yönetim becerileri, personel ve eğitim politikası, finansal istikrarı, teknolojik altyapısı ve kriz yönetim becerileri, yasal uyumu ve finansman gücüne yönelik olarak yapılmaktadır. Kredi derecelendirme kurumunun vereceği derecelendirme notu ile ilgili ahlakî bozulma tehlikesi sorunu, özellikle 2007-2009’da gelişmiş ülkelerde yaşanan kredi krizi ışığında, üzerinde çok çalışılacak ve yapılacak yasal düzenlemelerin önemli noktalarından birini oluşturacak bir konu olarak gözükmektedir.

6. Tutsata dayalı menkul kıymetlere yatırım yapan nihaî yatırımcı ile varlık yöneticisi arasında ortaya çıkabilen temsil eden – temsil edilen sorunu (temsil sorunu):

Yatırım yapılan varlık portföyünü yöneten varlık yöneticisi ile yatırımcı arasında bu çalışmanın temel çıkış noktalarından birisini oluşturan “temsil sorunu” ortaya çıkmaktadır. Yatırımcı, yaptığı yatırımla ilgili olarak, varlık yöneticisinin bilgisinde olan birçok konuda ya tümüyle bilgisiz ya da varlık yöneticisine kıyasla oldukça bilgisizdir. Bu durum veri iken, yatırımlar yönetilmek üzere varlık yöneticisine teslim edilmiştir. Burada temsil sorununun yaratacağı ve aşağıda Bölüm 2.3 ve devamında ele alınan temsil maliyetleri ortaya çıkmaktadır.

7. Tutsata dayalı menkul kıymetlere yatırım yapan nihaî yatırımcı ile kredi derecelendirme kurumu arasında ortaya çıkabilecek bir sistem hatası (model error) durumu:

Yatırımcılar ile kredi derecelendirme kurumları arasındaki dengesiz bilgi dağılımı sorunu menkul kıymetleştirme sürecinin temel sorunlarından birisidir. Kredi derecelendirme hizmetinin ücreti yatırımcı tarafından değil, süreçteki ayarlayıcı/düzenleyici kurum tarafından karşılandığından, nihaî yatırımcının kredi derecelendirme kurumu üzerinde hiçbir etkisi olmamaktadır. Bu durum, çıkar çatışması yaratmaya da oldukça uygundur. Derecelendirme notu ile ilgili yanlışlar bir masum hatanın sonucu olabileceği gibi, çıkar çatışmasının yarattığı kasıtlı bir işlemin sonucu da olabilecektir. Yatırımcının kararını doğrudan etkileyen derecelendirme hizmetinin çıkar çatışması sorunu ile iç içe olması yukarıda (5) numaralı sorunla ilgili olarak da belirttiğimiz gibi, özellikle 2007-2009 gelişmiş ülke kredi krizleri ışığında üzerinde çok

çalışılacak bir konu olarak gözükmektedir. Bu sorunu azaltan iki hususu da belirtmekte fayda bulunmaktadır. Bunlar, kredi derecelendirme kurumunun itibar kaygısı ve derecelendirme notlarının ve not düşürme kıstaslarının kamuya açıklanması olarak belirtilmektedir. İtibar, derecelendirme kuruluşlarının varlığını açıklayan en önemli unsurdur. Bu açıdan, vazgeçilmez ve riske atılamazdır. Notların ve not düşürme kıstaslarının kamuya açıklanıyor olması da kamuoyuna sapmaları kolayca tespit etme ve sorgulama olanağı vermektedir.

Buraya kadar Ashcraft ve Schuermann'ın çalışmalarından özetleyerek aktardığımız ve Ashcraft ve Schuermann'ın tespit ettikleri açgözlü kredi verme ve kredi alma sorunu, ters seçim sorunu (limon problemi), ahlakî bozulma tehlikesi sorunu, temsil sorunu ve kredi derecelendirme hizmeti ile ilgili sistem sorunu çalışmamızda, finansal aracılarn gözetim görevi ile ilgili olarak dengesiz bilgi dağılımı çerçevesinde ele alınmaktadır. Bu bakımdan, menkul kıymetleştirme sürecinde ortaya çıkabilecek dengesiz bilgi dağılımı kaynaklı sorunları finansal aracılarn gözetim görevi bakımından irdelemek önem arz etmektedir.

Menkul kıymetleştirme sürecinde gözetim sorunu, Campbell'in 1987 tarihli çalışmasında,¹⁹³ menkul kıymetleştirmenin ilk yıllarında tespit edilmiş ve özet olarak, şu şekilde ifade edilmiştir. *Menkul kıymetleştirme önemli yararlarının yanı sıra bazı potansiyel maliyetleri de içermektedir. Maliyetler genellikle borçlanma araçlarında ödenmeme riskini kontrol etme ve gözetime tabi tutma ile ilgilidir; diğer bir deyişle, menkul kıymetleştirmede maliyetler ters seçim ve ahlakî bozulma tehlikesi sorunu ile ilgilidir. Menkul kıymetleştirme sürecinde nihaî menkul kıymetleri ikincil piyasada satın alan yatırımcıya kıyasla daha fazla ve iyi bilgiye sahip ilk ihraççı, özellikle verilen borçların vadesinde getiri elde etme imkânına sahip değilse, ödenmeme riski daha yüksek borçlanmaları menkul kıymetleştirme sürecine sokarak elden çıkarıp, ödenmeme riski düşük borçlanmaları kendisinde tutma sonucu doğurabilir. Piyasanın tamamı borç verenlerin bu şekilde hareket etme eğiliminde olduğu kanaatini edinirse ve borç verenlerin bu eğilimini kısıtlayacak araçlar geliştirilemezse, menkul kıymetleştirmenin ikincil piyasası işlemez olacaktır. Ahlakî bozulma tehlikesi borç verme işleminin başlangıcında ve borcun vadesi boyunca ortaya çıkabilir. Borçlanma sözleşmelerinin*

birçok türünde, özellikle işletme kredilerinde (business loans), kredinin geri ödenme süresi boyunca borç alanın performansını sürekli bir gözetime (continued monitoring) tabi tutmak, borç işleminin başlangıcında iyi bir kredi analizi yapmak kadar ve iyi bir sözleşme yazmak kadar önemlidir. Eğer ilk ihraççı kredi alacağını bir başkasına satabilme olanağına sahipse, bu kredinin gözetimine devam etme güdüsü kalmayacaktır. İlk ihraççıyı kredinin gözetimini sürdürmeye teşvik etmenin açık yolu, kredinin sonucuna bağlı önemli bir menfaati elinde tutması konusunda ısrarcı olmaktır. Ters seçim sorununa yönelik çözümün temel özelliği, genellikle bir garanti şeklinde olmak üzere, ilk ihraççının verdiği borcun geri ödenmesi ile ilgili önemli bir menfaati kendi bünyesinde tutmasını sağlamaktır. Campbell'in 1987 yılında yayımladığı makalesinden serbest çevirdiğimiz bu ifadeler, menkul kıymetleştirme sürecinin önündeki sorunları doğru bir şekilde tespit etmektedir. Campbell'in, aynı makaledeki “son birkaç yıldır finansal araçların defterlerinde kayıtlı varlıklar menkul kıymetleştirmenin hedefi oldukça” finansal araçların dikey entegrasyonunun daha görünür bir hal aldığı değerlendirmesi, menkul kıymetleştirmenin aşamalı işlevsel yapısına ve bu çerçevede farklı finansal araçların bu işlevlerle ilgili görev üstlenmesine işaret etmektedir. Campbell'in bu tespitlerinden 20 yıl sonra, olaylar ve gelişmeler Campbell'i doğrulamış olmaktadır.

Ashcraft ve Schuermann, menkul kıymetleştirme “*sürecinde her adıma hastalık bulaştıran çok boyutlu sürtünme, dengesiz bilgi dağılımıdır*” diyerek, 2007 yılının yaz aylarından başlayarak 2008 yılında çok sayıda yerleşik ve büyük finans kurumunun batışına yol açan kredi krizinin çıkış noktasını oluşturan tutsat kredisi menkul kıymetleştirme sürecinde dengesiz bilgi dağılımının bozucu etkisine işaret etmektedirler. Nitekim krizin sona erme belirtileri henüz ortaya çıkmaktayken yapabildiğimiz gözlemler de, dengesiz bilgi dağılımını, menkul kıymetleştirme kaynaklı kredi krizinin temel sebebi olarak ortaya çıkarmaktadır.* Türkiye ile ilgili analizlere yönelik olarak, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin araştırma kuruluşu işlevi gören Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV)'nın değerlendirmeleri de aynı

* Türkiye'de o tarihlerde yayımlanmakta olan **Referans** gazetesinin 4-5 Ekim 2008 tarihli nüshasında, **Güven SAK** tarafından kaleme alınan “Bizi koruyan, finansal sistemimizin ıkkelliği ve faiz oranları” başlıklı yazı, ABD’de ortaya çıkan ve Avrupa ülkelerine de yayılan kredi krizinin temel sebebi olarak dengesiz bilgi dağılımına (yazıda “asimetrik malumat” olarak ifade edilmektedir.) işaret etmekte ve bir gazete yazısı sınırları içinde, çalışmamızın temel tezini söz konusu kriz açısından kolay okunur bir şekilde ele almaktadır.

yöndedir.¹⁹⁴ Krizin başlangıç dönemlerinde yapılan bu tespitler krizden çıkış değerlendirmelerinin yapıldığı 2010 yılının son aylarında ve son sonraki dönemde de geçerliliğinden hiçbir şey kaybetmemiştir ve kaybedecek gibi de görünmemektedir. Dolayısıyla, dengesiz bilgi dağılımının sonucu olarak ortaya çıkan sorunların 2008 finansal krizinin en temel açıklayıcıları olduğunu kabul etmek gerekmektedir.

Yukarıda düşük dereceli tutsat kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi bakımından ele aldığımız yapı, genel olarak bütün menkul kıymetleştirmelerde görülmektedir. Bu bakımdan yukarıdaki analizleri tutsat kredileri ile sınırlamadan menkul kıymetleştirmelerde genel işleyiş mekanizması ve yapı olarak değerlendirmek uygun olacaktır. Böyle bir işleyişte, borç (kredi) verenin gözetim ihtiyacı konusu ayrıca bir değerlendirmeyi gerektirmektedir.

Menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan iflastan korunmuş özel amaçlı kurumun, genel olarak, borcun ödenmemesini ve diğer kurumların batışını önlemek amacına hizmet etmesi amaçlanmaktadır. Özel amaçlı kurum, belirli risk kategorisindeki, daha doğru bir deyişle ödenmeme riski düşük olan borç ödeme taahhütlerini devralarak menkul kıymetleştirilmiş varlıkların ödenmeme durumu ile karşılaşmasını önlemeye çalışmaktadır. Bu şekilde, menkul kıymetleştirme sürecinde çıkarılan nihaî menkul kıymetlerin arkasında mutlaka bir varlık (kredi alacağı gibi) mevcut olduğundan bu menkul kıymetlerin, teknik olarak, teminatlı menkul kıymetler oldukları kabul edilmektedir. Bu teminat anlayışının, kredi verenin gözetim ihtiyacını azalttığı öne sürülebilir. Süreçte yer alan iflastan korunmuş özel amaçlı kurum ilk ihraççının sahip olduğu riskleri taşımayacağından ve ilk ihraççı ile ilişkisi koparılmış olacağından ilk ihraççının malî durumunu gözetime tabi tutma gereği büyük ölçüde ortadan kalkmış olacaktır. Ancak, nihaî kredi borçlusunun ödemelerinin toplanması ve idaresi ile ilgili gözetim ihtiyacı devam edecektir.¹⁹⁵

Kuşkusuz ki, borcun teminatlı olup olmaması açısından yapılan karşılaştırma çerçevesinde, teminatsız bir krediye kıyasla menkul kıymetleştirme yoluyla da olsa bir tür teminat kazanmış olan kredi için gözetim ihtiyacının azalmış olacağı açıktır. Ancak, **Schwarz**'ın 1994 tarihli çalışmasında işaret ettiği ve 2008 borç krizinin de ispat ettiği gibi, menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan kurumların kredi riski veya ödenmeme

riski bakımından birbirleri ile bağları koparılmış olmakla birlikte, nihaî borçlunun (tutsat kredisi borçlusu veya kredi kartı borçlusu veya otomobil kredisi borçlusu veya varlığa dayalı menkul kıymetin teminatını oluşturan herhangi bir alacağın borçlusunun) ödememe riski ve buna ilişkin gözetim ihtiyacı menkul kıymetleştirme ile ortadan kalkmamaktadır. Bu süreçte ilk ihraççının kredi sağladığı birimden nihaî menkul kıymetin satıcısına kadar her aşamada sisteme dâhil olan kurumlarla ilgili gözetim ihtiyacı ayrıca devam etmektedir. Bu ihtiyaç, ilgili kurumun gerçekleştirdiği tek bir menkul kıymetleştirme basamağının ortaya çıkardığı riskten de bağımsız olarak, o kurumun yürüttüğü diğer işler ve işlevlerden kaynaklanan ve batma riskine kadar gidebilen riskler nedeniyle de bir gözetim ihtiyacı göstermektedir.

Bu noktadan başlayarak, menkul kıymetleştirme ile gözetim ihtiyacının azalmadığı, aksine sürecin aşamaları arttıkça bu ihtiyacın da arttığı önermesi üzerinde durmak faydalı olacaktır. Çünkü genel olarak, menkul kıymetleştirme teminat varlık ile buna dayalı menkul kıymet arasındaki doğrudan bağı koparan bir işlemdir. Şöyle ki, örneğin, çıkaran kurumdaki başka bir kurumun garantisini içeren bir menkul kıymet de teminatlı bir araç olarak düşünüldüğü takdirde, ödenmeme riski, menkul kıymeti çıkaran ve ödeme taahhüdü bulunan kurum ile birlikte bu taahhüdün yerine getirilmemesi durumunda ödemeyi yapmayı garanti eden bir başka kurumun ödeme gücü ve malî durumu ile ilgili analizleri gerektirmektedir. Bu durumda, genel bir durum olarak, ihraççı kurum, garanti veren kurumun ön denetim süzgecinden geçecek ve garantiden sonra garanti verenin muhtemel bir gözetimine de tabi olacaktır. İhraççı kurum, ayrıca, ihraçla ilgili yetkisi olan bir düzenleyici kamu kurumunun da ön inceleme ve denetimine tabi olacaktır. Bu işlemde, ayrıca, garanti veren kurumun garantisinin sağlamlığı ve güvenilirliği konusunda tereddüt bulunmuyor olması beklenmelidir. Uygulamada da aksi bir durum oldukça istisnâî ortaya çıkabilecektir. Garanti veren kurumun güvenilirliği ile ilgili değerlendirme, içinde bulunulan genel ekonomik yapının sağladığı genel bir güven anlayışından veya kredi derecelendirme” (rating) kurumları gibi piyasa kurumlarının sağladığı bir güven ölçüsü yaklaşımından kaynaklanıyor olabilir. Örneğin, ticarî bankaların başat finans kurumları olarak yer aldığı ekonomilerde, iyi bir hukuk alt yapısı ve kamu denetim ve izleme sürecinin de varlığı halinde, herhangi bir bankanın sağlayacağı garantinin güven etkisi büyük ölçüde

tartışmasıdır. Bundan farklı olarak, düzenleyici kamu kurumlarınca doğrudan bir kabul görmesine bağlı olmaksızın, değerlendirmeleri konusunda piyasa unsurlarında zaman içinde biriken ve yaygınlaşan bir güven oluşmuş olan derecelendirme kurumlarının sağlayacağı bu kapsamdaki finansal yapı ve beklenti analizine dayalı derecelendirme notu, bu dereceye çok bağlı olarak, bir garanti kadar olmasa da güvence kanaati verecektir. Bu kanaatin derecesi, ilgili derecelendirme kurumunun menkul kıymete atfettiği derece ile değişen bir hal almaktadır. Bu bir risk derecesi olduğuna göre, menkul kıymet sahibine borcun ve borçlunun kalitesi hakkında daha duyarlı değerlendirmeler yapabilme imkânı verebilmesi derecelendirme faaliyetinin öne çıkarılan bir özelliği olmaktadır.

İflastan korunmuş olarak kurulan özel amaçlı kurum, ödeme gücü yüksek borçlulardan olan alacakların dayanak gösterildiği menkul kıymetleri piyasadaki normal yatırımcı gruplarına satarak ve ödeme gücü görece düşük borçlulardan olan alacakların dayanak gösterildiği menkul kıymetleri piyasadaki profesyonel/sofistike yatırımcı gruplarına satarak dengesiz bilgi dağılımını azaltmaya yardımcı olabilmektedir. Böylece, her iki grup menkul kıymet için ödeyeceği faiz oranlarının paçal maliyetini düşürerek kendi maliyetini düşürebilmektedir.¹⁹⁶ Bu uygulamanın 2008 Eylül-Ekim aylarında etkileri yoğunlaşan kredi krizinin öncesindeki menkul kıymetleştirme uygulamalarında da sıkça kullanılan bir yöntem olduğu dönemin basınında yer alan haber ve yorumlardan da gözlenmektedir. Gelişmiş ülke finans piyasalarında yaygın olarak ve Türkiye’de bazı ticarî bankalarda “özel bankacılık” bölümleri tarafından sınırlı derecede başvuru alan “yapılandırılmış finansman” (structured finance) uygulamaları kapsamında, bu gibi aynı kategori varlık grubu içindeki farklı risk alt kategorilerini ayrıştırmak suretiyle veya bir ödemeler akımının anaparası ile faiz tutarlarını ayırmak suretiyle, bunlar için belirlenen farklı risk kategorileri kullanılarak farklı risk-getiri özellikleri taşıyan menkul kıymetler çıkarılması veya tezgâh üstü (over the counter) piyasalarda kişiye özel sözleşmeler yapılması yaygın olarak başvuru alan yöntemler haline gelmiştir.

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, Schwarz, kendi gözlemlerinden de yola çıkarak, aynı grup menkul kıymetler içindeki farklı risk gruplarının ayrıştırılarak, her bir risk

grubundaki menkul kıymetlerin bu risk gruplarına uygun yatırımcı gruplarına satılması suretiyle dengesiz bilgi dağılımının azaltılabileceği değerlendirilmesini yapmakta ve menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan özel amaçlı kurumların bu yönteme başvurdıkları tespitinde bulunmaktadır. Bu değerlendirmenin geçerliliğinin oldukça sınırlı bir çerçevede ve sınırlı etkileri ile kabul edilebileceğini düşünmekteyiz. Alıcıları büyük ölçüde kurumsal yatırımcılar, dolayısıyla profesyonel yatırımcılar olmalarına rağmen, menkul kıymetleştirme sürecinde çok sayıda kurumun yer alıyor olması ve her aşamadaki kurumun kendi gözetim sorumluluğunu kendisinden önceki kurumun sorumluluğu olarak algılama eğilimi risk değerlendirmeleri ile birlikte gözetim ihtiyacı algılamasını da zayıflatmaktadır. İlk ihraççının üstlenmesi beklenen ilk borçluyu gözetim sorumluluğu, kredi alacaklarının ilk ihraççı tarafından ayarlayıcı/düzenleyici kuruma satılması ile birlikte adeta ortadan kalkmış olmaktadır. İlk ihraççı alacaklarını satmakta ve bunun karşılığında aldığı fonu gelir yazmaktadır. Böylece, ilk borçlunun ödeme gücü ile ilgili kaygıları tamamıyla ortadan kalkmasa bile, değerlendirmelerdeki önceliğini kaybetmektedir. Çünkü ilk ihraççının beklenen gelir akımları arasında artık ilk borçlunun ödemeleri yer almamaktadır. Ödemelerin yapılması ile ilgili takip ve diğer sorumluluklar ayarlayıcı/düzenleyici kuruma geçmektedir. Ayarlayıcı/düzenleyici kurum, görev tanımı ve uzmanlığı gereği, ilk ihraççının sahip olduğu özelliklerden farklı olarak, bireysel konut alıcısının veya kredi kartı sahibinin veya otomobil alıcısının ödemeleri ile ilgili takip gücüne ve becerisine sahip bulunmamaktadır. Bu şekilde, kurumlar arasındaki uzmanlaşma farklılığı, ters yönlü bir dengesiz bilgi dağılımı yaratarak ters seçim sorununa veya ahlakî bozulma tehlikesi sorununa yol açabilecek noktaya gelmiş olmaktadır.

2008 Eylül-Ekim aylarında yoğunlaşan kredi krizinde finansal kurumların peş peşe batması veya finansal güçlüğü düşmesi, bu şekilde bir dengesiz bilgi dağılımı sorununun ortaya çıkardığı domino etkisine işaret etmektedir. Bu domino etkisi, devraldıkları ve sattıkları varlıkların güvenilirliği ve borçluların ödeme gücü hakkında menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan bütün kurumların (buna sigorta şirketi de dâhildir) ilk ihraççının sahip olduğu bilgiye sahip olmaması ile de ilgilidir. Zincirin son halkası olarak varlığa dayalı menkul kıymeti satın alan nihaî yatırımcı, aldığı menkul kıymetin arkasındaki varlıkların kalitesi ve borçluların ödeme gücü hakkında

diğerlerinin sahip olduğu bilgiye sahip değildir. Gözetimle ilgili sorumluluklar ilk ihraççıdan başlayarak giderek zayıflayan bir şekilde aktarıldığından, bu dengesiz bilgi dağılımı sorununu ortadan kaldıracak veya azaltacak bir mekanizma kalmamış olmaktadır. Dolayısıyla, menkul kıymetleştirme sürecinde adeta buharlaşan gözetim sorumluluğu menkul kıymetleştirmenin önemli bir sorunu olarak karşımıza çıkmaktadır.*

1.8. Büyük Pay Sahipliği ve Gözetim

Gözetimin yapılabirliği konusunda, konu ile ilgili akademik çalışmalarda, genel olarak, büyük pay sahiplerinin bir gözetim üstünlüğü bulunduğuna ilişkin baskın bir görüş bulunmaktadır. “Büyük” olmanın öncelikle şirket sermayesi içinde görece yüksek bir pay oranına sahip olma yanı sıra, şirkete konulan sermaye veya verilen borç tutarının büyüklüğünün pay sahibinin bireysel serveti içindeki önemini de kapsadığını dikkate almak gerekmektedir.

Yukarıda Bölüm 1.3’te ve Bölüm 1.6.1’de açıklandığı üzere, sabit maliyetlerin toplam gözetim maliyetleri içindeki büyük payı nedeniyle, başka kurum ve mekanizmalara ihtiyaç duymayan doğrudan bir gözetim faaliyeti ancak büyük pay sahipleri bakımından ve büyük ölçüde sadece bunlar tarafından yapılabir bir faaliyet olmaktadır. Çok yüksek olacağını kabul ettiğimiz gözetim maliyetleri büyük pay sahipliğinin sağladığı harcama olanaklarını aşmadığı sürece büyük pay sahipliği gözetim yapmaya aday olabilecektir. Gözetim maliyeti ile ilgili varsayımlarımız gereği yukarıdaki bölümlerde ulaştığımız bu sonuç, konu hakkında yapılan çalışmalarda farklı yönlerden ele alınmıştır. Büyük pay sahibinin ve bu kapsamda, bazı çekince ve istisnaları ile birlikte, kurumsal yatırımcıların ya da kolektif yatırım kurumlarının (yatırım fonları, emeklilik fonları, özel sermaye fonları, ülke fonları, yatırım ortaklıkları gibi) gözetim yapma bakımından en uygun durumda oldukları genel olarak kabul

* Buraya kadar Amerika Birleşik Devletleri’ndeki uygulamasını dikkate alarak değerlendirdiğimiz menkul kıymetleştirme süreci ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: III No: 14 Tebliği ile 31.07.1992 tarihinden itibaren hukuken uygulama imkânı bulmuştur. Bankalar tarafından bir dönem yoğun olarak başvuru ve tüketici kredileri ve borçları ile taşıt kredileri gibi alacak kalemlerine dayalı varlıkların menkul kıymetleştirilmesine dayanan bu uygulama, bankalarla ilgili karşılık düzenlemelerinin bu uygulamayı cesaretlendiren hükümlerinin değiştirilmesinin de açık etkisiyle uzun yıllar başvurulmayan bir yöntem olmuştur.

edilmektedir. Büyük pay sahibinin gözetim yapma eğilimi piyasaların likidite düzeyi ile de ilişkili olarak çok sayıda çalışmada değerlendirilmiştir.

Konu ile ilgili çalışmalar arasında önemli bir referans olan **Shleifer ve Vishny**'nin 1986 tarihli çalışmalarında¹⁹⁷ şirketin çok sayıda küçük pay sahibine sahip olması halinde, bu ortakların hiç birinin şirket yönetiminin performansını gözetime tabi tutmaktan fayda elde edemeyeceği görüşü savunulmaktadır. **Grossman ve Hart**'ın 1980 tarihli çalışmalarında¹⁹⁸, bir şirketi ele geçirme hedefi olan bir kişinin, şirkette pay sahibi olmaması halinde, temel olarak bedavacılık sorunu nedeniyle, şirketi ele geçirip performansının artırılması mücadelesine girmeyeceği değerlendirilmektedir. Çünkü şirket ele geçirme işleminin şirkette yanlış ve kötü giden işlem, uygulama ve yöneticileri değiştirerek genel olarak şirket kârlılığını artırma gibi bir hedefi bulunmaktadır. Şirket sermayesinde yeterli paya sahip olmayan bir girişimcinin şirketi ele geçirmek ve sonrasında iyileştirmekle elde edeceği bireysel fayda, düşük oranlı payı nedeniyle, oldukça azalacaktır. Dolayısıyla, şirketi ele geçirdikten sonra ortaya çıkacak faydaları diğer pay sahipleri ile paylaşmak istemeyeceğinden, yeterli büyüklükte pay sahibi olmayan girişimci herhangi bir şirket ele geçirme girişiminde bulunmayacaktır.¹⁹⁹ Böylece, Grossman ve Hart, şirket ele geçirme piyasasının, şirket kontrolü (corporate control) piyasası olarak da kabul edildiğini* dikkate alarak, bu kapsamda şirketin kontrolü ile ilgili girişimlerin ancak bundan yeteri kadar fayda ve getiri sağlayabilecek büyüklükteki pay sahipleri tarafından yapılabileceği sonucuna ulaşmaktadırlar. Shleifer ve Vishny, bu yaklaşımdan da yola çıkarak, şirketi gözetime tabi tutacak pay sahiplerinin ancak büyük pay sahipleri olacağı görüşünü savunmaktadırlar. Yazarlara göre, küçük pay sahibinin şirket yönetimini gözetime tabi tutmak için yeterli payı olmayacaktır.

Shleifer ve Vishny, büyük pay sahiplerini

i) sermayedeki payı büyük olan ailelerin şirket yönetim kurullarında görev alan üyeleri,

* Şirket ele geçirme girişimlerinin bir şirket kontrolü piyasası olarak değerlendirilmesi durumu aşağıda Bölüm 2.6.1'de daha ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

ii) emeklilik fonları ve kâr paylaşımı amaçlı kurulan her türlü oluşum ile bankalar, sigorta şirketleri, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi finansal kurumlar,

iii) şirket yönetim kurulunda üyesi bulunmayan, ancak şirket sermayesinde büyük pay oranına sahip olan şirketler ile aile holding şirketleri

olarak gruplandırmaktadırlar. Shleifer ve Vishny'nin, çalışmalarından bekledikleri sonuç, hedefteki şirketi finansal kurumların yöneticilerinin ve özellikle büyük bireysel yatırımcılar ile büyük pay sahibi şirketlerin gözetime tabi tutacağı ve bazı durumlarda şirket ele geçirme girişimini de bunların başlatacağı veya böyle bir girişime diğer tarafları bunların davet edeceği şeklindedir.²⁰⁰

Shleifer ve Vishny, 456 şirketi dikkate alarak gerçekleştirdikleri çalışmalarında, bekledikleri gibi, büyük pay sahiplerinin şirket ele geçirmelerinde oldukça önemli bir rol oynadığı; büyük pay sahiplerinin şirket yönetimini kendi başlarına gözetime tabi tutamadıkları durumda bile şirketi ele geçirme girişiminde olan başkalarıyla ele geçirme sonucunda ortaya çıkacak kazancı paylaşmak suretiyle bu girişimcilere destek oldukları sonuçlarını elde etmektedirler. Büyük pay sahipleri şirket ele geçirme işlemini şirket içinde olup pay oranı düşük yöneticilerle birlikte hareket ederek ve bunların şirketle ilgili bilgi üstünlüğünü de kullanarak yapabilmektedirler.²⁰¹ Shleifer ve Vishny'ye göre, böylece, büyük pay sahipleri şirket performansının artırılmasında tek başlarına veya birlikte hareket ederek etkin bir rol üstlenmektedirler.

Shleifer ve Vishny, yaygın ve dağınık ortaklık yapısına sahip şirketlerde, şirket ele geçirme için gerekli asgarî hisse miktarına sahip olduktan sonra, büyük pay sahibinin hisse miktarında bir değişikliğe gitmesinin faydası olmayacağını belirtmektedirler. Büyük pay sahibi, bu yeterli hisseyle şirketi ele geçirme gücünü ve de gözetim gücünü elinde tutuyor olacaktır. Bu hisselerin bir kısmını piyasada satması ancak ele geçirme veya gözetimden elde edeceği getirinin sattığı hisse kadarlık kısmını başkaları ile paylaşması anlamına geleceğinden, büyük pay sahibi*, kendi yerine gözetimi sürdüreceği yeni bir büyük ortak ortaya çıkıncaya kadar payını azaltmayı tercih etmeyecektir. Gözetim gücüne sahip büyük ortağın şirketteki payını artırmak istemesi

* Shleifer ve Vishny'nin analizinde “büyük pay sahibi” şirketi ele geçirme mücadelesine girerek fayda sağlama beklentisini sağlayacak yeterlikte pay oranına sahip ortağı ifade etmektedir.

halinde ise piyasadakiler bu büyük ortağın bilgisel üstünlüğüne bağlı bir özel kazanç durumu olduğu sinyali alacaklarından ellerindeki hisseleri ya satmak istemeyecekler ya da ancak daha yüksek fiyata satmak isteyeceklerdir. Bu da büyük pay sahibinin potansiyel kârının azalması anlamına geleceğinden, büyük pay sahibi, payını artırmak için açık bir hisse alım girişiminde bulunmayacak veya böyle bir süreci başlatmayacaktır. Büyük pay sahibinin alımlarını gizlice sürdürmesi ise pay sahipliği oranı belli bir büyüklüğe (% 5, % 10 gibi) ulaştığında, bu durumda değişiklik olduğunda ve büyük ortakların hisse alımlarında belli eşikler aşıldığında bu işlemlere ilişkin özel durum açıklaması yaparak piyasanın bilgilendirilmesine ilişkin düzenlemeler dolayısıyla mümkün olmayacaktır.²⁰² Shleifer ve Vishny'nin bu analizleri, adeta Hirschman'ın kitabında²⁰³ ele aldığı çıkış imkânı kısıtlanmış pay sahibinin sadakate yönelerek söz söylemesi durumundaki gibi²⁰⁴, büyük pay sahibini, gözetim yapması *de facto* mümkün ve doğal olan bir unsur olarak ele almaktadır. Shleifer ve Vishny'ye göre, bir kez büyük pay sahibi olma konumu sağlandıktan sonra, büyük pay sahibi, kendi gözetim faaliyetinin faydasının kalmadığını düşünecek olsa bile, kendi yerine geçecek bir gözetim yapabilecek büyük pay sahibi ortaya çıkmadıkça konumunu değiştirmek istemeyecektir.²⁰⁵

Büyük pay sahipliğinin gözetim etkisi piyasaların likidite düzeyi ile birlikte değerlendirildiğinde farklı bir bakış açısı sunmaktadır. **Maug** 1998 tarihli çalışmasında²⁰⁶, piyasaların likidite düzeyinin artmasının hem piyasadaki pay satın almanın kolaylaşması nedeniyle büyük pay sahipliğini kolaylaştırdığı ve hem de pay satışının aynı şekilde kolaylaşmış olması nedeniyle büyük pay sahibinin şirketle ilgili gözetim ve kontrol düzeyini artırmak yerine hisselerini satarak çıkabilmesini de kolaylaştırdığı önermelerinden hangisinin daha baskın olacağını araştırmaktadır. Maug'un sonuçları her iki önermeyi de doğrulayamamakta, ancak piyasa likiditesinin şirket kontrolü üzerindeki etkisinin kuşkuyla yer bırakmayacak şekilde pozitif yönlü olduğunu göstermektedir.

Maug, büyük pay sahibinin gözetim faaliyetinde bir bedavacılık sorunu ile karşılaşacağını; büyük pay sahibinin bir maliyete katlanarak yapacağı gözetim faaliyetinin sonuçlarından gözetim yapmayan küçük pay sahiplerinin bedava

yararlanacağını kabul edildiğini ancak piyasaların likidite düzeyinin yüksek olmasından yararlanarak büyük pay sahibinin bedavacılık sorununu büyük ölçüde aşabileceğini göstermektedir.

Maug'a göre, büyük pay sahibi iki seçenekle karşı karşıyadır. Birinci seçeneği paylarını elden çıkarma eğilimi göstermeyerek şirkete bağlı kalmak ve gözetim faaliyetini artırmak olabilecektir. Bu durum, büyük pay sahipliğinin *kilitlenme etkisi* (lock-in effect) olarak adlandırılmaktadır. Büyük pay sahibinin ikinci seçeneği gözetim düzeyini artırmadan paylarını satarak çıkmak olabilecektir. Bu durum da *likidite etkisi* (liquidity effect) olarak adlandırılmaktadır. Likidite düzeyi yüksek piyasalarda, hisse fiyatının dalgalanma düzeyi (volatilitesi) de yüksek olacağından, gözetim nedeniyle piyasadakilere kıyasla sağladığı bilgi üstünlüğünü de kullanarak, büyük pay sahibi getiri düzeyini artırabilecektir. Piyasa likidite düzeyinin düşük olması durumunda, büyük pay sahibinin piyasa likiditesinden yararlanarak çıkışı zorlaşacağından, pay sahipliği oranını kolay çıkışa imkân verecek şekilde düşük tutacak ve görece düşük pay oranı ile gözetim faaliyetinde bulunarak getirisini artırmaya çalışacaktır. Maug, bu sonucu, piyasa likidite düzeyinin yüksek olmasının kolay çıkışa imkân vermesi nedeniyle gözetim eğiliminin ve şirket üzerindeki gözetim etkisinin düşük kalacağı şeklindeki genel kanıya karşı bir görüş olarak değerlendirmektedir. Maug'a göre büyük pay sahipliğinin gözetim yapmadaki farklı durumundan kaynaklanan şirkete ilişkin bilgi üstünlüğünü kullanarak, büyük pay sahibi, elde ettiği özel bilgileri piyasada bilgilendirilmemiş (uninformed) yatırımcıların durumundan yararlanarak yüksek getiriye dönüştürebilme gücüne sahip durumdadır.²⁰⁷

Maug'un büyük pay sahibinin şirket üzerindeki olumlu gözetim etkisine ilişkin ikinci sonucu kurumsal yönetim ile ilgilidir. Öncelikle, büyük pay sahibinin şirket üzerindeki gözetim etkisi nedeniyle şirketin kârlılığının ve getirisinin artabildiği kabul edilmektedir. Büyük pay sahibi, gözetim yaparak şirketin kârlılığını ve getirisini artırma gücüne sahipse, başlangıçta şirkette yüksek oranlı bir pay edinmek suretiyle, sağlayacağı daha yüksek kârlılık ve getiriden piyasadaki bilgisiz (bilgilendirilmemiş) yatırımcıların faydalanmasını istemeyecektir. Bunun yerine, Maug'a göre, büyük pay sahibi başlangıçta şirkette küçük oranda bir pay edinecek ve daha sonraki dönemlerde

piyasadan hisse satın alarak pay oranını artıracaktır. Böylece, kendi gözetimi sonucu oluşan kurumsal yönetim başarılarının getirilerini başlangıçta başkaları ile paylaşmaktan kurtulacaktır. Büyük pay sahibi, başlangıçta düşük bir pay oranına sahipken, sağlayacağı gözetim ve kurumsal yönetim katkılarının etkin sonuç vermeyeceğini ve kendisine ek getiri sağlamayacağını anladığı takdirde, mevcut hisselerini piyasada kolayca satarak gözetim maliyetine katlanıp getirisini azaltma tehlikesinden kaçınabilecektir. Ancak, büyük pay sahibinin gözetim faaliyetinin kurumsal yönetim etkileri nedeniyle şirkette performans artışı sağlayacağını geçerli bir varsayım olarak kabul etmiş bulunduğumuzdan, piyasaların likidite düzeyinin yüksek olması büyük pay sahipliğini fayda veya getiri ençoklaması hedefi açısından anlamlı kılmakta ve gözetim yoluyla şirketin performans artışı ve büyük pay sahibinin getiri artışı sağlamasını mümkün kılmaktadır. Büyük pay sahibinin bu sonucu elde edemeyeceğini öngördüğü noktada hisselerini satıp çıkabilmesi varsayımı likidite etkisinin avantajı olarak karşımıza çıkmaktadır.²⁰⁸ Maug 'un bu sonucu, Grossman ve Hart'ın dikkate aldıkları hisse fiyatlarındaki sulanma etkisi ve büyük pay sahibinin elindeki hisse oranı ve bundaki değişime ilişkin bilginin piyasaya açıklanıyor olmasının yaratacağı piyasadaki alım-satım etkisini dikkate almamakla birlikte, analizimiz açısından yararlı bir noktaya işaret etmektedir.

Maug, büyük pay sahiplerinin gözetim faaliyetinin şirket performansı üzerindeki etkileri üzerine daha önce yapılmış çalışmaların²⁰⁹, büyük pay sahiplerinin organizasyon yapılarının gözetim faaliyetlerinin başarısını sağlamaya yönelik önemli potansiyel özellikleri olduğunu gösterdiğini belirtmektedir.

Dolayısıyla, birçok araştırma sonucunun gösterdiği gibi, büyük pay sahipliği, gözetim yapma ve gözetim faaliyetinden sağlanan bilgi üstünlüğünün piyasa getirisine dönüştürülmesi veya gözetimin kurumsal yönetim etkisinin şirket performansında artışa dönüştürülmesi şeklinde faydalar elde ederek, faaliyeti sürdürebilme yeteneği bakımından uygun bir durumu temsil etmektedir. Gözetim maliyeti ve gözetim faaliyetinin unsurları ile ilgili olarak yukarıda Bölüm 1.3'te açıklandığı üzere, gözetim maliyetlerinin yapısı gözetim faaliyetine başlayabilmek için “büyük” olmayı gerekli kılmaktadır. Bu “büyük”lük hem yatırıma konu tutarın gözetim yapacak olanın serveti

ve geliri bakımından “büyük” olmasını ve hem de yatırım yapılan şirketin sermayesi ve aktifleri bakımından etkili olabilmeyi sağlayacak bir “büyük”lüğü ifade etmektedir. Büyük pay sahibi bu gereklilikleri sağladığı sürece gözetim faaliyetini sürdürecektir ve yapılan çalışmaların gösterdiği gibi, büyük pay sahibinin gözetim yapmasıyla şirket performansında artış sağlanabilecektir.

Büyük pay sahibinin **mutlak** gözetim üstünlüğü yaklaşımına karşı bir görüş olarak, **Edmans ve Manso**, 2009 tarihli çalışmalarında²¹⁰, yaygın ve dağınık pay sahipliğinin, aktif bir menkul kıymet piyasasında, hisse senetlerinin kolayca satılabildiği gibi kolayca da satın alınabilmesi dolayısıyla yönetici üzerinde gözetim etkisi doğuracağını savunmaktadırlar. Hatta büyük pay sahibinin yönetime müdahale şeklinde göstereceği davranış şirket performans sonuçları ortaya çıktıktan sonra (*ex post*) olurken, çok sayıda ve dağınık ortağın piyasadan hisse alım-satım şeklinde göstereceği davranış sonuçları ortaya çıkmadan önce (*ex ante*) olacaktır. Şirketin beklenen performansından memnun olmayan pay sahipleri satışa yöneldikçe hissenin piyasa fiyatı düşecek ve bu da şirket yöneticisi üzerinde baskı unsuru olacaktır. Böylece Edmans ve Manso, aktif hisse senedi piyasasının da şirket yöneticisi üzerinde, piyasa katılımcılarının alım-satım kararları ile bir gözetim etkisi göstereceğini ifade etmektedirler.

Edmans ve Manso, yoğunlaşmış pay sahipliğinin ortaya çıkaracağı az sayıda büyük pay sahibinin şirket yönetimine müdahale (*intervention*) şeklinde göstereceği etkiyi, dağınık ve yaygın pay sahipliğinin ortaya çıkaracağı çok sayıda küçük pay sahibinin aktif (likid) piyasada kolayca gerçekleştirecekleri alım-satım davranışı ile göstereceğini ifade etmektedirler. Yazarlara göre, büyük pay sahipleri, çoğu yatırım fonu için geçerli olduğu üzere, pasif oldukları ve müdahaleci olmadıkları takdirde, yaygın pay sahipliği optimal olacaktır. Ancak, yazarlara göre, aktif pay sahipliğinin (*shareholder activism*) ve girişim sermayesinin söz konusu olduğu durumlarda büyük pay sahipliği daha etkin sonuç verecektir.

Edmans ve Manso’nun da işaret ettikleri gibi, büyük pay sahipliği ile ilgili olarak önemle vurgulayacağımız son husus, kolektif portföyleri yönetmek üzere kurulan ve temel amacı şirket kontrolü ile ilgili fayda elde etmek olmayan yatırım fonları,

yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım kuruluşu özellikleri gösteren büyük pay sahiplerinin pay sahipliği sınırlamaları ile ilgilidir.

Genel bir kural olarak, fon ve portföy yönetimine ilişkin düzenlemeler bu kurumların fon aktardıkları şirketleri kontrol ediyor olmaları sonucunu doğuracak büyüklük ve oranlardaki yatırımları yasaklamaktadır.* Böylece, kolektif yatırım kuruluşlarının, faaliyetlerinin türü ve amaçlarının bir gereği olarak, şirketler ve şirketlerin yönetimi üzerinde basit pay sahipliğinin veya borç senedi sahipliğinin sağlayacağı olanaklar ötesinde etki doğuracak oranda ve büyüklükte menkul kıymet edinmeleri hukuken engellenmiş olmaktadır. Kolektif yatırım kuruluşlarının, yatırım yaptıkları şirketler üzerinde etki doğurucu güç edinmemeleri bunların gözetim faaliyetinin ileri aşamalarına geçmelerini engellemektedir. Böylece, kolektif yatırım kuruluşlarının, kendilerini kontrol aşamasına yakınlaştıracak düzeyde bir gözetim faaliyetinde bulunmaları hukuk düzenlemeleri ile yasaklanmış olduğundan, bu kuruluşların kontrol araçlarının kullanılmasını gerektirecek ileri düzeyde bir gözetim aşamasını hedeflemeleri ve buna yönelik çalışma ve yatırım yapmaları ekonomik açıdan doğru bir karar olmayacağından, bu kuruluşların yapacağı gözetimin ileri aşamalara ulaşmasını beklemek mümkün görünmemektedir. Bu çerçevede, kolektif yatırım kuruluşlarından diğer tüm finansal yatırım sahiplerinin amaçlarına hizmet edecek şekilde ileri düzey bir gözetim davranışı beklenmemektedir.

Gözetim faaliyetine başlayabilmek için ileri düzey gözetim ve kontrol etkilerinin elde edilebilmesine ilişkin bir öngörünün bulunması gerekliliği ve buna ilişkin değerlendirmeler, aşağıda Bölüm 4.1’de ele alınmaktadır. Gözetim faaliyetinin bu açıdan da değerlendirilmesi aşağıda Bölüm 3.3’de yapılmaktadır.

* Avrupa Birliği’nin 1 Temmuz 2011’de yürürlüğe girmesi öngörülen 13 Temmuz 2009 tarihli ve 2009/65/EC sayılı devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kolektif yatırım kurumlarına ilişkin Direktifinin (*Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)*) 5’nci maddesinde bütün üye ülkelerde yatırım fonlarının kolay alınıp satılabilir menkul kıymetlere yatırım yapmalarına izin verilecek düzenlemeler yapılmasını öngörmektedir. Aynı Direktifin 56’ncı maddesi bir yatırım fonunun menkul kıymeti çıkaran şirketin yönetimi üzerinde önemli etkide bulunmasını sağlayacak düzeyde menkul kıymet edinmesine izin verilmemesini öngörmektedir. Bu kapsamda, Direktifin aynı maddesinin devamında, yatırım fonlarının bir şirketin hisselerinin ve borçlanma senetlerinin yüzde 10’undan fazlasını edinmesi yasaklanmaktadır. Avrupa Birliği’nin bu son düzenlemeden önceki düzenlemeleri ve ayrıca ABD’de ve Türkiye’de de konuyla ilgili düzenlemeler aynı şekilde yasaklamalar içermektedir.

1.9. Teminatlandırma ve Gözetim

Kredilendirme sürecinde, borcun teminat ile desteklenmesi, gözetim ihtiyacı ile ters yönlü çalışan bir işlemdir. Borç veren tarafından borç alandan bir teminat alınmasının borcun geri ödenmesi ile ilgili soruları ve kaygıları teminatın ve borcun değerine bağlı olarak azaltacağı genel bir kabuldür. Kredi sözleşmesine dâhil edilecek teminatın borç verenin katlanacağı bilgi edinme maliyetlerini önemli ölçüde azaltıcı etkisi olacaktır. Teminat, borç verenin borca uygulayacağı faiz oranını borçlunun eylem ve işlemlerini gözlemleyerek tespit etmek yerine teminatın risk derecesini ölçerek ve değerlendirerek belirlemesine olanak sağlayacaktır. Bu olanak, borçlanma sözleşmesine borç alanın eylem ve işlemlerini kontrol altına alacak hükümler koyarak bunları gözetime tabi tutma ve yönetme durumunda ortaya çıkacak maliyetlerden daha düşük maliyete katlanılıyor olmasını sağlayacaktır.²¹¹ Böylece, teminatlandırma gözetimle ilgili olarak borç verenin üstleneceği maliyetleri azaltan ve bu şekilde borç verenin borç alana uygulayacağı faiz oranının daha düşük belirlenmesini sağlayacak bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır.

Borcun teminat veya kefalet alınması yoluyla geri dönüşünü sağlamaya yönelik uygulamalar kredi kurumlarının başvurdukları en klasik yöntemlerden birisidir. Günümüzde, Türk bankacılığında bir teminat veya kefalete dayanmayan kredi verilmesi çok yaygın bir uygulama değildir. Ancak, çok iyi bir kredi geçmişi bulunan, finansal durumu ve iş yapma beklentileri konusunda güven veren kişi ve kurumlara bir teminat veya kefalet aranmaksızın kredi verilmesi mümkün olabilmekte ve bu da çok yaygın bir uygulama olarak karşımıza çıkmamaktadır.

Teminatlandırma, borç verenin güvenini sağlama bakımından kilit bir öneme sahiptir. Borç verenin ihtiyaç duyduğu güven, borç alanın ödeme gücü ve finansal durumu hakkında borç verenin eksik bilgi sahibi olmasının bir sonucudur. Bu durum, yukarıdaki bölümlerde, dengesiz bilgi dağılımı olarak ele aldığımız bilgilenme sorunlarında kaynağını bulmaktadır. Dengesiz bilgi dağılımının yoğunluğu, bu çerçevede, teminatlandırma gereksinmesini artırıcı bir etken olarak ortaya çıkmaktadır. Borç veren, finansal durumunu ve ödeme gücünü iyi bildiği ve yakından izleyebildiği bir borç alanla ilgili olarak teminat veya kefalet şeklinde bir kolaylığı aramayabilecek

iken, bu bilgilerden yoksun olduğu ya da eksik bilgilenmiş olduğu bir borç alanla ilgili gözetim faaliyet düzeyini düşük tutmak için kefalet veya teminat almadan borç vermemeyi tercih edecektir. Teminat ve kefalet, böylece, dengesiz bilgi dağılımı sorunundan kaçınmayı sağlayan ve bu sorunun varlığı halinde borç verenin karşılaşacağı ikincil sorunları kısmen veya tamamen ortadan kaldıran bir işlev üstlenmektedir. Yeterli teminatı sağladığının dřnldėđ durumda, borç verenin, bilgi dağılımı dengesizliğinden kaynaklanan temsil sorunu, ters seçim sorunu, ahlakı bozulma tehlikesi gibi durumlarla ilgili kaygısı tamamen veya büyük lde ortadan kalkmaktadır.

Borçlanma piyasalarının gelişmesinin ilk aşamalarında teminatlandırmanın önemli bir yer tuttuğu görülmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde ve İngiltere'de Birinci Dünya Savaşı'nın sonuna kadarki süreçte teminatsız kredi verilmesi pek mümkün olan bir işlem değildi. Örneğin, ABD'de 1913'te 11,2 milyar Dolarlık demiryolu yatırımının yüzde 90'ının borçla finanse edildiği ve bu borçların çok büyük bölümünün gayrimenkul ipoteği ile teminatlandırıldığı, yüzde 10 kadarının teminatsız borç olduğu aktarılmaktadır. Bu teminatsız borçların çok büyük bölümü de şirketin hisse senedine dönüştürülebilir tahvil niteliğindedir. Böylece, 1913 ABD'sinde teminatın sağlanamaması durumu, şirket zkaynaklarına yönelmek için yeterli bir sebep olarak ortaya çıkmıştır.²¹²

Teminatlandırma, teminatın sağlanan krediye oranla yüksekliği, değerini koruma gücü ve nakde dönüştürülebilme hızı ile doğru orantılı olarak artan bir şekilde, gözetime duyulan ihtiyaı azaltmaktadır. Teminatın niteliği borç sözleşmesi ile borç alana ve borç verene yüklenecek sorumlulukların yönünü ve kapsamını da etkilemektedir. Teminatın değerinin tespit edilmesi olanaklarının borçlanma sözleşmesi ile belirlenecek borçlanma maliyeti üzerinde etkisi önemli bir noktayı oluşturmaktadır. Değeri borçlanmanın başlangıcında belli olan ve borçlanma sözleşmesinin süresi boyunca da kolaylıkla tespit edilip güncellenebilen teminatlar bilgi edinme maliyetlerinin düşük gerçekleşmesini sağlayacaktır. Aktif bir piyasası bulunan, dolayısıyla olağan durumda yüksek değer kayıplarına uğramadan kolaylıkla nakde dönüştürülebilir menkul kıymetler bu nitelikteki teminata örnek gösterilebilir.

Buna karşılık, piyasalarda alım satıma konu olmayan, nakde dönüştürülmesi zor olan teminatların değer tespitindeki ve bir kez değer tespit edildikten sonra bu değere ilişkin bilginin borç sözleşmesi süresince güncel tutulabilmesindeki güçlükler o derece yüksek düzeylere ulaşabilir ki verilen borç karşılığında teminat almak yerine gözetim maliyetlerine katlanmak borç veren açısından çok daha uygun bir yöntem olabilir. Borcun geri ödenebilme olanakları hakkında gözetim yaparak bilgi edinmenin maliyetinin diğer yöntemlere göre daha düşük olabileceği durumlarda gözetim zorunlu bir seçim olarak karşımıza çıkacaktır.

Buna karşılık, teminatın değerinin tespitinin ve gerektiğinde bu değer güncellenmesinin görece kolay ya da, uç bir durum olarak, kuşku içermeyecek kadar kesin olduğu durumlar da olabilmektedir. Örneğin, kredinin tutarının oldukça üstünde değeri olan ve uzun vadede değerinde düşme olasılığı zayıf nakit benzeri bir kıymetin teminat olarak alınması halinde kredi kurumu hiçbir şekilde gözetime ihtiyaç duymayabilecektir. Kamu menkul kıymetlerinden oluşabilecek ve krediye oranla yüksek tutarlı bir teminat buna örnek gösterilebilir. Bu uygulamanın en uç örneği, ülkemizde rastlanan, *nakit teminat karşılığı kredi* uygulamasıdır. Banka tarafından verilen krediye ve faizlerine denk gelecek şekilde, borç alanın bankada tuttuğu mevduat bloke edilerek, hesap sahibi veya onun göstereceği başka bir kişi adına kredi hesabı açılmaktadır. Bu yöntem, bloke mevduat olarak bankaya yatırdığı şahsına ait parasal varlığını teminat gösterip işletmesi adına kredi kullanan iş sahipleri tarafından kullanılabilir. Şahsî fonunu ticarî işletmesine veya şirkete aktarmak istemeyen kredi alan açısından bu uygulama kredi olanaklarına daha kolay ulaşmayı sağlamaktadır. Banka ise, söz konusu bloke mevduatın işletme veya şirket adına açılan kredi hesabının teminatı olduğuna dair gerekli hukukî şartları da tamamlamak suretiyle, herhangi bir gözetim maliyetine katlanmadan geri dönüş riski bulunmayan, oldukça güvenli bir kredi sağlamış olmaktadır.

Bu çerçevede, teminat ve kefalet, borç verenin gözetim ihtiyacını azaltan ve dolayısıyla gözetim faaliyet düzeyinin ve bundan kaynaklanan maliyetlerin görece daha düşük gerçekleşmesini sağlayan bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Bankacılıkta kefalet ve teminat uygulamasının yaygınlığını koruması, gözetim maliyetlerinin

yüksekliği karşısında bankaların başvurduğu tasarruf sağlayıcı bir yol olarak düşünülebilir. Banka tarafından katlanılan gözetim maliyetlerinin, nihaî bir durum olarak, borç verme maliyetlerinde artışa veya bankanın borç alma maliyetlerinde düşüşe veya bunların her ikisine birden yol açması, kurum olarak bankanın değil, bankanın aracılık ettiği kesimlerin maliyetlerinin artışı veya getirilerinin azalması olarak ekonomiye yansımaktır. Bu sonuç, genel olarak, aracılık maliyetlerini artırıcı bir durum olarak değerlendirilmek gerekir. Bu açıdan baktığımızda, teminat ve kefalet uygulamasının gözetim faaliyeti ile karşılaştırmalı olarak, aracılık maliyetlerinde tasarruf sağlayıcı bir etkisinin bulunup bulunmadığı konusu araştırılmaya muhtaç bir konu olarak durmaktadır.

Son yıllardaki piyasa gelişmeleri çerçevesinde yaygınlık kazanmaya başlayan kredi sigortası uygulamaları teminatlandırmanın bir başka yöntemi olarak ele alınabilir. Farklı içeriklerle hazırlanan sigorta poliçeleri yoluyla, bireysel kredilerde kişinin ölümü, gelir elde edemeyecek düzeyde sakatlanması, işsiz kalması gibi koşullara bağlı olarak kredinin ödenmesinin sigorta teminatına bağlanması yaygın bir uygulama haline gelmiştir. Şirketlere verilen kredilerde şirketin ödememe durumunu sigorta kapsamına alan kredi sigortası poliçeleri veya devlet politikası olarak, kamu kurumları desteğinde oluşturulan kredi sigorta sistemleri de aynı kapsamda şirketler kesimine yönelik gözetim ihtiyacını azaltan uygulamalar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sigorta uygulamasının 2007 yaz aylarında ortaya çıkan dünya kredi ve finansman krizinin duyarlı alanlarından birisini oluşturan ve yukarıda Bölüm 1.4.6'da ve aşağıda Bölüm 3.2'de açıklanan kredi ödenmeme swapı (credit default swap – CDS) ile kazandığı boyutları da bu kapsamda ele almamız gerekmektedir. CDS'in, esas olarak, bir kredi sigorta uygulaması olduğu dikkate alındığında, CDS piyasası çok büyük ölçüde spekülasyon amaçlı poliçe alımlarından oluşuyor gözükse de, kredi sigortası uygulamasının ulaştığı boyutun büyüklüğü kredi sigortası kültürünün yaygınlığını bize göstermektedir. ABD'deki uygulaması, CDS'ler bağlamında, ticarî bankacılığın borç verdiği kesimleri gözetime tabi tutma ihtiyacı ile açıklanamayacak bir düzey ve içerikte olsa da kredi sigortası anlayışının piyasalarda kabul görme düzeyi bakımından dikkatimizi çekmektedir.

Özetlersek, kredi sigortası, kefalet ve teminat uygulamalarını içerecek şekilde dikkate aldığımız teminatlandırma uygulaması, ticari bankacılığın sık olarak başvurduğu bir yöntem olarak, gözetim faaliyetinin yerine geçebilen bir bankacılık uygulaması olmaktadır. Gözetime kıyasla aracılık maliyetlerini azaltıcı etkisi araştırmaya muhtaç olmakla birlikte, teminatlandırma, gözetim yerine geçerek gözetim faaliyet düzeyini ve dolayısıyla gözetim maliyetini azaltıcı bir etkide bulunmaktadır. Dolayısıyla, borç vermede teminatlandırma, gözetim ile ters yönlü olarak çalışan etkisi ile yer almaktadır.

Teminatlandırmanın gözetimle ters yönlü ilişkisi, teminatla ilgili çok temel bir sorunu ihmal etmemize izin vermemektedir. Yukarıda değerlendirdiğimiz “teminatın değeri” sorunu bağlamında, borç/teminat oranı ne kadar düşük, diğer bir deyişle verilen borca kıyasla alınan teminatın değeri ne kadar yüksek olursa olsun, teminatın değerinin beklenmedik derecede çok ve hızlı düşmesi veya tamamen yok olması olasılığı var olduğu sürece verilen borcun çok büyük ölçüde veya tamamen teminatsız kalması olasılığı da var olacaktır. Bu durum teminatın gözetimle ters yönlü ilişkisinin gücünü azaltan çok temel bir konu olarak her teminatlı borçlanmada dikkate alınması gereken bir durumu ifade etmektedir.

Öte yandan, teminatın borca oranının yüksek tespit edilmesi, borçlanmanın maliyetini artıran bir unsur olacaktır. Yüksek oranda teminat vermekle borçlunun bu teminatla ilgili kullanım ve tasarruf hakları geçici ve kısmen de olsa kısıtlanmış olacağından, bu bakımdan bir ek maliyete katlanıyor olacaktır. Dolayısıyla teminatın borca oranının yükselmesi borçlanmanın ek bir maliyeti olarak ortaya çıkacaktır. Gözetim maliyeti ile yüksek teminatın maliyeti arasındaki denge hem borç veren ve hem de borç alan açısından borçlanmanın maliyeti bakımından dikkate alınacaktır. Teminatın yüksek olmasının ek maliyeti ile bunun yerine konacak gözetim maliyeti arasındaki ilişki başka bir çalışma kapsamında analize konu edilebilir.

1.10. Gözetimde Farklılaşmanın Yarattığı Sonuçlar

Holmström ve Tirole 1997 tarihli çalışmalarında²¹³, servetin firmalar, aracılar ve yatırımcılar arasındaki dağılımının yatırımları, faiz oranlarını ve gözetim

yoğunluğunu nasıl etkilediğini basit bir matematiksel model çerçevesinde incelemekte ve kredi daralması, teminat eksikliği ve tasarruf daralması gibi sermaye sıkışıklığı (capital squeeze) durumlarının tamamında sermaye yapısı daha zayıf firmaların (poorly capitalized firms) daha fazla etkileneceği ve fakat faiz oranı etkilerinin ve araçların icra ettikleri gözetimin yoğunluk düzeyinin sermayenin farklı bileşenlerindeki göreceli değişmeye bağlı olacağı sonuçlarına ulaşmaktadırlar. Çalışma, araçların gözetim fonksiyonu için bir açıklama getirmekle birlikte, kolay anlaşılmayı sağlamak bakımından, araçların farklı kurumsal biçimlerinin gözetimle ilişkisini ele almamaktadır. Aracılık yapan kurumların farklı biçimlerinin ortaya çıkışını açıklamak ve farklı rollerini değerlendirmek isteyenler için, çalışmada yer alan modele başka unsurların ve muhtemelen kontrolle ilgili hususların dâhil edilmesi gerekeceğine dikkat çekilmektedir.

Yukarıda Bölüm 1.5'te açıkladığımız Repullo ve Suarez'in 1998 tarihli çalışmalarından²¹⁴ yola çıkarak, **bilgili finansman** seçeneği olarak ticarî banka finansmanını ve **bilgisiz finansman** seçeneği olarak da (borçlanma senedi veya hisse senedi halka satışı yoluyla çok sayıda kişiden her biri küçük tutarlı fonlar elde edilmesi şeklinde) piyasa finansmanını alarak bazı pratik sonuçlara ulaşmak mümkün bulunmaktadır.

Bilgili finansman yoluyla elde edilen fonlar geri ödenebilme gücü bakımından bilgisiz finansman yoluyla sağlanan fonlara kıyasla daha üstün (senior) olarak değerlendirilmektedir. Bu üstünlük, gözetim faaliyeti kapsamında elde edilen bilginin gözetim yapana sağladığı güçten ve bu bilginin de kullanılması suretiyle, projenin erken tasfiyesi tehdidi altındaki girişimci ile pazarlık ve ek sözleşmeler yapabilme gücünden kaynaklanmaktadır. Repullo ve Suarez'in bu değerlendirmeleri gerçek hayat uygulamalarına uygun bir analiz niteliğindedir. Şöyle ki banka borcu, banka ve girişimci arasında imzalanan sözleşmenin gereği olarak, büyük bir çoğunlukla, yeniden düzenlenebilir ve pazarlığa konu edilebilir nitelikte hazırlanmaktadır. Bu sözleşmeler, gene büyük bir çoğunlukla, bankaya bazı olumsuzlukların ortaya çıkması veya şartların gerçekleşmesi durumunda veya herhangi bir veya birkaç ara ödemenin borçlu tarafından yapılmaması durumunda krediyi geri çağırma ve/veya sözleşmeyi yeniden düzenleme

hakkı veren hükümler içermektedir. Bu gibi hükümler, adeta Repullo ve Suarez'in çalışmalarındaki erken tasfiye tehdidi gibi, girişimciyi daha yüksek bir gayret göstermeye zorlayıcı bir tehdit unsuru olmaktadır. Girişimcinin gayretinin belli bir düzeyin altına düştüğünü gözlemleyen banka krediyi tamamen geri çağırabileceği, sözleşmeyi borçlu bakımından daha ağır şartlarla yeniden imzalamaya zorlayabileceği gibi gözetim yapmayan bilgisiz fon verenlerin de varlığı halinde, bunları alınacak kararlara veya yeniden hazırlanacak sözleşmelere dâhil etmeyerek bu kesimleri daha kötü durumda bırakabilecek ve kendisine ayrıcalık sağlayabilecektir. Gerçekten de banka ile girişimci arasında yapılacak pazarlık, bilgisiz fon verenler (halka satılmış tahvillerin sahipleri ve şirket dışı ortaklar) için herhangi bir iyileştirme içermediği halde, projenin bundan sonraki getirilerinin girişimci ve banka arasında paylaşımını bilgisiz fon verenlerin durumunu kötüleştirecek şekilde yeniden dağıtımına tabi tutarak gözetim yapmayan fon verenlerin aleyhine, gözetim yapanların lehine durumlar yaratmış olmaktadır.²¹⁵

Repullo ve Suarez'in bilgisiz finansman olarak tanımladıkları piyasa kaynaklı finansman sisteminde, finansal aracının konumu, hukukî düzenlemeler ve alışlagelmiş işlem yapma biçimleri gereği, kural olarak, sözleşmeyi feshetmeye, borç verilen tutarı erken geri çağırmaya veya sermaye olarak şirkete verilen fonu geri istemeye ya da yeni bir sözleşme ile lehe bir durum yaratmaya olanak tanımamaktadır. Piyasa kaynaklı finansman, fon veren ile fon elde eden arasında tek yönlü bir ilişki kurarak, bunların doğrudan veya finansal aracı aracılığıyla karşılıklı etkileşimine olanak vermemektedir. Dolayısıyla, banka kaynaklı finansmanda borç alan-borç veren arasındaki çift yönlü ilişki ve etkileşim piyasa kaynaklı finansmanda tek yönlü bir ilişki olarak ortaya çıkmaktadır.

Banka kaynaklı finansmanda, yukarıda Bölüm 1.6.2'de açıkladığımız sürekli ve yakın gözetim ilişkisi, borç alan ile banka arasında yakın ve sürekli bir etkileşime yol açmaktadır. Banka kredi sözleşmelerinin bankaya sağladığı hareket olanakları, bu konudaki hukuk ve yerleşmiş uygulamalar bankaya sözleşmesel bir üstünlük sağlamaktadır. Bankadan borç alana karşı bankanın en önemli üstünlüğü, borç ödemelerinin aksatılması durumunda borç alanın, sınırsız veya geçici bir süreyle, borç

veren bankanın hizmetlerinden olduğu gibi, genellikle, diğerk mevduat bankalarının da hizmetlerinden yararlanmasının engellenmesi tehlikesi ile karşı karşıya olmasıdır. Borç alanın karşı karşıya olduğu bu tehlike borç veren bankayı hem gözetim faaliyetinde, hem de kredi sözleşmesi tasarımımda ayrıcalıklı bir konuma getirmektedir.

Piyasa kaynaklı finansman durumunda, borç alan ile borç veren arasında bu şekilde bir ilişkinin olmaması ve finansal aracının bankanın gösterdiği davranış özelliklerini göstermemesi piyasa kaynaklı finansmanda gözetim bakımından farklı sonuçların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Piyasa kaynaklı finansmanda borç veren, şirketin borçlanması ile ilişkin izahnamede buna ilişkin bir hüküm bulunması şartıyla ve ancak şirket borcunu erken ödemeyi isterse borcu erken tahsil edebilme olanağına sahiptir. Bu olanak, şirketin kararına bağlı olmakla, esasında, şirkete borç verene sağlanmış bir olanak değildir. Şirkete borç verenin başvurabileceğı yol, eğer işleyen bir piyasası var ise, elindeki borçlanma senetlerini (şirket tahvillerini) piyasada bulacağı şirket dışındaki bir alıcıya satmaktır. Bu durumda, tahvil sahibi, ticarî bankanın da karşı karşıya olacağı şirketin batma riski, genel ekonomik riskler yanı sıra faiz oranı riski, piyasa riski gibi ticarî bankanın karşılaşmayacağı risklere de muhatap olacaktır. Dolayısıyla, piyasa kaynaklı finansmanda borç veren, ticarî bankaya kıyasla, hem daha fazla risk üstlenerek ve hem de sözleşmesel olarak herhangi bir üstünlük sahibi olmadan şirket ile borç veren-borç alan ilişkisine girmiş olmaktadır.

Piyasa kaynaklı finansmanda şirket dışı ortağın durumu da birçok bakımdan tahvil sahibine benzer bir durum arz etmektedir. Şirket dışı ortak, şirkete fon vererek, yönetsel bir hak elde etmeden şirket varlıklarının değerinin artışından fayda sağlamayı amaçlamaktadır. Şirket dışı ortak ile şirket arasındaki ilişki, teorik olarak, vadesi olmayan, sınırsız süreli bir ilişkidir. Bu bakımdan, şirket dışı ortağın şirketin varlık değerinde sürekli artıştan, şirketin de gerektiğinde kendisinden fon talebinde bulunmak üzere şirket dışı ortağın şirkete sürekli bağlılığından karşılıklı çıkarları bulunmaktadır. Bu karşılıklı çıkar sürekliliğı şirket dışı ortağın şirket yöneticilerinin davranışları üzerinde sürekli bir gözetim faaliyetini gerekli ve anlamlı kılmaktadır. Banka kaynaklı finansmanda bankanın, piyasa kaynaklı finansmanda borç verenin sahip olmadığı şirket kararlarına ve yönetimine ilişkin söz söyleme hakkı şirket dışı ortağa

özgü bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Ticarî bankanın borçlanma sözleşmesini erken sona erdirmeye, yeni bir sözleşme ile yenileme şeklindeki ayrıcalıklı ve güçlü durumu olmasa da şirket dışı ortak, şirkette pay sahibi olma durumundan kaynaklanan bir söz söyleme gücüne sahiptir. Şirket dışı ortak, söz söyleme gücünü kullanarak beklenen amaca ulaşamadığı takdirde tahvil sahibinin de sahip olduğu gibi payını satarak ortaklıktan çıkma gücüne sahip durumdadır. Dolayısıyla, şirket dışı ortağın yapacağı gözetim faaliyeti, piyasa kaynaklı finansmanda, bu ortağa iki olanak sunmaktadır: söz söylemek veya ortaklıktan çıkmak. Ortaklık hukuku ve kurumsal yönetim teorisinde “söz söyle veya çık” (voice or exit)* şeklinde ele alınan bu yaklaşım şirket dışı ortağın şirketle ve şirket yönetimi ile iletişimini sağlayan bir mekanizmayı ifade etmektedir. “Söz söyle veya çık” yaklaşımı, şirket dışı ortağın, gözetim sonucunda istemediği durumların tespiti halinde yönetimi uyararak, oy hakkını kullanarak ve ortaklık hakkının verdiği diğer olanakları kullanarak şirketi ve yöneticiyi etkilemeye yönelik işlemlere girişeceğini, bunları yapmak istemediği veya bunlardan sonuç alamadığı veya sonuç alamayacağını düşündüğü takdirde hissesini satarak ortaklıktan çıkabileceğini değerlendirmektedir.

Piyasa kaynaklı finansmanda şirket dışı ortağın ve şirkete borç veren tahvil sahibinin gözetim yapmasına olanak veren dolaylı mekanizmalar yukarıda Bölüm 1.6.3’te ele alınmıştır. Bütün bu açıklama ve değerlendirmelerin gösterdiği gibi, banka kaynaklı finansmanda borç veren bankanın borç alan karşısındaki güçlü konumu ve gözetim bakımından avantajlı durumuna kıyasla, piyasa kaynaklı finansmanda aynı şirkete borç veren tahvil sahibi ve sermaye koyan pay sahibi şirkete karşı daha zayıf konumda ve gözetim olanakları bakımından oldukça donanımsız ve dolaylı mekanizmalarla hizmet almaya çalışır durumdadır. Piyasa kaynaklı finansmanın dolaylı gözetim araç ve yöntemleri ticarî bankacılığın bünyesinde doğal olarak var olan gözetim olanaklarını sağlamaktan oldukça uzaktır.

Piyasa kaynaklı finansmanda fon veren, diğer bir deyişle sermaye piyasasında yatırım yapan tasarruf sahibi verdiği fonun büyüklüğü ölçüsünde şirket ile ilgili söz söyleme gücüne sahip olacak ve gözetim donanımına sahip olabilecektir. Verdiği fon

* Bu ifade ve yaklaşımın kaynağı Albert Hirschman, **Exit, Voice and Loyalty**, Harvard University Press, Cambridge, 1970’e dayanmaktadır.

tutarı küçüldükçe, şirkete ve şirket yönetimine karşı savunmasız bir durumda kalacak olan sermaye piyasası yatırımcısını dikkate alan mekanizmaların geliştirilmesi ve uygulamaya konulması sadece gelişmekte olan ülkelerin değil, görüşümüze göre, gelişmiş ülkelerin de gündeme alınması gereken ihtiyaçlarından birisidir. Bu şekilde bir ihtiyaç ve öncelik tanımlanmadığı takdirde, gelişmiş ülkelerin birçoğunda olduğu gibi gelişmiş ülkelerde de, yukarıda Bölüm 1.6.3'te değerlendirdiğimiz dolaylı gözetim mekanizmalarına rağmen çok büyük şirket skandallarının ve batışlarının ortaya çıkışını açıklama olanağı bulunmamaktadır. 2000'li yılların başlarından itibaren sayıları sadece Amerika Birleşik Devletleri'nde 50-60 civarına ulaşan şirket skandallarında ve 2007 yılı yaz aylarında başlayan dünya kredi ve finansman krizindeki batışlarda şirket yönetiminde hileler, derecelendirme kuruluşlarının kâr odaklı ihlalleri, bağımsız denetim kuruluşlarının ihmali aşan davranışları ile ilişkilendirilerek sebep olarak gösterilen insan açgözlülüğü, ahlaksızlık, kamuoyuna yalan açıklamalar yapma, açıkça suç sayılan fiilleri bilerek işleme gibi yanılma ve hatanın ötesine geçen davranışları kurumsal yönetim ilkelerinin ihlalinden ayrı düşünme olanağı yoktur.

Görüşümüze göre, piyasa kaynaklı finansman sisteminde fon verenin yararlanması için tarihsel süreç içinde ortaya çıkan, düzenlemelerle desteklenen ve genel kabul gören bütün dolaylı gözetim mekanizmalarına rağmen yaşanmış olan ve yaşanmakta olan olaylar bu mekanizmaların yetersizliğini bize göstermektedir.

Aşağıda Bölüm 3.2'de ele alınacağı üzere, 2007 yılı yaz aylarında başlayan dünya kredi ve finansman krizinden çıkarılması gereken en önemli ders, kapitalist sistemin sorgulanmasına kadar giden soru işaretlerinin tek tek kurumların işlem biçimleri ve kararlarını merkeze alan bir yaklaşımdan piyasa kaynaklı finansmanda dolaylı gözetim mekanizmalarının işleyişini ve etkinliğini merkeze alan bir yaklaşıma dönüşmesi gerekliliği olmalıdır. Görüşümüze göre, ekonomik ve teknolojik gelişme düzeylerinin ulaştığı aşamada, finans sistemlerimizin etkinliğinin sağlanması bakımından ticarî bankacılığın (banka kaynaklı finansmanın) bünyesinde doğal olarak var olan gözetim sürecinin piyasa kaynaklı finansman sistemine özgü içsel bir mekanizma olarak geliştirilmesi gerekmektedir.

Bu çalışma, açıkladığımız bu çerçevede, gözetim sürecinin piyasa kaynaklı finansman sistemine özgü içsel bir mekanizma olarak geliştirilmesi yönünde bir öneri geliştirmeyi amaçlamaktadır. Bundan önce, gözetimle bağlantısını daha sonra kurmak üzere, şirketlerde kontrol konusunu da ele almak yararlı olacaktır.

2. BÖLÜM

ŞİRKETLERDE FİNANSMAN ve KONTROL

Şirketlerde kontrol* (corporate control) özellikle hisse senedi sahipliğinin yaygınlık gösterdiği ve şirket sermayesinde yoğunlaşmaların sayıca az olduğu ya da düşük oranlı olduğu ülkelerde daha sıklıkla karşılaşılan ve daha önemle ele alınan bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Şirketlerde kontrol konusuna akademik çalışmalarda verilen önemin derecesi ve finansal piyasalarda gündeme gelme düzeyi şirketlerde küçük ve yaygın pay sahipliğinin geçerli olduğu ekonomilerde daha yüksektir. Nitekim şirketlerde kontrol konusu, piyasa gelişmeleri ve yapılan teorik ve uygulamalı çalışmalarla ABD’de yaygın olarak ele alınmış ve bir ölçüde İngiltere piyasaları bakımından da ağırlıklı olarak üzerinde durulmuştur. Dünyanın diğer büyük bir ekonomisi olarak Almanya’da²¹⁶ tarihten gelen usta-çırak ilişkisi temellerine oturan bir teknik eğitim esaslı yönetici ağırlığından başlayarak; universal bankacılık sisteminin yerleşik örneklerinden birisi olarak, menkul kıymet aracılık ve saklama hizmetleri dâhil, her türlü finansal hizmeti sunan bankacılık sisteminin sağladığı şirket genel kurullarında bankaların geniş temsil olanağı; öteden beri var olan ve özellikle 1950’li yıllardan başlayarak genişleyen şirket çalışanlarının yönetime katılmalarını sağlayan yasal kurallar ve çalışma kültürü gerekleri, Almanya’daki şirket kontrolü konusunu ABD ve İngiltere ile birlikte değerlendirmeyi hatalı kılacak bir yapı sunmaktadır. Dünyanın diğer büyük bir ekonomisi olarak Japonya’da, *keiretsu* tabir edilen ve bir banka etrafında yatay ve dikey olarak birbiri içine geçmiş ortaklık yapıları ile çok sayıda ve farklı faaliyet kollarındaki şirketlerin oluşturduğu sistem, Japonya’yı da ABD ve

* Bu çalışmada ve özellikle bu bölümde, “şirket” kavramı İngilizce’de “corporation” kavramı ile ifade edilen anlamda kullanılmaktadır. Bu kavramın ifade ettiğinden farklı olarak bireysel işletme ve buna daha yakın anlamdaki yapılar ifade edilmek istendiğinde “işletme” veya “firma” kavramları kullanılmaktadır. Bu bakımdan, bu çalışmada “şirket” kavramı Türk Ticaret Kanunu’nda “anonim şirket” olarak şekillenen yapıyı ifade etmektedir. Ortakların kimliklerinden, bireysel tercihlerinden, bireysel davranışlarından farklı olarak anonim şirketi bir “kurum” olarak öne çıkaran bu yaklaşım şirketi başlı başına ve ayrı bir kişilik olarak ele almaktadır. Bu kurumsal kişiliğin, ortakları dâhil herkesten ve her şeyden ayrı ve bağımsız bir amacı, hareket alanı, sosyal konumu bulunmaktadır. Ortakların, bireyler olarak bir araya gelerek varlıklarını veya servetlerini birleştirmiş olmaları ve bu ortakların beklentileri ve davranışları ile şekillenen “adi ortaklık” ve bunun daha ileri şekilleri olabilecek “kolektif şirket”, “limited şirket” ve “paylı veya adi komandit şirket” yapıları ele aldığımız “şirket” kavramı içinde yer almamaktadır. Ele aldığımız “şirket”in kurumsallığı “tüzel kişilik” teriminin ifade ettiğinden daha geniştir ve “tüzel”in sunduğu hukuksal kalıbın tamamen dışındadır.

Ayrıca, bu çalışmada, “şirketlerde güç/yönetim kontrolü” kavramı yerine genellikle, daha kısa bir ifade olması bakımından, “şirketlerde kontrol”, “şirket kontrolü” veya sadece “kontrol” kavramları tercih edilmektedir.

İngiltere ile aynı çerçevede değerlendirmeyi engellemektedir. İtalya, Güney Kore ve Türkiye’de ekonomik faaliyette baskın olan güçlü ailelerin ve bankaların kontrolündeki şirket grupları ve holdingler dışında çok sayıda küçük işletmenin faaliyetine dayalı ekonomik yapı gene büyük ölçüde konunun ABD ve İngiltere hakkındaki kadar kolay değerlendirilme olanağını sınırlamaktadır.

Şirketlerde kontrol konusu finans yazınında temel olarak şirket ele geçirme, satın alma, birleşme ve devir konuları kapsamında ve ayrıca, giderek artan bir kamu ve düzenleyici kurum desteği ile birlikte kurumsal yönetim (corporate governance) kapsamında ele alınmaktadır. Muhasebe uygulamaları yönünden, özellikle finansal tabloların konsolidasyona tabi tutularak finansal raporlama yapılması halinde ve transfer fiyatlaması bakımından, şirketlerde kontrol konusu özel önem verilmesi gereken bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Şirket kontrolü konusu, şirket satın alma, ele geçirme, birleşme ve devir bakımından özellikle şirket kaynaklarının etkin yönetimi sağlanarak veya ekonomik etkinlik ve verimlilik artışı yoluyla şirket değerinin artırılması yaklaşımı ile ele alınmaktadır. Özellikle ABD’de gelişmiş bulunan şirket ele geçirme mücadeleleri dikkate alınarak şirket kontrolü piyasasının (market for corporate control) varlığına işaret edilmektedir. Bu piyasanın şirket varlıklarının en etkin şekilde kullanılmasına yönelik mekanizmalar sağladığı yaygın bir kabul olarak karşımıza çıkmaktadır. Genel olarak ekonominin işlerliği bakımından bu piyasanın esas olduğu ileri sürülebilmektedir.²¹⁷

Öncelikle “kontrol” kavramının tanımı ile ilgili değerlendirmeler yapmanın yararlı olacağını düşünmekteyiz. Kontrol, genel bir tanım olarak, bir işletmenin faaliyetlerinin yürütülmesi ve işletme varlıklarının ve kaynaklarının yönetilmesi ve kullanılması ile ilgili kararların alınmasında etkili olunmasını ifade etmektedir. Bu etkinin derecesi kontrolün de derecesini belirleyecektir. Bu bakımdan, kontrol, bir dereceye bağlı ve bununla sınırlı olmaksızın bir işletmenin faaliyetleri, varlık ve kaynakları üzerinde önemli bir etkide bulunabilme ve/veya güç sahibi olabilme durumudur.

Berle ve Means, 1932 tarihli çalışmalarında²¹⁸, kontrolü dolaylı bazı mekanizmalarla açıklamaya çalışmaktadırlar. Kontrol mekanizmaları, Berle ve Means tarafından, esas aldıkları sermayesi paylara bölünmüş (anonim şirket tipi) ortaklıkta,

- “1) tüm paylara sahip olunması,
- 2) çoğunluk paylara sahip olunması,
- 3) hukukî usul ve araçlardan yararlanılarak yönlendirici kararlar alınabilmesi,
- 4) azlık payları kullanarak kararlarda yönlendirici olunabilmesi ve
- 5) yönetim gücünü elde ederek kararlar alınabilmesi”

şeklinde açıklanmaktadır.

Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu’nun (International Accounting Standards Board – IASB) finansal raporlamada konsolidasyon uygulaması çerçevesinde, hangi işletme ve faaliyetlerin kontrol eden şirketin konsolide finansal raporlarına dâhil edilerek raporlanacağını kararının verilmesinde dikkate alınmak üzere belirlediği kontrol tanımı şu şekildedir: “*Kontrol, bir işletmenin faaliyetlerinden fayda temin etmek amacıyla o işletmenin finansal ve operasyonel politikalarına hükmetme gücüdür.*”*

Jensen, 1986 tarihli çalışmasında,²¹⁹ şirketlerde kontrol konusunu serbest nakit akımlarının harcanması ve kullanımı ile ilgili kararları alabilme gücü ile ilişkilendirerek ele almaktadır. Modern şirket yönetiminde, şirketin elde ettiği net nakit akımlarının yöneticilerin kullanımına bırakılmış olması şirket kaynaklarının kullanımı konusunda yöneticiye kontrol gücü vermektedir. Jensen’in analizleri bu kabule dayanmaktadır.

Herman, kontrolün kesin ve belirli bir tanımını yapmanın zor olduğundan söz etmekte ve kontrolün güçle ilişkili olduğuna işaret etmektedir. Kontrol bir şeyi başlatma, durdurma, erteleme, kesintiye uğratma, sınırlama ve sona erdirmeye gibi hızlı kullanılabilen karar verme yetkesidir.²²⁰ Herman, **kapsamlı kontrol** (literal control) ile **sınırlama gücü** (power to constrain) arasındaki ayrıma vurgu yapmaktadır. Herman’a

* “Control is the power to govern the financial and operating policies of an entity so as to obtain benefits from its activities.”

göre, gerektiğinde ikisi iç içe geçmekle birlikte, sınırlama gücü negatif bir yaklaşımı içermekte ve daha dar bir alana ve kararın kapsamının sınırlandırılmasına hizmet eden bir özellik taşımaktadır. Kapsamlı kontrol, şirkette temel kararların alınması, yatırım, üretim gibi temel konularda karar verici olunması ile ilişkilendirilmektedir. Sınırlama gücü ise yeni tesis için harcanacak paranın kısıtlanması, temettü ödemesinin ve personel alımının sınırlandırılması gibi daha dar alanlarla ilgili karar aşamaları ile ilişkilendirilmektedir. Herman, bu iki kavramı aktif güç ve saklı (latent) güç kavramları ile paralel düşünmektedir. Aktif güç fiilen ve kolayca kullanılan veya kullanılabilecek ve etkisi ortaya çıkan bir güç iken, saklı güç ancak bazı şartların oluşması veya durumların ortaya çıkması halinde kullanılabilecek gücü ifade etmektedir. Yönetici-ortak aktif gücü ve kontrolü birlikte yürütebilme gücüne sahip iken, şirket hissedarlarının çok sayıda ve dağınık olduğu ve yöneticilerin bunların dışından seçilmiş olduğu durumlarda nihaî karar verme gücünü ellerinde bulunduran hissedarlar ancak dolaylı bir kontrole sahip olabileceklerdir. Bu şekilde dolaylı kontrol *“yöneticileri değiştirme, bunları yakından gözetime tabi tutma ve bazı önemli yatırım ve finansman kararlarını alma gücüne sahip olmakla birlikte, bu güç ancak dolaylı yollarla kullanılabilecek, dolaylı kontrol oldukça geri planda kalacak ve ancak olaylar ciddi bir şekilde ters gittiğinde müdahil olabilmeyi sağlayacaktır.”*²²¹ Yazar, saklı gücün finansal kurumların da sahip olabilecekleri bir kapsamda ele alınabileceğine işaret etmektedir. Kontrol, finansman yöntemleri açısından aşağıda Bölüm 2.6’da ele alınmaktadır.

Kontrol konusu ile birlikte, özellikle yukarıda Bölüm 1.5’te ele alınan **Seward**’ın 1990 tarihli çalışmasında da görüldüğü gibi, hem gözetim açısından hem de aşağıdaki bölümlerde görüleceği gibi şirketlerde kontrol açısından şirketin sermaye yapısı önemli bir başlığı oluşturmaktadır. Şirketin sermaye yapısı şirketi kimin gözetleyeceği sorusunun cevabını ararken ve kontrolün yöntemlerinin neler olabileceğini değerlendirirken bize ışık tutacaktır. Bu bakımdan, aşağıda öncelikle şirketlerde sermaye yapısı ile ilgili teoriler kısaca ele alınmaktadır.

2.1. Şirketlerde Sermaye Yapısı Teorisi

Şirketlerde sermaye yapısı konusu finans yazınında derin araştırılmış konulardan birisidir. 1958’de **Franco Modigliani** ve **Merton Miller**’in (MM)

makaleleri ile başlayan şirketlerin sermaye yapısının şirketin hisse değerini etkileyip etkilemeyeceğine ilişkin tartışmalar sermaye yapısı teorisinin (capital structure theory) de temellerini oluşturmaktadır.

MM (1958)'de şirketlerin borç ve öz kaynakla finansman tercihlerinin, şirketin varlıkları ve büyüme potansiyeli değişmediği sürece, şirketlerin piyasa fiyatı üzerinde belirleyici etkisinin olmadığı, belli varsayımlar altında, ileri sürülmüştür. Bu varsayımlar şunlardır:

- sermaye piyasaları kusursuzdur,
- bilgiye bütün yatırımcılarca ulaşılabilir,
- işlem maliyeti yoktur,
- bütün yatırım araçları sonsuz bölünebilme özelliğine sahiptir,
- bütün yatırımcılar rasyonel davranırlar,
- bütün yatırımcıların firmanın beklenen faaliyet gelirlerine ilişkin olasılık dağılımlarının beklenen değerleri birbirinin aynısıdır ve bu gelecekte de aynı olacaktır,
- modelin ispatı için zorunlu bir şart olmamakla birlikte, şirketler 'denk gelir' gruplarına ayrılabilirler ve aynı gruptaki şirketlerin riski birbirinin aynısıdır,
- modelden daha sonra çıkarılmış olmakla birlikte²²² şirketler üzerinde vergi söz konusu değildir.

Burada sermaye piyasalarının kusursuzluğu varsayımı temel bir unsur oluşturmaktadır. Kusursuzluk, rekabetçi ve pürüzsüz (frictionless) olma yanı sıra tam (complete) olmayı da gerekli kılmaktadır ki bu, bireylerin de firmalar gibi dinamik bir alım-satım stratejisi çerçevesinde piyasadaki bir menkul kıymeti satın alarak risk-getiri arbitrajı yaratabilmelerini ve bu sayede piyasadaki bütün menkul kıymetlerin risk-getiri ilişkilerinin bir dengeye ulaşmasını sağlamaktadır.

MM (1958) Modelinin sermaye piyasalarının tam ve kusursuz olduğunu varsaymasının sonucu, şirketlerin ve bireylerin kendi borç/öz kaynak kombinasyonlarını maliyetsiz olarak oluşturabilmeleri, bu şekilde borçlanmanın faydalarından eksiksiz olarak faydalanabilmeleridir. Şirketin borçları (B) ve öz kaynakları (E) piyasa değerleri ile dikkate alınarak, aşağıdaki basit bilânço oluşturulabilir.²²³

Tablo 1. Piyasa Değeri Üzerinden Bilânço

Aktifler	- Borç (B)
+	+ Öz kaynak (E)
büyüme imkânları	=
	+/-Şirket Değeri (V)

MM (1958) Modeline göre, bilânçonun sol tarafı değişmediği sürece sağ taraftaki borç ve özkaynak bileşimindeki değişimler şirketin değerini etkilemeyecektir. Çünkü şirketin değeri, yukarıdaki bilânço bakımından, bilânçonun sol tarafının değeridir. MM'e göre kaldıraç anlamsızdır. Borçlanmanın vadesi, hangi ülke parası üzerinden çıkarıldığı, melez bir menkul kıymet olup olmadığı da bu analizde önemli değildir.

MM (1958)'in önerisi, şirketin sermaye maliyetinin borç seviyesinden bağımsız olarak sabit olduğu savını da doğurmaktadır. Şirketin öz kaynaklarının (equity) piyasa değerinin (E) toplam finans kaynaklarının* piyasa değerine, dolayısıyla firmanın piyasa değerine (V) oranının öz kaynak için beklenen getiri oranı (r_e) ile çarpımı sonucu bulunacak değer ile borçların piyasa değerinin (B) toplam finans kaynaklarının piyasa değerine (V) oranının şirkete borç verenlerce beklenen getiri oranı (r_b) ile çarpılması sonucu bulunacak değer toplamı olarak ifade edilebilecek Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetini (r_v) formülle ifade edersek,

$$r_v = r_e(E/V) + r_b(B/V)$$

elde edilmektedir. Öz kaynakların maliyeti (diğer bir ifadeyle öz kaynak sahiplerinin talep ettikleri beklenen getiri oranı) için yukarıdaki formülü çözdüğümüzde,

$$r_e = r_b + B/E(r_v - r_b)$$

elde edilmektedir. Bu son denklem, borçların öz kaynaklara oranı (B/E) arttıkça, öz kaynaklar için beklenen getiri oranının da arttığını göstermektedir. Artışın

* Toplam finans kaynakları, temel finansman yöntemleri kullanılmak suretiyle borçlanma, hisse ihracı ve dağıtılmayan kârların tamamını kapsayacak şekilde bir firmanın tüm finans kaynaklarını ifade etmek üzere kullanılmaktadır.

büyükluğu toplam sermaye maliyeti ile borçların maliyeti arasındaki farkın büyüklüğüne bağlı olacaktır. Borçların artması bir yandan öz kaynakların beklenen getirisini (r_e) artıracak; diğer yandan, artan borç oranı borç verenlerin beklenen getirisini artıracığından, $(r_v - r_b)$ değeri küçülecek ve bu da (r_e) değerinin küçülmesine sebep olacaktır.

MM Modelinin varsayımları altında, bu iki etki birbirini yok edecektir. Bu da bizi MM (1958)'in sonucuna götürmektedir: Kaldıracın bir sihri yoktur, kaldıraç faydasızdır. Çünkü borçları artırıp öz kaynakları azaltmak öz kaynak maliyetinin artmasına neden olmakta, toplam sermaye maliyeti değişmemektedir.²²⁴

MM Modelinin geçerliliğini ya da sermaye yapısının şirket değeri üzerinde etkisinin olmadığı tezinin doğruluğunu, kusursuz ve tam sermaye piyasaları varsayımı altında, Sermaye Piyasası Varlıklarını Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model – CAPM) ile de göstermek mümkündür. Yukarıdaki formülde yer alan maliyet ya da beklenen getiri değerleri yerine her bir finansman kaynağının (borç senedi ve hisse senedi) piyasa değerlerini ve şirketin kendisinin, borçlarının ve özkaynaklarının beta değerlerini* ayrı ayrı yerleştirirsek, şu formüle ulaşılır²²⁵:

$$\beta_{\text{şirket}} = \beta_{\text{borç}}(B/V) + \beta_{\text{özkaynak}}(E/V)$$

Denklemini öz kaynak betası için çözersek,

$$\beta_{\text{özkaynak}} = \beta_{\text{şirket}} + (\beta_{\text{şirket}} - \beta_{\text{borç}})(B/E)$$

elde edilecektir. Buna göre, borç/özkaynak oranı arttığında, şirketin özkaynağını temsil eden menkul kıymetlerinin (hisse senetlerinin) betası, dolayısıyla risk düzeyi artacak ve hisse senedi sahiplerinin bekledikleri getiri oranı da artacaktır. Risk düzeyinin artması hisse fiyatında artışa ve beklenen getirinin artması fiyatın düşmesine yol açacaktır. Kusursuz bir sermaye piyasasında bu iki etki birbirini yok ederek hisse senedi fiyatının aynı kalmasını sağlayacaktır. Bu şekilde, CAPM yaklaşımı

* Şirketin toplam sistematik riski ya da şirketin kendi β değeri, temel olarak, şirketin çıkardığı borç senetleri ile hisse senetlerinin beta değerlerinin ağırlıklı ortalamasıdır.

ile de, MM (1958) yaklaşımı çerçevesinde borç – öz kaynak yapısının şirket değeri üzerinde etkisinin olmadığı gösterilebilmektedir.

Miller ve Rock, 1985 tarihli çalışmalarında²²⁶, MM (1958)'deki “bilgiye bütün yatırımcılarca ulaşılabilme” varsayımını kaldırarak dengesiz bilgi dağılımı durumunda şirketlerin temettü politikalarını incelemişlerdir. Bilgi dağılımı dengesizliğine ilişkin bu yeni yaklaşım, şirketin faaliyet ve finansman durumu ve politikaları hakkında şirket dışındaki yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahip olan şirket içindeki yöneticilerin bilgi üstünlüğü kabulüne dayanmaktadır. Miller ve Rock, çalışmalarında, dengesiz bilgi dağılımı ortamında, temettü politikasının yöneticiler tarafından kötüye kullanılması ve bunun da şirkette düşük yatırım sonucunu doğurup doğurmaması üzerinde durmaktadırlar. MM (1958)'de var olan hisse senetlerinin kesintisiz elde tutulma varsayımı devam ettiği sürece, Miller ve Rock, temettü politikası konusunda yöneticilerin başvuracağı manipülasyonların kısa ömürlü olacağı ve doğru bilgi ortaya çıktığında şirket için optimal yatırım durumunun gerçekleşeceğini tespit etmektedirler.

Hisse senetlerinin kesintisiz elde tutulma varsayımını kaldırıp alım satıma konu olabildiğini kabul ettiklerinde bilgi dengesizliğinin yaratacağı olumsuzlukların büyük ölçüde kontrol edilebileceği ve ortadan kalkabileceği sonucuna ulaşmaktadırlar. Temettü politikası çerçevesinde, şirket hakkında içsel bilgiye sahip şirket yöneticilerinin açıklayacakları temettü dağıtım bilgisinin ve dağıtılacak temettünün artırılması ve azaltılması yönündeki bilgilerin şirket hakkında yöneticilerden daha az bilgi sahibi olan dışarıdaki ortaklara şirketin ve yöneticilerin gelecek beklentileri hakkında bir bilgi aktarmış olacağı kabul edilmektedir.* Temettü bilgisinin içermemiş olabileceği bilgiler için bir hata payını da dikkate alarak, yöneticinin yanıltma ve aldatma olasılığına karşı yasal düzenlemeler[†] yanı sıra, bağlayıcı anlaşma ve sözleşmeler yoluyla temettü

* Miller ve Rock'ın bu yaklaşımları aşağıda Bölüm 3.4'te yararlanacağımız bir yaklaşımdır.

† Yasal düzenlemeler kapsamında kamuoyunun doğru ve zamanında aydınlatılması amacına yönelik kurallar ele alınmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticaretini önlemeye yönelik yasaklar ve cezalar, kamuoyuna yalan, yanlış ve yanıltıcı bilgi açıklanmasını önlemeye yönelik yasak ve cezalar, şirket hakkında ortaya çıkan hisse değerini etkileyebilecek önemde bilgilerin hızla kamuoyuna açıklanmasına yönelik düzenlemeler ve bunlara ilişkin cezalar, genel hatlarıyla, doğru bilgi açıklamayı sağlamaya yönelik hukuk çerçevesi olarak ele alınabilir. Bunun yanında, Türkiye'de düzenlemesi olmayan, ABD'de düzenlenmiş bulunan şirket içinden bilgi sahibi olabileceği varsayılan belirli görevdekilerin belirli bir zaman dilimi (ABD'de halen 6 ay) içinde yaptıkları alım ve satım işlemlerinden elde ettikleri kazançları içinde bulundukları ve hisselerini alıp sattıkları şirkete vermek zorunda olduklarına ilişkin kural da şirket içindekilerin temettü bilgisini kötüye kullanmalarını önlemeye yönelik önemli kurallardandır.

politikasının yöneticilerce kötüye kullanılmasını önlemek olanağı bulunsa da bunların sorunu tamamen çözmeye yarayacak yöntemler olmadıkları Miller ve Rock'ın sonuçları arasındadır. Şirket kurucularının yöneticileri bağlayıcı sözleşmeler yapmalarının bir çıkış yolu olabileceği belirtilmekte, ancak bunun yaratacağı ölü (batık) maliyetler* ile herhangi bir kontrol mekanizması oluşturmamanın sonucunda yöneticinin davranışlarının yaratacağı düşük yatırım etkisinin maliyeti arasındaki tercihin ne yönde olacağını, Miller ve Rock, ileride yapılacak çalışmalara bırakmaktadırlar.

Miller ve Rock'ın “düşük yatırım etkisi” ile ifade etmek istedikleri husus, yöneticilerin şirket hisselerinin değer kaybetmesinin maliyetine katlanmamak için her zaman yüksek kazanç ve temettü ilan etme eğiliminde oldukları kabulüne dayanmaktadır. Bu kabulle, yöneticiler şirketin kazancı düşmüş olsa bile veya düşük olsa bile öncekine göre daha yüksek veya piyasa algılamasına uyan bir derecede yüksek temettü açıklama eğiliminde olacaklardır. Şirketin kazancının yatırım ve temettü şeklinde kullanıma tabi olduğundan hareketle, temettünün yüksek veya öncekine göre daha yüksek açıklanması şirketin yapacağı yatırımların azalması sonucunu doğuracaktır.[†] Bu çerçevede, kontrol edilmediği sürece yöneticiler yüksek temettü açıklayarak yatırımların düşük gerçekleşmesi sonucunu doğurma eğiliminde olacaklardır. Miller ve Rock'ın yaklaşımı, şirketin temettü politikasının şirket bakımından bir finansman yöntemi olarak ele alınabilmesi yanı sıra bir kontrol aracı olarak da dikkate alınabileceğine işaret etmesi bakımından önem taşımaktadır.

Barclay ve Smith 2005 tarihli çalışmalarında²²⁷, şirket finansmanında sermaye yapısı kuramının gelişiminin portföy teorisi ve varlık fiyatlaması modellerine yoğunlaşan sermaye piyasası teorilerindeki gelişimin gerisinde kaldığını tespit ettikten sonra, bu durumu açıklamak için başlıca üç neden ileri sürmektedir: Birinci olarak, sermaye yapısı kararlarına ilişkin mevcut modeller varlık fiyatlama modellerine kıyasla daha az ölçülebilir unsurlar içermektedir. Bu anlamda, sermaye yapısı modelleri tipik olarak sadece ‘kalitatif’ ve yönlendirici öngörüler üretebilmektedir. İkinci olarak, optimal sermaye yapısına ilişkin teorilerin önemli bölümü biri diğerini dışlayan teoriler

* Ölü (batık) maliyetler, getirisi olmayan, dolayısıyla yapıldığı anda tamamı gider veya zarar olarak kaydedilmesi gereken maliyetlerdir.

[†] Şirketin kazancı (X), yatırım (I) ve temettü (D) ile gösterilerek $X = I + D$ olacağından, X sabit olduğu sürece D'deki artış I'nın azalması demektir. Tersine de aynı şekilde doğrudur.

değildir. Bir teoriyi doğrulayan verilerin diğer karşıt teori için önemsiz olduğunu söylemek mümkün olamamaktadır. Üçüncüsü, optimal sermaye yapısını etkilediğini düşündüğümüz birçok değişkeni ölçme zorlukları mevcuttur. Örneğin, sinyal (signalling) teorisi, şirketin geleceğine ilişkin yöneticinin başkasında olmayan bilgisinin hem şirketin finansman tercihleri hem de piyasanın bu tercihlere vereceği cevaplar için oldukça önemli olduğunu iddia eder. Ancak, yöneticideki bu bilgileri ve zamanlamasını tespit etmenin güçlüğü bu önermenin test edilmesini de zorlaştırmaktadır. Bütün bu ve diğer sebeplerden dolayıdır ki, Barclay ve Smith'e göre, şirket finansmanında sermaye yapısı kuramı varlık fiyatlaması kuramlarına kıyasla daha az gelişme kaydetmiş durumdadır.

Harris ve Raviv'in 1991 tarihli çalışmalarında²²⁸, sermaye yapısını belirleyen faktörler hakkında yapılmış çalışmalar dikkate alınarak toplulaştırılmış ve gruplandırılmış değerlendirmeler yapılmaktadır. Burada, yapılan literatür araştırması kapsamında, sermaye yapısı teorisi ile ilgili çalışmalarda şirketlerin sermaye yapısı tercihlerinde etkili olan unsurları açıklamaya yönelik önermeler ve analizler dört kategori altında gruplandırılmaktadır. Bu kategoriler,

- yöneticiler de dahil olmak üzere, firmanın varlıkları üzerinde talebi olan değişik gruplar arasındaki çıkar çatışmalarını azaltma isteği (temsil teorisi),^{*}
- şirketin uhdesindeki bilgiyi sermaye piyasasına aktarma veya ters seçim (adverse selection) etkisini yumuşatma isteği (dengesiz bilgi dağılımı yaklaşımı),[†]
- şirketin kontrolüne ilişkin mücadelelerin sonucunu etkileme isteği,[‡]
- şirketin ürün yapısını veya ürün/girdi piyasasında rekabeti etkileme isteği.

Çalışmamızın kapsamında bu dört kategorinin ilk üçü yer almaktadır. Şirketin ürün yapısını ve ürün ve girdi piyasalarını ilgilendiren sermaye yapısı analizleri çalışmamızın kapsamı dışındadır.

^{*} Temsil Teorisi yukarıda Bölüm 1.2 ve devamında ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

[†] Dengesiz Bilgi Dağılımı konusu yukarıda Bölüm 1.3.2.2'de finansal aracılık teorisi bakımından ve aşağıda Bölüm 2.2 ve devamında şirketlerde kontrol konusu bakımından ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

[‡] Şirketin finansmanı ve kontrolü Bölüm 2'nin konusu olup, devamında ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

Söz konusu üç kategoriye (temsil teorisi, dengesiz bilgi dağılımı yaklaşımı ve şirketlerde kontrol) dikkate alarak, sermaye yapısı teorileri iki temel ayrım çerçevesinde ele alınmaktadır. Aşağıda, bu temel yaklaşımlar kısaca ele alındıktan sonra çalışmamızın başlığı kapsamındaki temel konular irdelenecektir.

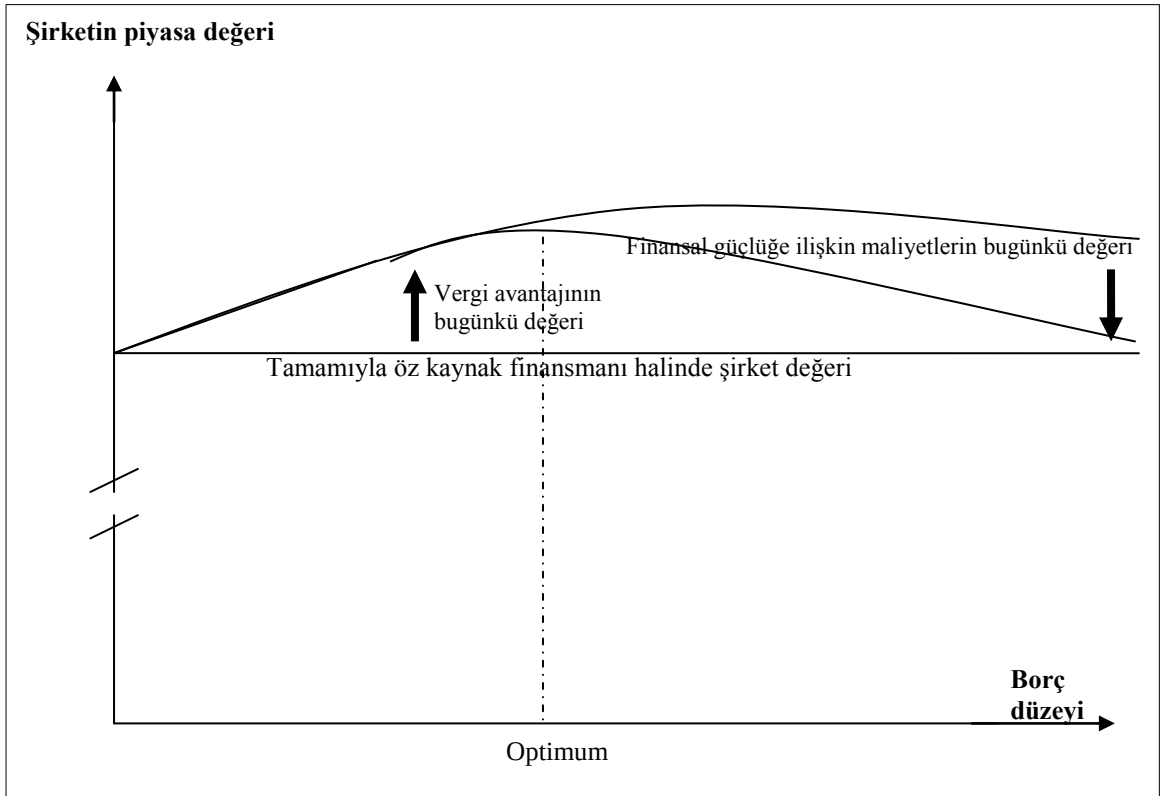
2.1.1. Değiş-Tokuş Teorisi

Değiş-Tokuş Teorisi (Trade-off Theory), şirketlerin en uygun kaldıraç oranlarını (borçlanma düzeylerini), her yeni birim borcun getirisi ile maliyetlerini tartarak kararlaştıracaklarını ileri sürmektedir. Borçlanmanın şirketlere olan maliyetleri arasında borçlanma düzeyi ile artan ödeyememe ve iflas riski ile temsil maliyetinin (agency cost) bulunduğu kabul edilmektedir. Buna karşılık borçlanma giderlerinin vergiden indirim kalemi olarak düşülebilmesi ve borçlanmanın şirket için serbest nakit akımını azaltması* borçlanmanın birer getirisi olarak kabul edilmektedir. Bu maliyetler ile avantajlar arasındaki değiş tokuşun (trade off) sermaye yapısı kararlarını belirlediği sonucuna ulaşılmaktadır. Bu yaklaşımda, sadece borçlanmanın etkisi dikkate alınmakta; şirketin varlıklarının ve yatırım planlarının değişmediği varsayılmaktadır.

Değiş-Tokuş teorisi, esas olarak, şirketin, kaldıraç etkisinden yararlanarak, sadece öz kaynak ile finansman halinde ulaşabileceği şirket değeri düzeyinden daha yüksek bir şirket değerine ulaşabilmesinin hangi borç/öz kaynak bileşimine kadar mümkün olabileceği ile ilgilidir. Şöyle ki, borç için ödenecek faiz giderlerinin vergi matrahının hesabında indirim kalemi olarak dikkate alınması suretiyle şirkete öz kaynak ile elde edilen kazanca kıyasla daha düşük vergi ödeme imkânı sağlanması avantajı belli bir noktaya kadar mümkün olabilir. Zira vergi matrahından indirilebilecek tutar, matrahın kendisini aşamayacağından, bu tutardan daha fazla faiz ödemenin vergi avantajı olmayacaktır. Dolayısıyla, borçlanmanın avantajı belli bir noktadan sonra azalmaya başlayacaktır. Öte yandan, şirketin borçlanma düzeyi arttıkça borçlarını ödeyememe riski yükselecek ve şirket giderek bir iflas sürecine sürüklenecektir. ‘Finansal güçlüğü düşme’ olarak ifade edeceğimiz bu durum şirketin (faiz oranı başta

* Bu önerme, temel “serbest nakit akımları” yaklaşımı ve değerlendirme modeli bakımından ilk bakışta çelişkili görülmekle birlikte, aşağıda Bölüm 2.6.1’de açıklandığı üzere, hisse senedi finansmanı ve bunun gereği temettü ödeme gerekliliğine kıyasla borç faizi ve anaparasını geri ödemenin yönetici bakımından ertelenemez, vazgeçilemez ve sonuçları ağır olan bir tercihi içermesi nedeniyle borçlanma hisse senedi finansmanına kıyasla serbest nakit akımlarını azaltan bir durum olarak değerlendirilmektedir.

olmak üzere) borçlanma maliyetini artıracak gibi, zaman içinde, borçlarını ödeyemez duruma düşmesine ve/veya yeni borçlanma yapamamasına yol açacak, bu da toplam şirket değerini düşürecektir. Şirket değerinde yaşanacak düşüşler şirket pay sahipleri için yatırımlarının getirisinin düşmesi anlamına gelecektir. Dolayısıyla, Değiş-Tokuş Teorisi sayesinde şirketin sermaye yapısı ile şirketin değeri arasında bir ilişki kurulabilmektedir. Temsil maliyeti ve serbest nakit akımları ile ilgili değerlendirmeler aşağıdaki bölümlerde ayrı başlıklar altında ele alınacaktır.



Şekil 7. Durağan Değiş-Tokuş Teorisinin Grafik Gösterimi

Kaynak: Shyam-Sunder, Lakshmi ve Stewart C. Myers, “Testing Static Trade-Off Against Pecking Order Models of Capital Structure”, **National Bureau of Economic Research Working Paper**, No. 4722, April 1994.

Değiş-Tokuş teorisi yaklaşımı yukarıdaki Şekil 7 yardımıyla görsel olarak da açıklanabilir. Şekilde görüldüğü gibi, şirketin hiç borç almadığı durumda, şirketin piyasa değeri değişmemektedir. Şirketin borçlanma düzeyi arttıkça, şirketin piyasa değeri önce yükselmekte; bir noktadan sonra, vergi avantajının ortadan kalkması ve finansal güclüğe düşme riskinin artması nedeniyle borçlanmanın marjinal getirisi

azalmakta, marjinal getiri kaybı artmaktadır. Şirketin, değerini ençoklaştırdığı borçlanma seviyesi şirket için optimum borç düzeyini ifade etmektedir. Değiş-Tokuş Teorisi, her şirket için, bu tür bir optimal borçlanma düzeyinin olacağını iddia etmektedir.

2.1.2. Sıralı Tercih (Finansman Hiyerarşisi) Teorisi

Dengesiz bilgi dağılımı yaklaşımı, şirket dışındaki hisse senedi yatırımcılarının şirketin varlıklarının değeri hakkında şirket içinden bilgi alabilecek durumda olanlardan (insiders) daha az özel bilgiye sahip oldukları durumda, o şirketin hisse senetlerinin yanlış fiyatlanmış olacağını ileri sürmektedir. **Myers ve Majluf** tarafından geliştirilen Sıralı Tercih Teorisine²²⁹ göre, şirket, yapmayı planladığı bir proje yatırımını hisse senedi ihraç ederek finanse etmeyi planlıyor ise dışarıdaki yatırımcıların eksik bilgilenmesi nedeniyle ortaya çıkacak düşük fiyatlandırmanın etkisi o kadar büyük olacaktır ki projenin getirilerinin net bugünkü değerinin büyük bölümünü yeni hisse ihracından pay alacak yeni ortaklar alacak ve bu durum mevcut hissedarların kayba uğramasına sebep olacaktır. Net bugünkü değeri pozitif olsa bile bu proje mevcut ortaklar tarafından reddedilecektir. Bu şekilde ortaya çıkacak bir düşük yatırım (underinvestment) etkisinden içsel finansman yoluyla veya piyasa tarafından düşük fiyatlandırılmayacak bir menkul kıymet ihracı yoluyla kaçınmak mümkündür. İçsel finansman ve yatırımcı açısından risk içermeyen borç senedi yoluyla finansman piyasanın düşük fiyatlama etkisine maruz kalmayacaktır. Dolayısıyla dengesiz bilgi dağılımının bulunduğu bir durumda menkul kıymetin düşük fiyatlanma etkisinden ve şirket bünyesinde düşük yatırım etkisinden kurtulmak için, sırasıyla, önce içsel kaynakları kullanarak finansman sağlamak, sonra riski düşük borçlanma senedi ihracı yoluna gitmek, daha sonra riskli borç ihracı yoluna gitmek ve son çare olarak yeni hisse senedi ihraç etmek şirketlerin seçeceği en uygun finansman sağlama yöntemi olacaktır. Bu model, en uygun seçenekten başlayarak her seferinde avantajları daha az olan bir sonraki seçeneğin seçilmesi esasına dayandığından şirket finansmanında “Sıralı Tercih Teorisi” veya “Finansman Hiyerarşisi Teorisi” (Pecking Order Theory) olarak adlandırılmaktadır.²³⁰

Baskin, 1988 tarihli çalışmasında²³¹, Sıralı Tercih Teorisinin zımnî olarak dengesiz bilgi dağılımı ile ilgili olduğuna işaret etmekte ve şirketlerin düzenli temettü akımlarını tercih ettiklerini varsaymaktadır. Bu tercih, bugün yapılan aşırı yüksek temettü ödemesinin gelecekte yapılacak temettü ödemesinde azalmaya neden olacağı kabulünü içermektedir. Baskin'e göre, hisse senedi sahiplerinin düzenli temettü ödemelerini değişken ve dalgalı temettü akımına tercih edecekleri varsayılarak, şirketler temettü akımında düzensizliğe sebep olmamak için ve yatırımcılar aleyhine dengesiz bilgi dağılımından da yararlanarak yatırımlarını öncelikle dağıtılmamış kârlardan finanse edeceklerdir. Dağıtılmamış kârlar yeni menkul kıymet ihracı gerektirmediğinden bilgi dengesizlikleri açısından en az sorunlu finansman yöntemidir. Baskin'e göre, tarihsel olarak da, şirketler dağıtılmamış kârda bir sınıra geldikten sonra, borç finansmanını tercih etmişlerdir. Baskin, ABD ve İngiltere'de ilk şirketlerin davranışlarını bu duruma uygun bulgu olarak sunmaktadır. Bu ilk şirketler borç senetlerini, çoğunlukla, faaliyet bölgelerinden uzak bölgelerdeki yatırımcılara satmışlardır. Bu durum, Baskin'e göre, şirketlerin dengesiz bilgi dağılımından yararlanma eğilimlerini göstermektedir. İlk şirketlerde ve şirket öncesi ticarî oluşumlarda, pay sahipliğinin esas olarak yakın çevre ile sınırlı olduğu ve bu durumun, özellikle pay sahipleri açısından, dengesiz bilgi dağılımı sorunlarının azaltılması için uygun bir yol olduğu hususu, kanaatimizce, Baskin'in bu kapsamdaki önemli bir tespitidir. Baskin'in ABD ve İngiltere için XIX. yüzyılla ilgili bu durum tespitinin ekonomilerde şirketleşme eğilimlerinin erken dönemlerinde de geçerli olduğu anlaşılmaktadır.

Bu çerçevede, Sıralı Tercih Teorisi dengesiz bilgi dağılımına dayalı bir yaklaşımı ifade etmektedir.

2.1.3. Diğer Yaklaşımlar

Şirket finansmanının hangi yolla sağlanmasının daha etkili olacağı devam eden bir araştırma ve inceleme konusudur. Bu kapsamda, **Dittmar ve Thakor**, 2007 tarihli çalışmalarında²³², Değiş Tokuş Teorisinin ve Sıralı Tercih Teorisinin uygulamada doğrulanmadığını esas alan bir kabulden yola çıkarak şirketin finansman tercihini açıklayıcı yeni bir yaklaşım önermektedirler. Dittmar ve Thakor, ampirik bir çalışmayla

da doğrulayarak, şirketin hisse fiyatının yüksek olduğu durumda sermaye artırımının daha büyük olasılıkla ortaya çıkan bir durum olduğunu tespit etmekte ve bu sonucun hisse fiyatı yüksek olduğunda şirket yöneticileri ile şirket hissedarlarının görüşlerinin uyumluluk göstermesine dayandığını göstermektedirler. Yönetici ile hissedarlar arasındaki bu beklenti uyumu, her ikisi de aynı şirket bilgisinin farklı yorumlanması sonucu görüş ayrılığı içinde olsa bile geçerli olacaktır. Dittmar ve Thakor aynı sonucun tahvil sahipleri bakımından geçerli olmayacağını, çünkü tahvil sahiplerinin hisse sahiplerine göre daha farklı bakış açısı nedeniyle tahvil sahipleri ile şirket yöneticisi arasında beklenti ve görüş uyumunun gerçekleşme olasılığının düşük olacağını belirtmektedirler.

Dittmar ve Thakor'un 2007 tarihli çalışmalarında, şirketlerin sermaye yapısı kararlarını yüksek hisse fiyatı ile ilişkilendiren diğer yaklaşımlara ilişkin değerlendirmeler de bulunmaktadır.

Sermaye yapısı teorilerinin bu kısa değerlendirmesinden anlaşılabileceği üzere, şirketin sermaye yapısı kararları, dengesiz bilgi dağılımı ve temsil sorunları ile çok yakından ilişkili bulunmaktadır. Değiş-Tokuş Teorisi bakımından borç finansmanı ve özkaynak finansmanı tercihinde borçlanmanın vergi etkisi dışındaki etkiler (temsil maliyetleri, borçlanma artışıyla artan ödeyememe ve iflas riski, diğer taraftan borçlanmanın serbest nakit akımlarını azaltıcı etkisi) sermaye yapısı kararlarını belirleyen unsurlar olmaktadır. Sıralı Tercih (Finansman Hiyerarşisi) Teorisi bakımından şirket dışındaki pay sahipleri ile şirket içindeki yöneticiler arasındaki dengesiz bilgi dağılımının yaratacağı hisselerin düşük fiyatlanma etkisi ve şirket bünyesinde düşük yatırım etkisinden kurtulmak için dengesiz bilgi dağılımı açısından en sorunsuz seçenekten başlayarak sıralı bir şekilde finansman tercihleri belirlenmektedir. Dittmar ve Thakor'un kendi yaklaşımları ve yazarların çalışmalarının çıkış noktasını oluşturan diğer yaklaşımlar da dengesiz bilgi dağılımı sorunundan kaynağını almaktadır.

Bu çerçevede, sermaye yapısı kararları dengesiz bilgi dağılımı ve temsil sorunları ile çok yakından ilgili ve şirket kontrolü bakımından temel teşkil eden kararlar

niteliğindedir. Bu ilişki aşağıdaki bölümlerde kontrol konusu ve şirketin gözetilmesi konuları değerlendirilirken daha açık ortaya çıkacaktır.

2.2. Şirket, Ortaklık Yapısı ve Kontrol

2.2.1. Genel Olarak

Şirketleşme tarihi, ilk şirketlerin belli ve dar bir sermaye grubu tarafından oldukça sınırlı ve özel amaçlar için özel bir kanun veya emir veya izin ile kurularak iş hayatına girdiğini göstermektedir. İngiltere’de ortaya çıkan bu ilk şirketler daha çok sömürge topraklarındaki çıkarların korunması ve yönetilmesini amaçlıyordu ve İngiltere kraliyeti tarafından verilen bir lisans ile kurulup faaliyet gösterebiliyordu. İşler kötüye gittiğinde, aynı şekilde, İngiliz kraliyetinin kararı ile lisansı iptal edilen şirketin faaliyeti sona eriyordu. Amerika kıtasındaki İngiltere kolonileri, bu koloni düzeninin başlangıç dönemlerinde, İngiliz kraliyetinin özel izni ile belli bir alanın yönetimi ile sınırlı bir amaçla kurulan şirketler tarafından yönetiliyordu. Bu ilk şirketlerde ortakların sınırsız sorumluluğu söz konusu idi. Bu ilk dönemlerde “sınırlı sorumluluk” bilinen bir kavram değildi. Bu bakımdan bu ilk şirketlerin ortakları da az sayıda, belli bir aile çevresinde bulunan ve kraliyet çevresinde yer alan kişilerden oluşmakta idi. Bu ilk şirketler kısmen kamu girişimi özelliği gösteren yapıları. Günümüz şirket modelleri bu kamu ya da devlet girişimi özelliklerinden tamamen ayrılmış ve başka bir yapıya bürünmüş bulunmaktadır. Modern şirket yapılanması ile bu ilk şirketlerin temel ayırıcı özelliğinin, ortaklarının sorumluluk sınırı olduğu kabul edilmektedir.²³³

Sınırsız sorumluluk, şirket tipi ekonomik örgütlenmelerin tarihsel öncüllerinde genel durum iken günümüzde genel olarak küçük ölçekli ekonomik yapılarda karşımıza çıkmaktadır. Şirketin faaliyet ölçeğinin büyümesi, işletmeyi, üretim ve dağıtım olanakları yanı sıra, faaliyetin finansmanı bağlamında, sermaye yapısı bakımından da etkilemektedir. Büyük ölçekli faaliyetin gerekleri finansman ihtiyaçlarının da büyümesine yol açmakta ve sınırlı sayıda girişimcinin finansman olanaklarını aşan bir sermaye ihtiyacını doğurmaktadır. Bu durum, büyük ölçekli çok ortaklı şirket yapılanmasını açıklayan temel unsur olarak kabul edilmektedir.

Yukarıda belirttiğimiz gibi, ekonomik hayatta şirketleşmenin öncülleri olarak kabul edilen basit (adi) ortaklıklar sınırsız sorumluluk ilkesine dayanmaktadır. Yukarıda açıkladığımız yarı devlet girişimi olarak ortaya çıkan öncül yapılanmalardan sonra veya bunların yanı sıra ortaya çıkan ilk şirket yapılanmaları gene kraliyet iznine bağlı olmakla birlikte zamanla özerkliği artan bir özellik göstermeye başlamıştır. İngiltere’de iş ortaklığı (partnership) ile hisseleri dışarıdakilere de satılan şirket tipinin karması bir yapıda ortaya çıkan bu ilk yapılanmalarda, daha çok birbirini tanıyan veya birbiriyle ilişkide bulunanların katılımıyla oluşan ve sınırsız sorumluluk içeren bir örgütlenme görülmektedir.²³⁴ İlk şirket örgütlenmeleri, kısa sürelerle, örneğin bir taşıma seferi süresince faaliyet gösteren ve sefer sonrasında tasfiyeye tabi tutulan ve getirisi paylaşılan oluşumlar şeklinde başlamıştır. Yeni bir iş veya sefer için yeni bir şirketin veya ortaklığın oluşturulduğu bu ilk uygulamalardaki tasfiye sıklığı Baskin tarafından ortaklara bilgi aktarımındaki güçlüklerle açıklanmaktadır. İşin gidişatı hakkında sürekli bilgilenme olanağı bulamayan ortaklar her işin veya seferin sonunda nihaî fazlayı paylaşarak nakit akımları yoluyla bilgilenmeyi sağlamış olmaktadır. Ancak, Baskin’e göre, sık tasfiye sonucu nakit varlıkların dağıtımı yerine, şirketin ürettiği veya ticaretini yaptığı satılamamış malların paylaşımına konu olması, hem ortaklık ve hem de ortaklar bakımından, zaman içinde, istenmeyen bir sonuç olarak ortaya çıkmıştır. Tasfiye işlemi suiistimal ve zimmet gibi olumsuz sonuçları önlemek bakımından da başvurulacak bir yöntem olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla tasfiye, ilk şirketleşme örneklerinde ortakların bilgilenme ihtiyacını azaltmaya veya çözmeye ve buradan hareketle şirketlere yönelik kontrol sorununu ortadan kaldırmaya yönelik bir yöntem olarak kullanılmıştır.

Tasfiye yöntemine başvurmaksızın şirketlerin uzun süreli faaliyette kalabileceğini gösteren ilk önemli örnek, 1599 yılında kurularak, ilk beş yılda başlangıçtaki sermayenin yüzde 150’si kadar temettü dağıtan ve bu şekilde 50 yıldan fazla bir süre ödediği temettülerle güven sağlayan East India Company olmuştur. East India Company İngiliz Kraliyeti’nin özel izni ile 1609’da süresiz faaliyet lisansı almış ve 1657’de bu süresiz lisans yenilenmiştir. Şirket, uzun yıllar boyunca yaptığı temettü ödemelerinin tasfiyenin yerine geçebilecek bir hesap verilebilirlik ve likidite ölçüsü olabileceğini göstermiştir.²³⁵ East India Company’nin şirketleşme tarihine yerleştirdiği bu anlayış (gözetim ve kontrol sorunlarını çözmek için şirketin tasfiyesi yerine ortaklara

temettü yoluyla nakit akımı sağlanması durumu) ortaklara yönelik nakit akımlarının ortakların bilgilendirme ihtiyaçlarını gidermede ve dengesiz bilgi dağılımını azaltmada etkili bir yol olduğunu göstermesi bakımından önemlidir. Bilgi dağılımında dengesizliğin azalmasının bu dengesizliğin yol açtığı gözetim ihtiyacını ve kontrol sorunlarını azaltacağı gerçeğinin bu ilk şirket örneklerinde anlaşılmış olması işaret etmek istediğimiz en önemli noktalardan biridir.

Bu ilk şirketleşme örnekleri yaygınlaştıkça ve iş olanakları ile birlikte sermaye ihtiyacı arttıkça şirketlerin Avrupa’da* sınırlı aile çevresi veya bir kasaba veya kent ölçeğine sığmamaya başladığı gözlenmiştir. Bu şirketlere ait hisselerin alınıp satıldığı öncül borsaların ortaya çıkışı bu bakımdan önemli bir tarihsel aşamayı oluşturmaktadır. İtalya’dan sonra 1609’da Amsterdam’da kurulan menkul kıymetler borsası şirket hisselerinin belirsiz kişilerce alım satıma konu olmaya başlamasını sağlamıştır. Borsaların ortaya çıkışına denk düşen bu öncül süreçte, dar bir çevreden oluşan tüccar grubunun karşılaştığı dengesiz bilgi dağılımı sorunları ayrıntılı kayıt tutma işlemleri ve yüksek temettü ödemeleri ile kontrol altında tutulabilmiştir.²³⁶ Dolayısıyla, ilk şirket örneklerinde, dar bir tüccar çevresini aşan bilgi açıklama ihtiyacı ayrıntılı kayıt tutmanın ve yüksek nakit akımları sağlamanın temel bilgi aktarma yöntemi olarak işlev görmesini sağlamıştır.

1711’de kurulan ve İngiltere kraliyetinin ve parlamentosunun kontrolü altında ve buralardan alınan özel izin ve lisanslarla faaliyet gösteren South Sea Company’nin hisse senetleri üzerinde 1720’de oluşan balon ve bu balonun hızlı patlayışı tarihteki en büyük finansal çılgınlıklardan birisi olarak gösterilmektedir. 1634-1637 yılları arasında Hollanda’da ortaya çıkan lâlâ çılgınlığından (tulip mania) sonraki ilk ve en büyük kapsamlı batış olarak tarihte yerini alan South Sea Bubble’ın ortaya çıkmasıyla, yüksek temettü ödemelerinin, içinde kamu görevlilerinin de bulunduğu bir grubun gerçekleştirdiği kamuoyunu aldatma, haksız kazanç sağlama ve mutluluk zinciri

* Şirketlerde kontrol (corporate control) konusunun öneminin erken anlaşıldığı ve şirket kontrolünü elde etmeye ve sürdürmeye yönelik araç ve yöntemlerin birçoğunun geliştirildiği ve akademik olarak yaygın ilgi gördüğü Amerika Birleşik Devletleri’ndeki gelişmeler biraz daha farklı bir yapı göstermektedir. Aşağıdaki sayfalarda bu konu daha ayrıntılı ele alınacaktır.

oluşturma sürecinin önemli bir unsuru olarak kullanılabileceği anlaşılmıştır.* Bu durumun yarattığı derin korku ortamı yeni anonim şirket (joint-stock company) tipi oluşumların İngiltere’de yüz yıldan fazla bir süre yasaklanmasına yol açmıştır. Bireysel girişim lehine bir zorunlu teşvik sonucu doğuran bu durum, **Adam Smith**’in 1776’da yayımlanan *Ulusların Zenginliği* adlı temel yapıtındaki anonim şirket tipi örgütlenmelere ilişkin olumsuz cümlelerin yazıldığı tarihsel dönemeç ile de denk düşmektedir.²³⁷

Adam Smith’in söz konusu ifadeleri şöyledir:

“Hisseli sermaye ortaklığının ticareti, hep bir yöneticiler kurulunca yönetilir. Gerçekte bu kurul, birçok bakımdan, bir mal sahipleri kurulunun sık sık denetimine bağımlıdır. Gelgelelim, bu mal sahiplerinden çoğunun ortaklık işinden bir şey anladıkları iddiasında oldukları seyrekler. Aralarında anlaşmazlık çabasının ağır basmadığı oldu mu, mal sahipleri işten yana hiç tasalanmaz; yöneticilerin kendilerine vermeyi uygun gördükleri altı aylık ya da yıllık temettüü, öpüp başlarına korlar. Sınırlı bir tutar dışında, zahmet ve rizikodan yana başlarının böyle tümenden dinç oluşu; servetlerini hiçbir bakıma herhangi bir özel şirket elinde bahta bırakmak istemeyen birçok kimseyi, hisseli sermaye ortaklıklarında tali[h]lerini[†] denemeye heveslendirir. Onun için; bu tür ortaklıklar, çoğu kez herhangi bir özel şirketin göğsünü kabartacak miktara kıyasla çok daha fazla sermaye toplarlar. Güney Denizi Ortaklığı’nın [South Sea Company] ticaret sermayesi, bir zamanlar, otuz üç milyon sekiz yüz bin İngiliz lirasını aşıyordu.”²³⁸

* Larry D. Neal (**Crashes and Panics: The Lessons from the History**, Editör: Eugene N. White, Dow Jones-Irwin, Illinois, USA, 1990 içinde, ss. 33-56) “How the South Sea Bubble was Blown Up and Burst: A New Look at Old Data” başlıklı çalışmasında South Sea Company olayının finansal piyasalarla ilgili aşırılıklar ve manyaklıklardan çok finansal piyasaların iş hayatında süre gelen yeniliklere uyum sağlamada zorlanmış olması ile açıklanabileceğini ileri sürmektedir.

[†] Orijinal metinde “encourages many people to become adventurers in joint stock companies” ifadesi içinde yer alan “adventurers” kelimesini belirten ve çeviri metninde “talilerini” olarak verilen kelimenin “talihlerini” olması gerektiği düşüncesiyle düzeltme yapılmıştır.

Adam Smith'in bu ifadelerinin devamında yer alan ve Jensen ve Meckling'in buradan alıntılararak açılış metni olarak 1976 tarihli makalelerinin başına aldıkları, çalışmamızın konusu bakımından asıl etkileyici ifadeler şöyledir:

“ ... Ama bu gibi ortaklıkların [hisseli sermaye ortaklığı] yöneticileri, kendi paralarından çok, başkalarının parasını kullanan kimseler olduklarından, özel bir şirketteki ortakların çoğu kez kendi paralarına karşı gösterdikleri aynı titiz uyanıklıkla onun üstüne titremeleri, bunlardan pek beklenemez. Zengin bir adamın vekilharçları gibi, bunlar, ufak tefek şeyler üstünde durmayı efendilerinin şerefine yakışmaz görme eğilimini gösterir ve kendilerini bundan pek kolay bağışlayıverirler. O yüzden; böyle bir ortaklığın işlerinin yönetiminde, hep, az çok savsaklık ve çarçur ağır basmak gerekir.”^{*} Adam Smith anonim şirket tipi örgütlerle ilgili cümlelerini şöyle devam ettirmektedir: “Dış ticaret için olan hisseli sermaye ortaklıklarının, özel girişimcilerle seyrek olarak rekabete dayanabilmeleri, işte bundan dolayıdır. Onun için; tekelci bir ayrıcalık olmadan, bunların başarı gösterdikleri seyreklerdir. Ayrıcalıkları varken de, bunlar çoğu kez başarı gösterememişlerdir. Tekelci bir ayrıcalık olmaksızın yaptıkları ticareti genellikle kötü yönetmişlerdir. Tekelci bir ayrıcalık olunca, ticareti hem kötü yönetmişler hem kısıvrak avuçlarına almışlardır.”[†]

Adam Smith, anonim şirket (joint stock company) yöneticilerinin başkalarının parasını yönetmelerinden kaynaklanan kötü yönetim sonuçlarının ancak şirketin ürün pazarında tekel olması halinde, o da seyrek rastlanan bir durum olarak, ortaya çıkmayabileceğini ifade etmektedir. Öyle ki, anonim şirketler, tekelci bir imtiyaza sahipken bile hem ticareti kötü yönetmekte ve hem de ticareti daraltmaktadırlar. Bu

^{*} Adam Smith, Ulusların Zenginliği, ss. 827-828. Adam Smith'in bu ifadelerinin orijinal metni şöyledir:

“The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”

[†] Çeviri metinde anonim şirketlerin “ticareti ... kısıvrak avuçlarına almış” olmalarını, Adam Smith, orijinal metinde “confine” kelimesi ile ifade etmektedir. Burada kastın “ticaret hacminin daraltılması” olduğunu düşünmekteyiz.

yaklaşım çerçevesinde, Adam Smith'den alıntılarımız yukarıdaki metinlerden, konumuz açısından, şu üç sonucu çıkarmak mümkündür:

i) Adam Smith'in "başkalarının parasını kullanan kimseler" olarak tanımladığı yöneticilerin davranışlarında öne çıkardıkları husus, 200 yıl sonra, Jensen ve Meckling'in "temsil sorunu" olarak literatüre kazandırdıkları terimde somutlaşmaktadır.

ii) Adam Smith'in yaklaşımında da, sorunun temelinde bir dengesiz bilgi dağılımı durumunun tespiti bulunmaktadır. Anonim şirket yönetimini şirket ortaklarının sık sık denetime tabi tutmaları olanağı bu ortakların şirket faaliyet konusundan anlamıyor olmaları nedeniyle sakatlanmış olmaktadır. Adam Smith'in işaret ettiği yöneticilerin bildiklerini ortakların bilmemesi durumu şirket ortakları aleyhine, Akerlof'un literatüre kazandırdığı bir "limon" problemi²³⁹ ya da dengesiz bilgi dağılımı durumudur.

iii) Adam Smith'in anonim şirket ortaklarının "sınırlı bir tutar dışında, zahmet ve rizikodan yana başlarının böyle tümenden dinç oluşu" ile açıklamak istediği ise anonim şirket ortaklarının (pay sahiplerinin) sınırlı sorumluluğudur.

Jensen ve Meckling, 1976 tarihli makalelerinde²⁴⁰ Adam Smith'in ilk kez işaret ettiği bu konuyu, temsil teorisi ve şirketlerde kontrol bağlamında, ortaklık yapısı veya sahiplik yapısı (ownership structure) kavramı çerçevesinde incelemişlerdir.

Ortaklık yapısı konusunu öncelikle mülkiyet ilişkisi bakımından ele almak gerekmektedir. Tartışma, öncelikle, sermaye sahibinin ekonomik faaliyete doğrudan bireysel mülk edinerek mi dâhil olacağı, yoksa şirketleşerek dolaylı mülkiyet yoluyla mı katılacağı sorusu ile başlamaktadır. Bireysel mülkiyet ile şirket örgütlenmesi şeklindeki mülkiyet "sınırsız sorumluluk" ve "sınırlı sorumluluk" kavramları ile açıklanabilmektedir. Sınırsız sorumluluk halinde şirketin bütün borçlarından bütün ortaklar bütün malvarlıkları ile sorumlu olacaklardır. Oysa sınırlı sorumluluk, her ortağın sadece şirkete koyduğu sermaye kadar sorumluluk üstlenmesi sonucunu vereceğinden anonim şirket (corporation) yapısının yaygınlaşmasında en güçlü etken olarak sınırlı sorumluluk ilkesi gösterilmektedir.

Jensen ve Meckling sınırlı sorumluluk kavramının konuyu tam olarak açıklamak için yeterli olmadığını ve temel riski* ortadan kaldırmadığını belirtmektedirler. Açıklamanın işlem maliyeti esasına oturmasının daha mantıklı olduğunu ve her bir ortağın sorumluluğuna gitmenin maliyeti ve ayrıca her bir ortağın hem şirketin yükümlülüklerini, hem de diğer bütün ortakların servetlerini takip (gözetim) maliyeti dikkate alındığında sınırsız sorumluluğun maliyetinin sınırlı sorumluluk nedeniyle uygulanacak yüksek faiz oranları içinde ödenecek primden daha yüksek olacağını savunmaktadırlar.²⁴¹

“Şirketlerde kontrol konusu mülkiyet hukuku ve şirketler hukuku ile ilgili düzenleme ve tartışmalarla da şekillenen bir özellik arz etmektedir. Berle ve Means’in çalışmaları, esas olarak, ekonomide şirketleşme ihtiyaçlarının ve eğilimlerinin artması ile birlikte özel mülkiyete tabi varlık, hak ve kaynakların ayrı hukuki kişiliğe sahip kurumlar (şirketler) bünyesinde toplanması sonucunda ortaya çıkan, bu kaynakların yönetimi ve faaliyet sürecinde veya iflas halinde sonuçlarının paylaşımı ile ilgili konularda yapılan çalışmalara ve yasal düzenlemelere de yol gösterici olmuştur. Büyük ölçekli üretim imkânlarının ortaya çıkışı ile birlikte, oluşan şirketler bünyesinde, girişimci bireyselliğinin grup dinamiği ile uyumlaştırılması konuya ilişkin yaklaşımlardan birisidir. Yirminci yüzyıl başlarında ABD’de grup dinamiği, uygulamada, bireysel girişimden daha önemli addedilmiştir. 1970’lerden sonra ortaya çıkan, şirket kontrolünde yöneticinin baskın olduğu yapı, hedefi kâr ençoklaştırması olan bireyi öne çıkarmıştır.”²⁴²

Dolayısıyla, ABD’deki şirketleşme gelişimi, 19’uncu yüzyıl sonlarından 20’nci yüzyıl sonlarına kadarki yüzyıllık süreçte, bireysel girişimciliğin büyük hacimli yapılanma ve üretimleri finanse etmeye ve yönetmeye yetmemeye başladığı noktada grup dinamiğinin öne çıktığı bir yapıdan başlamış, dağınık ortaklık yapısının ortaya

* Temel riskin ne olduğu konusunda bir çıkarımda bulunmak gerekirse, bunun şirketin esas olarak yönetim kalitesi ve bunun yanında üretim yapısı, ölçeği ve tekniği de dikkate alınarak performansı ve gelir yaratma gücü ile ilgili risk unsurları olması gerektiğini düşünmekteyiz.

çıkardığı kontrol sorunları, profesyonel yöneticilerin baskın hale gelmesiyle bireysel güdülerin öne çıktığı bir yapıyı doğurmuştur. Bu seyir belli bir hukukî yapı ve ekonomik büyüklüğün *per se* tarihi sonucu olarak değil; kanaatimizce, şirket kişiliğinin gerektirdiği işlemlerin ve kurumsal ilişkilerin ekonomik gelişmeyle uğradığı değişimin hukukî yapı ve ekonominin büyüklüğüne pek de bağlı olmadan ortaya çıkarabileceği bir sonuç olarak ele alınmalıdır. Diğer bir deyişle, bu seyrin diğer ülkelerde de benzer şekilde ortaya çıkabileceğini kabul etmek gerekmektedir.

Ülkemizde de şirketleşmenin bireysel girişimi aşan yaygın örneği olan anonim şirket yapılanması bakımından, 1958 tarihli eski TTK'nun belirlediği anonim şirket hukuku düzeninin, bütün ortakların temsil edildiği şirket genel kurulunun kararlarının ağırlık kazandığı “sözleşme teorisi” yaklaşımı ve şirket bünyesindeki her organın (genel kurul, yönetim kurulu, denetim kurulu gibi) bir diğerinden bağımsız ve ayrı yetkilere sahip olduğu “kurum teorisi” yaklaşımı arasında bir sistemi benimsediği kabul edilmektedir.²⁴³

Türk şirketler hukuku düzenlemelerinde anonim şirket ortakları bakımından Kaya'nın 2001 tarihli çalışmasında²⁴⁴ ifade ettiği gibi:

“(...) çoğunluğun esasen şirketin menfaatlerini gözetmesi, kararlarını verirken dürüstlük kuralı, eşit işlem ilkesi ve hakların sakınılarak kullanılması gibi anonim şirketler hukukunun yazılı olmayan prensiplerine uygun davranması gerekmele birlikte, hâkimiyeti elinde bulunduranların ortakların çıkarları yerine şahsi çıkarlarını ön planda tutmaları, hâkim pozisyonlarını azınlık ve münferit pay sahipleri aleyhine kullanmaları çok sık rastlanan bir durumdur. İşte bu sebeple, gerek genel kurulda gerekse şirketin yönetimi ve denetimi işlemleriyle bağlantılı olarak azınlığın veya münferit pay sahiplerinin çoğunluğa karşı korunmasını temin ve menfaatlerin karşılıklı dengelenmesi amacıyla, çoğunluk pay sahiplerinin karar alabilme hak ve yetkilerine çeşitli sınırlamalar getirilmiş, yönetim veya denetim organlarının faaliyetleriyle ilgili olarak da azınlık veya münferit pay sahiplerinin haklarını koruyucu veya pay sahipliği sıfatına bağlı

*hakları işlevsel kılan hükümler getirilmiş ve müesseseler getirilmiştir.
(....)*

“Anonim ortaklıklarda çoğunluğun gücü, bizzat şirketin menfaati ve pay sahiplerinin menfaatleri arasında denge kurulmaya çalışılmasının gerisinde, esasen bunlar arasında bir menfaat çatışmasının olması gerçeği yatar. (...) Ortaklıkta çoğunluk ve azınlık oluşturan ya da münferit pay sahiplerinin farklı gayelerle pay edinmeleri söz konusu olabileceği gibi, bunların şirketin ortak amacını menfaatlerine paralel olarak farklı değerlendirdikleri bir vakıadır. Anonim şirketlerde çoğunluğu ve hâkimiyeti elinde bulunduran pay sahiplerinin, şahsi menfaatlerine öncelik verdikleri çok fazla karşılaşılan bir durumdur.”²⁴⁵

13.01.2011 tarihli ve 6102 sayılı yeni TTK, ticaret şirketleri* bakımından kontrol konusunu özel bir düzenlemeye tabi tutmuştur. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları kapsamındaki tanımlarla uyumlu bir kontrol kavramının benimsendiği md. 195 ve devamında, “şirketler topluluğu” bünyesinde hâkim şirket tarafından kontrol edilen bağlı şirkette karar, işlem ve sorumluluklarla ilgili yeni sistem benimsenmiştir. Bu yeni sistemde, temel bir ilke olan anonim şirketin ayrı kişiliği ve organları ile birlikte bağımsız bir birim olduğu kuralı gevşetilmekte ve bağlı şirketin organları ve karar ve işlemleri ile birlikte hâkim şirkete tabi olabileceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, bağlı şirket yöneticilerinin şirket mal varlığı ile ilgili sorumlulukları bakımından da bazı esneklikler ve malvarlığına ilişkin ek koruma mekanizmaları getirilmiş bulunmaktadır.

Görüldüğü üzere, şirket kontrolü konusu tarihsel kökenleri itibariyle ticarî hayatın iş yapma kurallarına dayanmakta ve şirketin yönetimi ve pay sahipliği hakları bakımından şirketler hukukunun da temel konularından birisini oluşturmaktadır. Bu noktada pay sahipliği hakları, çalışmadaki yaklaşımımız

* Ticaret şirketleri, 6102 sayılı TTK md. 124’te” kolektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketler” ile sınırlanmıştır.

doğrultusunda, şirketin gözetimi ve kontrolü ile ilişkisi açısından önem arz etmektedir.

2.2.2. Ölçek ve Kontrol

Şirketin ölçeği, bireysel mülkiyet şeklinde doğrudan ve pay sahipliği şeklinde dolaylı mülkiyet ayrımında önemli bir belirleyici unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Böylece, şirket yönetiminde “kontrol” konusu şirketin ölçeği ile birlikte atbaşı giden bir öneme sahip hale gelmektedir. Sanayileşmenin ve kapitalist sisteme özgü yapılanmaların gerektirdiği büyük ölçekler, girişimci-yöneticinin kontrolündeki şirket yapılarının yerine girişimcinin yöneticiden ve hatta girişimcinin sermaye sahibinden ayrıldığı şirket yapılarının ağırlık kazanması sonucunu doğurmuştur. Amerika Birleşik Devletleri’nde 19’uncu yüzyılın ortalarından itibaren özellikle demiryollarının ve kanalların finansmanı ile başlayan büyük şirket yapılanmalarının oluşması süreci, finanse edilecek projelerin hacmi için yeterli finansal yoğunlaşmaların henüz sağlanamamış olması nedeniyle çok sayıda küçük finans kaynağına başvurma ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Sermaye kaynaklarının dağınık olması şirketlerin ve şirket kaynaklarının kontrolü konusunu gündeme getirmiştir.

ABD’de 18’inci ve 19’uncu yüzyıllarda görülmeye başlayan sahiplik ve kontrolün ayrılması sürecinin, Avrupa’daki zengin ve soylu kişi ve ailelerin o dönemde ABD’de henüz bulunmaması dolayısıyla, büyük yatırımların gerçekleştirilmesinde küçük tasarrufların bir araya getirilmesine dayanan bir finansman sisteminin şart olmasının bir sonucu olduğu kabul edilmektedir.²⁴⁶

Ortaklarının sınırlı sorumluluğunu içeren büyük ölçekli anonim şirket tipi yapılanmalar 19’uncu yüzyıl sonlarında ABD’de yaygın olarak görülmeye başlanmıştır. Bu yapılanmaların Avrupa’dan önce ABD’de yaygınlaşması, ABD ile kapitalizmin Avrupa’da görece daha ileri düzeyde olduğu İngiltere arasında toplumsal koşullardaki farklılık ile açıklanmaktadır. Büyük ve zengin ailelerin yaygın olduğu Avrupa’nın aksine ABD’de yoğunlaşmış sermaye güçleri oldukça sınırlıydı. İngiltere örneğinde “lüks içinde ve bakıcıların ihtimamlı ellerinde” zengin ailelerin çocuklarının iş başarılarının düşük olması da bir sonuç olarak ifade edilmiştir. Bu yüzden, büyük

hacimli anonim şirket tipi yapılanmaların ortaya çıkışı İngiltere’de ABD’ye kıyasla on yıl kadar gecikmeyle olmuştur.²⁴⁷

Diğer bir deyişle, 18’inci ve 19’uncu yüzyıllarda, ABD’de, güçlü ve soylu zengin ailelerin bulunmaması, kıtanın yeni baştan inşasında gerekli yatırım ve kaynak büyüklükleri nedeniyle, bunların yaygın ve dağınık küçük tasarrufların bir araya getirilmesine dayanan bir sistemle finanse edilmesi için gerekli araçların ve kurumların ortaya çıkışını sağlamıştır. İşte bu araç ve kurumlardır ki şirket kontrolü kavramının ortaya çıkışını ve bu kavramın ortaya çıkışından yıllar sonra da bir şirket kontrolü piyasasından söz edilmesini sağlamıştır. Şirket kontrolü piyasası ile ilgili değerlendirmeleri aşağıdaki bölümlere bırakarak, şirket kontrolünün kavram olarak şekillenişini ölçek büyüklüğü çerçevesinde bu bölümde açıklamaya çalışacağız.

Ölçek büyüklüğü, şirket kontrolü bakımından, değişik açılardan ele alınmıştır. **Mueller**, 1986 tarihli çalışmasında²⁴⁸, genel olarak “güç” (power) kavramı çerçevesinde ele aldığı kontrolü, bilgi (information) ile açıklamaktadır. Mueller’e göre, bilgi üstünlüğü, buna sahip olanın diğerlerine göre daha üstün olmasını ve böylece diğerlerine karşı ve diğerleri üzerinde ve ayrıca içinde bulundukları ortamla ilgili gücü (diğer bir deyişle kontrolü) elinde bulundurmasını sağlamaktadır. Fabrikada işçinin bilgi üstünlüğü onu daha güçlü duruma getirecektir. Bu durum şirket yöneticisi için vazgeçilmezlik göstermektedir. Şirket yöneticisi, kontrol gücünü (power of control) korumak için şirketle ilgili bilgisini artırmak zorundadır. Mueller, bilgi ile hareket yeteneğini (mobility) birlikte dikkate almaktadır. Şirkete özgü bilgi birikimi artan işçinin hareket yeteneği düşük olacaktır. İşe yeni girenler, henüz şirkete özgü bilgide bir üstünlüğe ulaşmadan, işi daha kolay bırakabilecekler ve bu şekilde piyasadaki ücret koşullarına tabi olarak daha yüksek hareketlilik düzeyine sahip olacaklardır. Eski çalışanlar, şirkete özgü bilgi üstünlüklerini işten “çıkış” şeklinde değil, “söz söyleme” şeklinde kullanacaklardır. Bu iki yöntem de birer kontrol yöntemi olarak dikkate alınmaktadır.²⁴⁹ Dolayısıyla, bilgi üstünlüğü olmayan çıkış seçeneğini kullanarak ve bilgi üstünlüğü olan da söz söyleme seçeneğini kullanarak kontrol güçlerini ortaya çıkarmaktadırlar.²⁵⁰

Bu analizler Mueller'in bilginin kontrol gücüne atfettiği önemi azaltmamaktadır. Fabrikada, ilgili kişi (mekanik sorumlusu, bakım-onarım şefi veya makine mühendisi) dışında hiç kimsenin nasıl tamir edileceğini bilmediği bir makinenin bozulması halinde o makineyi kullanacak olanlar yanı sıra o makineden elde edilecek çıktıyı satarak kâr elde etmeyi bekleyen girişimci de dâhil olmak üzere, herkes, bu ilgili kişinin özel bilgisine tabi kalmaktadır. Mekanik sorumlusu olarak kabul edebileceğimiz bu kişinin, farklı fonksiyonları ve mekanik özellikleri bulunan bütün makineler hakkında tek bilgi sahibi kişi olduğu durumda bu mekanik sorumlusunun gücü aynı ölçüde artmış olacaktır. Bu şekilde bilgi üstünlüğünün artışı, bu üstünlüğe bir kontrol gücü vermektedir. Esasen şirket yöneticisi de bilgi üstünlüğü ölçüsünde güç sahibi olabilmektedir. Şirketin yönetimi ve performansı konusunda kendisinden daha üstün bir bilgi sahibinin bulunması yöneticinin gücünü zayıflatıcı bir etki doğuracaktır. Ölçeğin çok büyüdüğü ve dolayısıyla çalışma ekiplerinin ve üretim tesislerinin çok genişlediği ortamlarda, kalabalık içinde kendini kaybettirerek diğerlerinin gayretlerinin ürününü kendisi çaba göstermeden paylaşmaya eğilimli bedavacıların yaratacağı bedavacılar sorunu (free-rider problem) bir gözetimci-yöneticiyi gerektirmektedir. Bir ekipteki eleman sayısı arttıkça, böyle bir gözetimciye duyulan ihtiyaç da artmaktadır. Şirket yöneticisi de şirketin ölçeğinin büyümesine bağlı olarak, gözetimci-yönetici konumu gereği, şirkette çok daha etkin bir rol üstlenmekte ve ölçek büyüklüğü ile birlikte artan bir güce, kontrole sahip olmaktadır. Ölçeğin büyüyerek karmaşılaşması, yöneticiye bilgi üstünlüğünü koruması için daha uygun bir ortam sunmaktadır. Yöneticiye konumu gereği sunulan parasal olan ve olmayan faydalar* şirketin ölçeğine göre artan bir özellik gösterdiğinden, bilgi üstünlüğünün sağladığı kontrol gücüne sahip yönetici de şirket ölçeğinin büyümesinden fayda elde etmektedir. Bu şekilde, şirketin kârlılığının artması, yöneticinin faydası yerine, bundan daha çok ortakların getirisinin artmasını sağlayacaktır. Bu yüzden, şirket kârlılığını artırmaya gayret eden yöneticinin elde edeceği faydalar toplamı, şirketin büyüklüğünü artırmaya çalışan yöneticinin elde edeceği faydalar toplamından daha fazla olmayacaktır. Bu da şirket yöneticisini şirket

* Bu konu, Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmaları kapsamında, bu çalışmanın değişik bölümlerinde ve özellikle yukarıda Bölüm 1.2.2 ve devamında ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

kârlılığını artırıcı karar ve işlemler yerine şirketin büyüklüğünü ve ölçeğini artırmaya yönelik işlem ve kararlara teşvik etmektedir.^{251*}

Mueller'in bu analizleri, şirket yöneticisinin şirkete özgü bilgi üstünlüğünün şirkette kontrol gücünü elde etmesi ve devam ettirmesi bakımından önemini bize göstermektedir. Yöneticinin elde edeceği kontrol gücünün devamlılığı, Mueller'in analizinde, yöneticiyi şirketin karlılığına hizmet etmese de şirket ölçeğini büyütme yarayan kararlar almaya yöneltecektir.

Günümüzde küreselleşme sürecinin de bir sonucu olarak, "şirket" şeklindeki yapılanmalar, büyük ölçekli üretim ve dağıtım süreçlerinin, ülkelerarası ekonomik gelişme düzeylerindeki farkların ihmal edilmesini gerektirecek şekilde, tüm dünya çapında ortaya çıkmasını sağlamaktadır. Küresel sermaye tabir edilen akışkan fonlar ve bunların dolaşma hızındaki artış son yılların çokça dile getirilen çarpıcı olgusu olarak karşımıza çıkmaktadır. Ülke sınırlarını aşarak dünya ölçeğinde yatırım kararları alan özel sermaye (private equity) fonları ve bunlara benzer fon kaynakları son zamanlara kadar kapalı ya da yarı kapalı ekonomilerde, sınırlı rekabet koşullarında faaliyet gösteren işletmeleri hem ürün, hem de üretim faktörü piyasalarında uluslararası rekabete zorlamaktadır. Bu analizde sermayenin de bir faktör olarak dikkate alınması gerekmektedir. Dünya çapında gümrük sınırlarının gevşemesi, son zamanlara kadar koruma altındaki pazarlarda ürün pazarlayan yerel şirketleri Uzak Doğu ve özellikle son zamanlarda Çin kaynaklı ürünlerle rekabete zorlamaktadır.

Yerel piyasalarda giderek yoğunlaşan söz konusu rekabet koşulları işletmelerde maliyet tasarrufu ve verimlilik artışını öncelikli hedefler haline getirmektedir. Bu önceliklerin ihmal edilmesi şirketleri rekabette geri kalma tehlikesi ile karşı karşıya bırakmaktadır.

Bu kabullerden yola çıkarsak, maliyet tasarrufu ve verimlilik artışı, üretim yöntemleri ile sınırlı olmayan bir iyileştirmeler sürecini ifade etmektedir. İşletmelerde organizasyon ve yönetim biçimlerini de kapsayan bu iyileştirmeler, süreci geniş bir

* Bu tespitin, diğer birçok yazar yanı sıra, Jensen ve Meckling (1976) ve Fama ve Jensen (1983) tarafından da yapıldığını ve bu çalışmada yararlanılan çalışmalarda çok büyük ölçüde bu kabulden yola çıkılarak konuların işlendiğini belirtmek isteriz.

çerçeveden kavramayı gerektirmektedir. Yurtdışı kaynaklı sermayenin yerel piyasalarla ilgili görece bilgi eksikliği ve iyileştirme sürecinin geniş bir çerçevede ele alınması gereği, açıklandığı şekilde küresel rekabete açık şirketlerde kontrol konusunu gündeme getirmektedir. Kontrol sorunu çözülmeden iyileştirme süreçlerinin sonuca ulaşması zorlaşacaktır.

Kontrol, şirketle ilgili bütün süreçlere yönelik etkisi bakımından da önemlidir. Küreselleşme sürecinin yarattığı uluslararası ortam, şirketleri, içinde bulundukları süreçlerle ilgili rekabet ortamında verimlilik artışı sağlama yönünde iyileştirmelere zorlamakla bütün bu süreçlerin kontrolü konusunu öne çıkarmaktadır. Bulundukları coğrafi alanda geleneksel yöntemlerle yönetilen süreçler, uluslararası rekabet ortamında ayakta kalabilmek için bu rekabetin gerektirdiği yöntemleri benimsemek durumunda kalmaktadır. Geleneksel yöntemlerin yerini alacak olan yeni yöntemler şirketin kontrolü konusunun önemini artırmaktadır. Süreçler iyi kontrol edilmediği ve iyi yönetilmediği takdirde verimlilik artışı sağlamanın zorlukları artacaktır. Bu bakış açısıyla, finansman kaynaklarının uluslararasılaşması şirketlere finansman sağlayanların şirket kontrolünü de dikkate almalarını gerekli kılmaktadır.

Finansman sağlamanın getirdiği gözetim yapma zorunluluğunu yukarıda Bölüm 1.1’de ele almıştık. Aşağıda Bölüm 4.1’de gözetim, kontrol ve yönetimi üç aşamalı bir sürecin birbiri içine geçmiş halkaları olarak değerlendireceğiz. Uluslararası özel sermaye akımlarının son yıllarda ulaştığı düzey ve yoğunluk fon vermenin sonucunda ortaya çıkacak gözetim ihtiyacının, Bölüm 4.1’de ele aldığımız çerçevede kontrol ve yönetim aşamaları ile açıklanabilecek bir düzeyde ele alınmasını gerektirmektedir. Şirkette verimliliğin artırılması ve süreçlerin iyileştirilmesi, doğaldır ki, basit düzeyde gözetim ile sağlanabilecek sonuçlar değildir. Aksine, şirketin finansmanı ile birlikte tedarik, üretim, pazarlama ve dağıtım gibi şirketle ilgili diğer süreçleri de içine alan bir iyileştirme sürecinin gerekli kıldığı şirket kontrolünü ve gerekli durumlarda şirketin yönetilmesini içeren aşamalara ulaşılmaktadır. Dolayısıyla, uluslararası finansman kaynaklarına, yerel şirketlerin de giderek artan bir şekilde

ulaşabilir hale gelmeleri, geçici duraksamalar* olsa bile, yerel ölçekli şirketler bakımından da finansman süreci ile bağlantılı olarak şirket kontrolü konusunun gündeme gelmesine yol açmaktadır.

Bu analizden yola çıkararak, 1800’l yılların ortalarından başlayarak ABD ve İngiltere gibi piyasa esaslı finans sistemlerinin ve çok ortaklı şirket yapılarının baskın olduğu sınırlı sayıda ülkenin şirketlerinin gündemi olan şirket kontrolü sorununun, 1990’lı yılların ortalarından itibaren, o güne kadar yerel piyasaların sınırlı rekabet ortamında faaliyet gösteren şirketlerin de gündemi olmakta olduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır. Bu eğilimi yurtdışı fonların yerel şirketleri finanse etmesinin ve mal ve ürün piyasalarında artan küresel rekabet koşullarının sonucu verimlilik artışı ve maliyet tasarrufunun gereği olarak ölçek büyüklüklerinin artmasının doğal bir çıktısı olarak değerlendirmek isabetli olacaktır. Açıklanan süreç üretim leklerinin büyümesini zorunlu kılmaktadır. Dolayısıyla, küresel fon akımlarının ve pazar koşullarının doğal sonucu finanslama, üretim ve dağıtım leklerinin büyümesi olarak karşımıza çıkmaktadır. şirketin leğinin büyümesinin şirkette kontrol konusunu gündeme getiren temel unsurlardan biri olduğuna değinmiştik. Ölçek konusu, üretim yönetimi, organizasyon, finansal yönetim gibi işletmecilik alanlarının ilgi konusu ola gelmiştir. Bu bakımlardan, ölçek, şirketin kontrolü konusu ile çok yakından ilgili bir konu olarak değerlendirilmelidir.

Dolayısıyla, küreselleşmenin bir sonucu olarak özellikle, Türkiye gibi, gelişmekte olan ülkelerin n sıralarında yer alan ülkelerde, sadece finansman ihtiyacının ve finansman ilişkilerinin ortaya çıkardığı bir kontrol ihtiyacı ile sınırlı olmaksızın, şirketin faaliyetleri kapsamındaki her alanı içine alan bir ölçek byklğu ve verimlilik ihtiyacının ortaya çıkardığı kontrol durumunu ifade etmeye çalışmaktayız. Bu durumun, Türkiye dâhil, gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin ve hissedarların şirket kontrolü konusu ile daha fazla muhatap olmaları sonucunu doğurması beklenmelidir.

* 2007 yılı yaz aylarında başlayarak 2009 yılı sonlarına kadar, hemen hemen tüm dünya ekonomilerini yoğun bir şekilde etkileyen kredi ve finansman krizinin etkilerinin zaman içinde ortadan kalkacağını ve dünya ekonomilerinde iyileşme sürecine girildikten sonra uluslararası finansman kanallarının, bir süre için daha, düşük bir yoğunluk derecesinde olsa bile, uluslararası finansman kolaylıklarını sağlamaya devam edeceğini öngörmekteyiz. Dünyanın küreselleşme bakımından geldiği aşama, bizi, aksini düşünmekten alıkoymaktadır.

2.2.3. Çıkar Çatışması ve Kontrol

Şirket yönetiminin ve şirket kaynaklarının kontrolü bakımından ölçek büyüklüğünün etkisi ve önemi ile ilgili değerlendirmeler **Adolf Berle ve Gardiner Means**²⁵² ile başlatılmakta ve Alfred Chandler'in çalışmaları konuyu tarihi gelişimi ile analiz etmektedir. Bu çalışmalarda, şirketlerde kontrol konusu, ekonomik hayatın ihtiyaçları gereği büyüyen şirket ölçeklerinin güçlü sermaye yapılarını gerekli kılması ve bireysel sermaye yoğunlaşmasının zayıflığı nedeniyle de bu yapıların ancak yaygın ve dağınık ortaklık yapıları ile finanse edilebilmesi sonucu ortaya çıkan bir durum olarak ele alınmaktadır.

Kanaatimizce, ölçek ile doğrudan bir bağlantısı olmaksızın, basit (adi) ortaklığı da içerecek şekilde farklı çıkarların ortaya çıktığı bütün şirket yapılanmalarında kontrol sorunu ortaya çıkabilmektedir. Bu durumu çıkarların farklılaştığı en küçük aile ortaklıklarında da gözlemek mümkündür. Ülkemizde yaygın olan küçük ve orta ölçekli ve çoğunlukla aile fertlerinin kontrolünde olan ortaklıklarda, kontrol sorunlarının ortaya çıkabildiği ve sonucun bu şirketlerin kısa ve orta vadeli performansı üzerinde etkili olduğu zaman zaman basına yansıyan örneklerden görülmektedir. Genellikle şirketin finansmanı ile bağlantısı olmayan ve çoğunlukla aile ilişkileri çerçevesinde şirket kaynaklarının kontrolüne yönelik bir mücadele veya ihtilaf olarak ortaya çıkan şirket kontrolü sorunu çalışmamızın ilgi alanı dışındadır. Ancak, kontrol sorununun ortaya çıkışı bakımından var olan farklılığa rağmen, kontrol sürecinin, kontrol araçlarının ve sonuçlarının benzer olması, çalışmamızın bu bakımlardan aile şirketleri bakımından da dikkate alınmasını mümkün kılmaktadır.

Kontrol, her ölçek düzeyinde, çıkarların farklılaşması ile ölçekten bağımsız olarak sorun olmaya dönüşen; ölçeğin kontrol edenin etki alanını aşacak şekilde büyümesi halinde de, çıkar farklılığı sorunu olmasa bile, sorun olarak ortaya çıkabilen bir güç dengesini ifade etmektedir. Çıkar farklılaşmasının ortaya çıkaracağı kontrol sorunu bir kötüye kullanma tehlikesini tetikler iken; ölçeğin aşırı büyümesinin ortaya çıkaracağı kontrol sorunu kaynak israfı veya verimlilik kaybı gibi tehlikeleri tetikleyebilir.

Bu son noktayı bir başka şekilde ifade edersek, çok büyük ölçeklerde ve şirket yapılarında bile sermaye sahipleri ile şirketi yönetenlerin çıkarlarının aynı olmadığını kabulünden hareketle, “temsil sorunu” (agency problem) başlığı altında değerlendirilen kontrol sorunu şirket kaynaklarının kötüye kullanılması durumu ve tehlikesi ile ilişkilendirilerek ele alınmaktadır. Konu ile ilgili çalışmalarda, temsil sorunu, şirketlerde ölçek büyüklüğünün ortaya çıkardığı yaygın ve dağınık finansman ihtiyacının bir ürünü olarak ele alınmakta ve çıkar çatışması, ahlakî bozulma tehlikesi ve ters seçim sorunları ile ilişkilendirilmektedir.

Temelinde çıkar çatışmasının ve ahlakî bozulma tehlikesinin var olduğu konuyu ele alan yazarlarca da açıklanan bu sorun, kanaatimizce, ölçek büyüklüğü ile doğrudan bağlantısı olmadan da ortaya çıkabilecek bir ahlakî bozulma tehlikesi ve çıkar çatışması sorunu olarak ele alınabilir. Bu bakış açısıyla yaklaştığımızda, çıkar ilişkisinin farklılaştığı durumlarda, dolayısıyla küçük aile şirketlerinde de aile fertleri arasındaki çıkar ilişkisi ve ahlakî bozulma tehlikesinin durumuna bağlı olarak kontrol sorunu ortaya çıkabilmektedir.

Çıkar çatışması ve ahlakî bozulma tehlikesinin beslediği kontrol sorunlarının, her şirket ölçeğinde, şirket kaynaklarının kötüye kullanılması durumunu ortaya çıkarması bekleneneğinden, hem genel olarak ülke ekonomisi açısından kaynakların etkin dağılımı kaygıları ve hem de bireysel mülkiyet haklarının korunması kaygıları çerçevesinde kamunun düzenlemesini veya başka bir şekilde de olsa müdahalesini gerektirebilecek bir durum ortaya çıkmaktadır. Aşağıdaki bölümlerde açıklanacağı üzere, kanaatimizce, piyasaların işleyiş mekanizmalarının ve piyasalarda yerleşik kurumsal yapıların, halen, çıkar çatışması ve ahlakî bozulma tehlikesi kaynaklı kontrol sorunlarını çözebilme becerileri tam olarak bulunmamaktadır.

Ölçek büyümesinin ortaya çıkardığı kontrol sorunlarının, bir çıkar çatışması veya ahlakî bozulma tehlikesi içermediği sürece, kötü niyetli uygulamalara yol açması beklenmemelidir. Verimlilik kaybı ve kaynak israfı gibi, çözümü işletmecilik ilkeleri ve politikaları içinde daha kolay bulunabilecek sorunlara yol açabileceğini düşündüğümüz bu durum, kanaatimizce, bu çalışmada ele aldığımız türden bir kontrol sorunu olarak karşımıza çıkmayacaktır. Bu bakımdan, çalışmamızın ilgi alanı, sadece ölçek

büyüküğünün ortaya çıkardığı kontrol sorunları değil, bundan daha çok, çıkar çatışması ve ahlakî bozulma tehlikesi sorunlarının ortaya çıkardığı ve bu yüzden kötüye kullanımları içerebilecek kontrol sorunları olmaktadır.

Bu çerçevede, konuya öncelikle, sermaye sahipliği ve kontrolün aynı kişide toplandığı bireysel girişim noktasından başlamak uygun olacaktır. Bireysel girişim kontrol yoğunluğunun en yüksek dereceye ulaştığı bir aşama olarak özel bir durumu ifade etmektedir. Konuya bu noktadan bakış, kontrol kavramının ayırıcı özellikleri hakkında temel bir bakış açısı edinilmesini sağlayacaktır.

2.3. Sermaye Sahipliği, Kontrol ve Bunların Ayrılması

Sermaye sahipliği ve yönetim kontrolünün birbirinden ayrılması, Adam Smith'in Ulusların Zenginliği kitabında söz konusu edilmiş* ve bundan 157 yıl sonra (1932'de) Adolf Berle ve Gardiner Means tarafından etraflıca incelenmiştir. Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmaları, konunun temsil (agency) teorisi noktasından etraflıca incelendiği temel çalışmalardan birisidir.²⁵³

Sermaye sahipliği ve kontrolün ayrılmasının şirketlerin davranışları üzerindeki etkilerini 1960'larda, birbirlerinden bağımsız olarak inceleyen iki kişiden biri olarak ekonomist **Robin Maris**²⁵⁴ ve bir hukukçu akademisyen olan **H. G. Manne**²⁵⁵, değişik bakış açılarından yararlanarak, ortak bir yaklaşımı geliştirmişlerdir.²⁵⁶ Buna göre, çok ortaklı şirketler, piyasa güçlerinin baskısı ile şirketin kârı ençoklaştırma amacından çok fazla uzaklaşamayacaklardır. Manne'in "şirket kontrolü piyasası" (market for corporate control) olarak ifade ettiği şirketi ele geçirme mücadelelerinin, kötü yönetimlerin daha iyileri ile değiştirilmesini sağlayarak, ekonomik modellerin öngördüğü şekilde, şirketin kâr ençoklaştırması hedefine yönelmesini sağlayacağı tezi ileri sürülmüş ve ilerleyen dönemlerde bu tezin doğruluğunu göstermeyi amaçlayan ve bu sonuçlara ulaşan birçok çalışma ortaya çıkmıştır. Manne'in yaklaşımına aşağıda ayrıntılı olarak değinilecektir.

Berle ve Means, 1932 tarihli çalışmalarında²⁵⁷, ABD ekonomisi ile ilgili 1930'a kadarki verilerden ve sanayi üretiminin tarihsel gelişiminden yola çıkarak, büyük işletmenin ekonomi içindeki ağırlığının artışı ele almakta ve 1930'a kadarki

* Yukarıda Bölüm 2.2.'de konu ele alınmıştır.

eğilimin devamına bağlı bazı öngörülerde bulunmaktadırlar. Buna göre, her tüketicinin ve her üreticinin kullandığı mal ve hizmetin tedarik, üretim ve dağıtım aşamasında bir büyük şirket mutlaka yer almış durumdadır ve bu eğilimin artarak sürmesi beklenmelidir. Bunun sonucu olarak, Berle ve Means, gelecekteki sanayi yapısının çok sayıda küçük özel girişimin rekabeti bağlamında değil, az sayıda çok büyük işletmelerin güdümündeki bir ortam bağlamında ele alınması gerektiği sonucunu çıkarmaktadırlar. Bu büyük şirketler için ihtiyaç duyulan sermaye büyüklüklerinin, çok sayıda ortağın parasının bu şirketlerin finansmanında kullanılmasını gerektirmesi sonucunda, sahipliğin dağınıklaşması (yayılması) bir olgu olarak ortaya çıkmaktadır. Büyük şirket, bireysel girişimcinin ya da küçük işletme sahibinin elindeki mülkiyet, yönetim ve kontrol olanaklarından oldukça farklı bir yapıyı temsil etmektedir. Yeni durum servetin karakterini değiştirmektedir. Önceki yapıda mülkiyetindeki varlığın, üretim aracının fizikî sahibi olan ve bunu fiziken kontrol eden ve buna hükmeden işletme sahibinin yerinde, günümüz şirketlerinde, bu malvarlığını temsil eden bir belgeye sahip olan ve malvarlığının fizikî kontrolüne sahip olmayan genellikle dağınık ve çok sayıda küçük ortak yer almaktadır. Bu şekilde, büyük şirket bizi sahiplik ve kontrolün ayrılması olgusu ile karşı karşıya bırakmaktadır. Bu ayrılma ile mülkiyet aktif durumdaki malikten pasif durumdaki malike geçmiş olmakta, fiziken sahip olmanın sağladığı psikolojik faydalar ortadan kalkmakta, bireyin servetinin değeri bireyin kendisi ve kendi çabası dışında başka güçlerin etkisine bağlı hale gelmekte, bireyin servetinin değeri piyasanın durumuna göre sürekli dalgalanmaktadır. Bu durum bireyin harcama eğilimlerini etkilemekte, bireysel servet piyasalarda kolayca başka bir şekle dönüştürülebilen likit bir varlık haline gelmekte, servet giderek daha az bir şekilde bireyin doğrudan kullanımına konu olmakta, servetin değeri ve kullanımı giderek artan bir şekilde piyasaya bağlı hale gelmekte, şirket yapılanması bireyin mülkiyet durumunu sembolik bir hale getirmekte ve geçmişte mülkiyetin ayrılmaz bir unsuru olan güç, sorumluluk ve özü itibarıyla sahiplik, kontrolü elinde bulunduran başka bir grubun eline geçmiş olmaktadır.²⁵⁸

Berle ve Means, dikkate değer bir kontrol imkânı olmadan servete sahip olmayı ve dikkate değer bir sahiplik olmadan kontrolü elinde tutmayı şirketleşme gelişmesinin mantıksal sonucu ya da şirketleşmenin kendine özgü bir ürünü olarak

değerlendirmektedirler. Kontrolü muhtelif şekillerde kullanılabilen ya da ortaya çıkabilen bir olgu olarak ele alan Berle ve Means “*bankaya ciddî bir borcu olan şirketin politikalarının banka tarafından belirlenmesi şeklindeki yönetime dikte etme*” durumunu da bir kontrol şekli olarak ifade etmektedirler.²⁵⁹ İşaret edilen bu husus, şirketin finansmanı ve bunun kontrolle ilişkisi bakımından, konunun tartışılmasında tarihsel açıdan önemli bir noktayı oluşturmaktadır.

Berle ve Means şirketlerde kontrolün alabileceği şekilleri şu başlıklar altında ele almaktadırlar:²⁶⁰

“1- *Büyük oranlı bir mülkiyet hakkıyla sağlanan kontrol: Özel bireysel mülkiyet yapısının özelliği olan, bir kişinin veya birlikte hareket eden birkaç kişinin yasal sahiplik hakları ve fiilî kontrolü elinde bulundurduğu durum.*

2- *Çoğunluğun kontrolü: Hisse çoğunluğunu elinde bulunduran bir kişi veya grubun kontrolü ya da hisse çoğunluğunu sağlanmasa bile, diğer payların çok geniş bir kesime ve küçük oranlarla dağılmış olması halinde çoğunluk pay sahibi olmadan, fiilî durum yaratılmasıyla sağlanan kontrol.*

3- *Çoğunluk olmadan bir hukukî araçla sağlanan kontrol: Şirketin çoğunluk hissesine sahip olmadan, değişik hukuksal araçların sağladığı olanaklarla kontrolü elde tutmaya örnek olarak, birçok şirketin piramit usulü ortaklığı sonucu alttaki şirketlerde sağlanan kontrol, oydan yoksun hisse senedi veya farklı imtiyazlara sahip hisse senetleri ihracı ya da tahvil ihracı yoluyla eldeki kontrol gücünün artırılması gösterilmektedir.*

4- *Azlığın kontrolü: Şirkette azlık payına sahip bir kişinin veya grubun oy toplama girişimleri veya başka yöntemlerle diğer azlık oylarını kendi lehine toplayarak elde ettiği kontrol.*

5- Yönetimin kontrolü: Hiçbir ortağın veya grubun tek başına yönetimi belirleme çoğunluğunun veya gücünün olmadığı durumda, oy toplama girişimleri ve oy sözleşmeleri (proxy) yoluyla yönetimin sağladığı kontrol.”

Berle ve Means, analizlerini dönemin şirket yapısına ve şirketlerdeki kontrol durumuna dayandırmaktadırlar. 1930 yılı başı itibariyle, ABD’de, 42 demiryolu şirketi, 52 kamu hizmeti (elektrik, telefon vb.) şirketi ve 106 sanayi şirketinden oluşan en büyük 200 şirket üzerinde yaptıkları değerlendirmede şirketlerin kontrol durumlarını aşağıdaki tablodaki gibi özetlemektedirler.

Berle ve Means, aşağıdaki tabloyu, 1930’ların başında, ABD’deki 200 büyük şirkette sahiplik ve kontrolün ayrılmış olduğunu göstermek amacıyla kullanmaktadırlar. Gerçekten de 200 büyük ABD şirketinin sayı olarak % 65’i ve 200 şirketin varlıkları toplamının % 80’i oldukça küçük bir paya sahip yöneticiler ve küçük bir payla elde edilen hukukî mekanizmaları kullanan küçük ortakların kontrolündedir.

Tablo 2. ABD’de En Büyük 200 Şirketin Kontrol Durumları (1930)

Kontrol Şekli	Şirket Sayısına Göre (Yüzde)				Şirketlerin Varlıklarına Göre (Yüzde)			
	Demiryolu şirketleri	Kamu hizmeti şirk.	Sanayi şirk.	Toplam	Demiryolu şirketleri	Kamu hizmeti şirk.	Sanayi şirk.	Toplam
Özel mülkiyet	% 5	% 4	% 8	6	% 1	% 1	9	4
Çoğunluk kontrolü	% 2	% 6	% 6	5	% 1	% 2	3	2
Azlık kontrolü	% 11	% 14	% 32	23	% 3	% 5	31	14
Hukukî araçla kontrol	% 18	% 36	% 14	21	% 15	% 37	14	22
Yönetici kontrolü	% 62	% 38	% 40	44	% 79	% 55	43	58
Yeddi-emin emanetinde	% 2	% 2		1	% 1			
Yönetici kontrolü ve küçük bir payla hukukî araçla kontrol toplamı	% 80	% 74	% 54	65	% 94	% 92	57	80

Kaynak: Berle ve Means (1932) s. 108, Tablo XIII.

Sahiplik ve kontrol ve bunların ayrılması konusu, Berle ve Means'den sonra, zaman içinde finans teorisinin üzerinde çalıştığı önemli konuların ortaya çıkmasını sağlamıştır. Esas olarak, çıkar çatışması (conflict of interest), temsil teorisi (agency theory), ahlakî bozulma tehlikesi (moral hazard) gibi başlıklarda ele alınan konularla ilgili teorik çalışmalar özellikle 1970'lerden başlayarak yoğunluk göstermiştir.

Nihai olarak, başkasının parasını yönetmenin bir sonucu olarak ortaya çıkan kişisel çıkarın başkalarının çıkarından üstün tutulmasının pratik sonuçları ABD'de ilk büyük ölçekli sermaye yatırımlarının söz konusu olduğu demiryolu ve kanal yatırımları ve dev şirketlerle ilgili olarak telaffuz edilmeye başlanmıştır. İngiltere'de ve Avrupa'da gemicilik şirketleri bu kapsamda öne çıkmıştır.*

İngiltere ve ABD'de kamu menkul kıymetlerinin piyasalarda kabul görmesi ve yaygınlaşmasıyla birlikte ikincil piyasalarda alım ve satıma konu olmaya başlayan kanal ve demiryolu yatırımlarının finansmanı için çıkarılan menkul kıymetlerle ilgili olarak, dönemin piyasalarında bu yatırımların kamu hizmetine yönelik, sosyal amaçlı yatırımlar olduğu algılama ve kabulünün bulunduğunu; dolayısıyla, bu yatırımları yapan

* İngiltere'de, Londra'nın bugün "the City – (kent merkezi)" olarak adlandırılan finans merkezindeki kahvehanelerde 1720'lerde başlayan ve 1802'de Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın kurulmasıyla organize hale gelen menkul kıymet işlemlerinde alım-satıma konu olan kıymetler esas olarak devlet borçlanma senetleri idi. Aynı durum, 1870'e kadar ABD için de geçerliydi. İngiltere'de Napolyon savaşlarının hükümet için, ABD'de iç savaşların eyaletler için doğurduğu finansman ihtiyacı kamu borçlanma araçlarının bu dönemlerdeki baskınlığını ve menkul kıymet piyasalarının gelişimindeki etkisini açıklamaktadır. İngiltere'de gemicilik şirketlerinin ve bankaların çıkardığı menkul kıymetlerin piyasalarda kabul görmesi yüz yıl gibi bir sürenin geçmesini gerektirmiş ve bunların ağırlığı, uzun süre, kamu menkul kıymetlerinin önüne geçememiştir. ABD'de ise, ihtiyaç duyulan demiryolu altyapısının büyüklüğüne uygun finansman ihtiyacının doğurduğu büyük hacimler, demiryolu şirketlerinin çıkardığı menkul kıymetlerin eyalet borçlanmalarının hacmini aşmasını sağlamıştır. 1861-1865 arasında yaşanan ABD İç Savaşında çıkarılan 2 milyar dolarlık borçlanma senedi birkaç on yıl'da tamamen itfa edilmiş; demiryolu şirketlerinin çıkardığı ve piyasada alınıp-satılan menkul kıymetlerin 1878'de 4,8 milyar dolar olan nominal değeri 1893'te 9,9 milyar dolara çıkmıştır. (Baskin 1988). Osmanlı İmparatorluğu'nda 1854 yılında başlayan Kırım Savaşı ile bozulan bütçenin finansmanı için yapılan devlet borçlanmaları ile başlayıp yurtdışı piyasalarda devlet borçlanma senetleri ihracı ile devam eden ve borcun borçla ödenmesine dönüşen süreçte oluşturulan Dünyu Umumiye İdaresi'nin de sağladığı garantiler yolu ile Osmanlı devlet idaresi demiryolu inşası için veya bütçe açıklarını kapatmak için Avrupa piyasalarından borçlanmıştır. Bu süreç içinde, demiryolu ve tramvay inşası ve işletmeciliği şirketlerinin hisse senedi ihraçları da 1908 yılında Meşrutiyet'in ilanına kadarki dönemde menkul kıymet işlemlerinin yaygınlaşmasını sağlamıştır. Bir dönem Osmanlı finans sisteminin merkezini oluşturan Galata Bankerleri bu süreçlerin ürünüdür. Bu şekilde, bankerlerin kendi mesleki ve ticarî kaygıları ve kontrol araçları ile yürütülen menkul kıymet işlemleri bir görüşe göre 1866 yılında, bir görüşe göre de 1873-1874 yıllarında yapılan düzenleme ile Dersaadet Tahvilât Borsası'nın kuruluşuna kadar devam etmiştir. (Azmi Fertekligil, **Türkiye'de Borsa'nın Tarihçesi** – İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayını, 2000, ss. 7-26)

şirketlerin çıkardığı menkul kıymetlerin kamu menkul kıymetlerine benzer bir yaklaşım çerçevesinde değerlendirmeye alındığını belirtmemiz gerekmektedir.²⁶¹

Newton Booth tarafından 1873'te dile getirilen “*yoldaki her düğüm bir küçük hisse senedi sahibinin mezarıdır.*”^{* 262} ifadesi ABD’de 19. yüzyıl sonlarında demiryolu şirketlerinin ve henüz oluşmaya başlayan dev şirketlerin ortaya çıkardığı sermaye ve kontrolün farklı ellerde bulunması durumunun sermaye sağlayanlar (fon verenler) aleyhine yarattığı sonuçların bir özeti gibidir. Bu sonuçlar sadece hisse senedi sahipleri açısından değil, bu büyük yatırımlara ve şirketlere borç verenler (tahvil sahipleri) açısından da dile getirilmektedir.

Herman²⁶³, şirketlerde kontrol konusunu “stratejik konum” kavramı ile ilişkilendirerek ele almaktadır. Öyle ki, her kim bir şirket içerisinde konumunu güçlendirir ve önemli ve hatta vazgeçilmez noktaya getirebilirse, bu konudaki etki gücü oranında kontrol gücüne sahip olabilir hale gelecektir.

2.4. Sahiplik ve Kontrolün Ayrılmasının Sonuçları

Küçük ölçekli bireysel işletme yatırımlarında (geleneksel yatırım anlayışında) sermaye sahibi, yapılan yatırımda aynı zamanda tam ve mutlak mülkiyet hakkına sahip ve kontrolü elinde tutan kişi durumundadır. Sahip olunan şey üzerinde herkese karşı ileri sürülebilen doğrudan tasarruf imkânını ifade eden “mutlak mülkiyet hakkı” kavramı geleneksel yatırım yaklaşımının esasını oluşturmaktadır. Burada, mutlak mülkiyet hakkının sahibi sermayedar, sermayesini yatırdığı varlıklar üzerinde doğrudan kontrol imkânına sahip olmakla yatırımın performansının da doğrudan yüklenicisidir. Dolayısıyla, bireysel işletme yatırımlarında hukukî mülkiyet ile ekonomik mülkiyet sermaye sahibinde birleşmektedir.

Sermayesi paylara bölünmüş şirketlerde “ortak” sıfatıyla şirket sermayesini temsil eden paylara sahip olan hissedar (pay sahibi), ekonomik olarak maliki olduğu şirketin varlıklarının hukuken maliki durumunda değildir.²⁶⁴ Bu şirketlerde, hukukî

* Orijinali “*every tie in the road is the grave of a small stockholder*” olan bu ifade, Newton Booth tarafından San Francisco’da 12 Ağustos 1873’te yapılan ‘Issues of the Day’ başlıklı konuşmadan, Alfred D. Chandler, Jr., **The Railroads** (New York, Harcourt Brace & World, 1965)’da alıntılanmış ve Herman (1981) tarafından buradan aktarılmıştır.

malik şirkettir. Pay sahibinin ekonomik olarak sahibi olduğu varlıklar üzerinde, hukukten doğrudan tasarruf imkânına sahip olmaması, bu daha ileri ekonomik örgütlenme biçiminin geleneksel yatırım biçiminden temel bir ilke bakımından ayrılması sonucunu doğurmaktadır. Geleneksel yatırımda sahibi olduğu varlıklar üzerinde tam bir kontrole sahip olan sermayedar, sermayesi paylara bölünmüş şirketlerde ekonomik sahibi olduğu varlıklar üzerinde fiilî kontrole sahip değildir ya da oldukça sınırlı bir kontrol hakkı bulunmaktadır.

Türk şirketler hukuku düzenlemelerinde “anonim şirket” yapılanmasında ifadesini bulan bu ileri yapı, sermaye sahipliği ile kontrolün ayrıldığı temel ticarî örgütlenme biçimidir. Anonim şirketin kişiliğinin tüm ortaklarından, alacaklılarından ve diğer tüm taraflardan bağımsız olarak var olması bu tüzel kişiliğe ait varlıkların ve kaynakların yönetiminde ayrı bir rejim yaratmaktadır. Türk şirketler hukuku düzenlemeleri anonim şirketleri, ortaklarının, koydukları sermaye ile sınırlı sorumluluk üstlendikleri ve anonim şirketin, alacaklılarına karşı şirket aktif ve malvarlığı ile sınırlı sorumlu olduğu yapılar olarak tanımlamakta ve bunun da sonucu olarak şirketin kişiliğini ve malvarlığını ortaklarından ve alacaklılarından da koruma amaçlı özel muameleye tabi tutmaktadır.²⁶⁵

Türk şirketler hukuku, anonim şirketin esas sözleşmesi etrafında sözleşmesel bir bağla bir araya gelmiş ortakların yetki verdiği yönetim kurulu tarafından yönetilen bu malvarlığının hem yetkiyi veren ortakların münferit menfaatlerinden ve hem de yönetim kurulunun ve diğer yöneticilerin bireysel menfaatlerinden ayrı bir menfaat kurgusu içinde korunması amacına uygun mekanizmalar içermektedir. Özel korumaya tabi şirket malvarlığının iyi yönetilmesi için bu malvarlığının ve yönetimin kontrol altında bulundurulması önem arz etmektedir.

Çağdaş muhasebe uygulamalarında düzenleyici otoriteler ve ülkeler arası ve yerel meslek örgütleri tarafından da uygulanması yönlendirilen, şirket topluluklarında (gruplarında) finansal tabloların konsolidasyonu konusu konsolidasyona tabi şirketi kimin kontrol ettiği hususunun öncelikle tespitini gerekli kılmaktadır. Bu aşamada, konsolide tabloya dâhil olup olmama kararı için ilgili alt şirketi ana ortaklığın kontrol edip etmediğinin kararının verilmesi gerekmektedir.

Şirket hesapları ile ilgili açıklığı (şeffaflığı) ve hesap verilebilirliği artırmaya yönelik bu kural şirketlerde kontrol konusunun her alanda önemine işaret eder niteliktedir. Bu ihtiyaç, büyük ölçüde, finansal raporlamaya konu işletme büyüklüklerinin basit muhasebe ve raporlama usulleri ile kavranmak ve açıklanmak için belirlenmiş ölçme sınırlarını aşmasından kaynaklanmaktadır. Ekonomik ilişkilerdeki gelişme şirketlerde kontrol konusunu işletmecilik alt disiplinleri bakımından ayrıca dikkate alınması gereken bir konu olarak öne çıkarmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalardan da görüleceği üzere, şirketin kontrolü konusu, yaygın ortaklık yapısının zorunlu hale geldiği büyük ölçekli ekonomik faaliyet örgütlenmesinin bir sonucu olarak giderek önemli hale gelmektedir. Öyle ki, kapitalist örgütlenme biçimleri ve ekonomik ilişkilerin gelişmesi kontrol odaklı yapı ve ilişkiler ağının ortaya çıkmasında açıklayıcı bir unsur olmaktadır. Kapitalist yapıların gelişmesiyle birlikte, mal ve hizmet üretim, dağıtım, tedarik gibi faaliyetlerin boyutlarının büyümesi ve faaliyetin sürdürülebileceği coğrafi alanın giderek daha fazla genişlemesi bireysel girişimcinin göreceli gücünü azaltmış ve sermaye birikiminin artışıyla birlikte büyük yoğunluktaki üretim ve dağıtım yapılarının ortaya çıkması sonucunu doğurmuştur. Bizatihi kapitalist üretim ve bölüşüm tarzının özelliklerinden kaynaklandığı da iddia edilen mekanizmalar ve ilişkiler bütünü sermaye sahibi ile yatırım, üretim, dağıtım aşamalarındaki kontrolün ayrı ellerde toplanması sonucunu doğurmaya başlamıştır. Devlet mülkiyetinin ağırlıkta olduğu ekonomik yapılarda devlet gücü ve örgütlenmesi ile çözülen kontrol ihtiyacı, bireysel mülkiyete geçişle birlikte rekabetçi ekonomik yapılarda da önemle ele alınması gereken bir konu haline gelmektedir.

Finans yazınında Jensen ve Meckling'in geliştirdikleri²⁶⁶ ve yukarıdaki bölümlerde açıklanan temsil teorisi, şirketlerde sermaye sahipliği ve şirketin kontrolünün ayrılmasını çıkış noktası olarak almaktadır. Sermayenin tamamına sahip olan yönetici için, sahiplik ve kontrol aynı kişide toplanmış olduğundan, bir temsil sorunu ve buna ilişkin maliyetler yoktur. Bu durumda, sermaye sahibi yatırımla ilgili kararları bizzat kendisi verdiği gibi, yatırımın faaliyete geçmesinden sonra üretim ve yönetimle ilgili kararları da nihai olarak kendisi vermekte ve kontrolü elinde

tutmaktadır. Bu durum sermayenin, yönetim kontrolünün ve performansın tek bir kişiye veya yetkeye ait olması sonucunu doğurmaktadır.

Yukarıda Bölüm 2.2.2’de de belirttiğimiz gibi, Mueller şirkette kontrol konusunu bilgi birikimine dayalı bir analizle ele almaktadır.²⁶⁷ Buna göre, şirket bünyesinde çalışan her düzeydeki personelin (işçiler, orta yöneticiler ve üst yöneticiler dâhil) işe başladıktan sonra iş ve şirket ile ilgili bilgi biriktirmeye başlayacaklarını, bu bilginin şirketteki pozisyon çerçevesinde güç sahibi olma durumunu etkileyen oldukça önemli bir faktör olduğunu değerlendirmektedir. Şirketin başarısı yolunda önemli kararları alacak olanların üst düzey yöneticiler olacağı gerçeğinden hareketle, üst yöneticilerin şirketteki çalışma sürelerinin uzunluğu ve bilgi edinme ve kullanmadaki becerileri bu yöneticilerin parasal olan ve parasal olmayan kişisel gelirlerinde artışa yol açacaktır. Bilgi toplama ve biriktirmenin bu yöneticiler açısından şirketin başarısı için arz ettiği önem onları güç sahibi olarak öne çıkarmaktadır. Üst düzey yönetici sayısının sınırlı olması da şirket içinde üst düzey yöneticilerin bireysel katkılarının daha belirgin olarak ortaya çıkmasını ve şirket karından pay almalarını sağlamaktadır. Üst düzey yöneticilerin şirket karından sağladıkları parasal olan ve olmayan faydaya ilişkin çok sayıda çalışmanın sonucu, yöneticinin gelirinin önemli bir bölümünün şirketin performansına, yöneticilerin sağladıkları ayrıcalıklı bilgi ve gayrete bağlı olarak değiştiği kabulüne götürmektedir.²⁶⁸

Mueller’e göre, şirket bünyesinde diğer çalışan grupları için, özellikle işe yeni başlayan işçiler için şirketten ayrılma (çıkış) en önemli kontrol aracı olarak ortaya çıkmaktadır. Zaman geçtikçe çalışanların kurdukları ilişkiler ve kazandıkları “tüketim imkânları”^{*} bunların hareket serbestisini azaltmaktadır. Dolayısıyla, şirketteki çalışma süresi uzadıkça genel olarak çalışanların çıkış imkânı ya da hareket serbestisi azalmaktadır. Gençlerde ücret düzeyi piyasa koşullarına uyumlu olarak belirlenirken, kıdemlilerde yönetimin ve sendikanın da dâhil olduğu bir pazarlık süreci etkili olmaktadır. Bu da kıdemlilerin toplu işi bırakma gibi daha etkili kontrol araçlarını kullanabilmelerini sağlamaktadır. Üst düzey yöneticiler için de bilgi birikimi ve beceriyi

* Mueller’in (1986, s. 28) “tüketim imkânları” (consumption capital) ile ifade ettiği terim, çalışanın şirketteki çalışma alanına ve buna bağlı sosyal çevreye uyum sağladıkça kendisi, ailesi, çocukları ve bunların da kurduğu ilişkiler bütünü içinde kendini bulduğu ortamdan sağladığı faydayı ifade etmektedir. Yerleşikliğin sağladığı bu imkânlar çalışma ortamının değişmesi ile kısmen veya tamamen yok olacaktır.

aynı çerçevede ele almak gerekmektedir. Ancak, yöneticinin şirketten ayrılma (çıkış) yoluyla kontrol uygulama imkânı zaman içinde azalmaktadır. Aynı bilgi ve beceriyi, şirketten ayrılmadan kullanımdan çekebilme kapasitesi şirketin kontrolüne doğrudan katılma yetki ve imkânını artırmaktadır. Şirketin hayatını sürdürebilmesi yöneticilerinin becerilerine ve aldıkları kararların yetkinliğine bağlı olduğundan, diğer üretim aracı sahipleri* gibi yöneticilerin kontrol gücünün sınırlarını piyasa koşulları çizmektedir.²⁶⁹ Piyasa, bu kontrol gücünü, hisse senedi fiyatları veya daha doğrudan bir şekilde, şirket ele geçirme tehditleri ile göstermektedir.

Mueller, yukarıdaki kabullerden yola çıkarak, yeni bir işletme kurma girişiminde bulunan kişinin ilgili ürünün niteliği, üretim tekniği, pazarlama yöntemleri, talep koşulları gibi konularda, başkalarının sahip olmadığı bilgiye sahip olacağı ve tam da bu bilgi üstünlüğü nedeniyle piyasa getirisinin üstünde bir getiri sağlayabileceği ve bu girişimi üstleneceği çıkarımına ulaşmaktadır. Öngörü yeteneklerine veya şansa bağlı olarak, böyle bir girişime para yatırma eğiliminde olan başka kişiler de yüksek kazanç sağlayabileceklerdir. Başlangıçta, girişimci iş ve işletme (şirket) ile ilgili bütün kontrolü elinde tutarken, sermaye temini sürecinde, girişim bilgisinin bir kısmını sermayesini talep ettiği kişilere aktarmak durumunda kalacaktır. Böylece, girişimci ve ilk sermaye sahipleri bu yenilikçi bilginin ve kontrolün sahibi haline geleceklerdir. İkisi de işin getirisine ve zararına ortak olacaklardır. Girişimci, kontrolü doğrudan yönetsel en yüksek pozisyonu alarak elinde tutacaktır. Sermaye sağlayan diğer kişiler ise, sağladıkları fonun kullanımı için elde edebildikleri kontrol imkânları ile sınırlı olarak kontrol gücüne sahip olacaklardır. Eğer sağladıkları sermaye miktarı yüksek ise, yüksek oranda oy hakkı ve yönetim kurulunda sandalye sahibi de olabileceklerdir. Şirket büyüyüp geliştikçe, başlangıçtaki sermaye sahiplerinin sermayedeki paylarının yoğunluğu da eriyip dağılacaktır. Kontrol yöneticilere ve yönetim kuruluna geçecektir. Böylece, Mueller'in bilgi üstünlüğüne dayalı kontrol gücü yaklaşımı fon verenin sağlayacağı kontrol gücünden daha üstün bir konumu ifade eder olmaktadır. Öyle ki bilgi üstünlüğüne sahip girişimci, veri olarak, kontrol gücünü elinde tutarken, fon veren ancak sağladığı fonun büyüklüğü ölçüsünde kontrol gücüne ulaşabilir olacaktır.

* Mueller'in "factor owner" olarak ifade ettiği bu kavram emek, finansal sermaye ve girişim sahiplerini tanımlamaktadır. Yöneticilik de, zımnen, emeğin bir alt unsuru olarak üretim aracı şeklinde değerlendirilmektedir.

Fama ve Jensen²⁷⁰, sahiplik ve kontrolün ayrılması konusuna farklı bir yaklaşım getirmektedirler. Yazarlar, karar yönetimi ile sonuç riski üstlenmenin birbirinden ayrılmasının karar birimleri ile nihaî fazladan pay alanlar arasında temsil sorununa yol açacağı görüşündedirler. Bu, şirketler ve şirketleşme üzerinde çalışanların uzun süredir kafalarını kurcalayan, sahiplik ve kontrolün ayrılması sorunudur. Bu uzun süreli soruna örnek olarak, ABD’de Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu’nun (Securities and Exchange Commission – SEC) kurulması ile ilgili tartışmalarda ve modern kurumsal yönetim (corporate governance) hareketi ile ilgili çalışmalarda yansımaları bulan, fırsatları kollayan karar birimlerinin nihaî fazlayı paylaşılanların haklarını istismar etmeleri potansiyeli gösterilebilir.

Fama ve Jensen, hisse senetleri piyasasını, sahiplik ve kontrolün ayrılmasında bir diğer analiz kalemi olarak ele almaktadırlar. Yazarlara göre, hisse senedi piyasası, fiyatlama mekanizması olarak ve hisse senetlerinin düşük maliyetle el değiştirmesine imkân sağlayarak, bunları çıkaran şirketlere özgü bir gözetim aracı işlevi görmektedir. Hisse senedi fiyatları, mevcut ve gelecek dönemlerdeki net nakit akımları ile ilgili şirket içi kararların etkilerinin göz önündeki sinyalleridir. Bu dışsal gözetim şirketin karar sürecinin nihaî fazlayı paylaşanların çıkarlarına yönelmesi yönünde baskı unsuru olmaktadır.

Şirket ele geçirme (takeover) piyasası da halka açık şirketlere özgü olan ve varlığı nihaî fazlanın sınırsız getiri sağlayabilmesine bağlanabilen bir dışsal gözetim aracıdır. Nihaî fazla serbestçe devredilebilir olduğundan ve karar sürecinden kolayca ayrılabilindiğinden, yöneticilere yönelik ele geçirme girişimleri mevcut yöneticileri ve yönetim kurulunu etkisiz hale getirme imkânı sağlayacaktır. Bu, doğrudan hisse alımı teklifi (satın alma teklifi) veya ortakların oy haklarının yönlendirilmesi (oy toplama girişimi– proxy fight) yoluyla yapılabilir.²⁷¹

Fama ve Jensen, şirketlerde *karar yönetimi* ve *karar denetimi* şeklinde iki ayrı süreci esas alarak değerlendirmelerini yapmaktadırlar. Karar yönetimi, esas itibarıyla, şirketin yönetilmesi kapsamındaki karar alma sürecini anlatmakta ve karar denetimi ise karar alma süreçleri ve buna ilişkin sonuçların gözetimini içeren bir süreç denetimini ifade etmektedir.

Fama ve Jensen, çok ortaklı halka açık şirketlerde iç kontrol (iç denetim) sistemlerinin ve bağımsız dış denetimin ortaklar adına yapılan gözetimin araçları olduğunu kabul etmektedirler. İç kontrol, nihaî fazlayı paylaşanların (ortakların) yönetim kuruluna delege ettikleri bir fonksiyondur. Nihaî fazlayı paylaşılanlar yönetim kuruluna üye seçimi, bağımsız dış denetçi seçimi, birleşme, yeni hisse çıkarılması gibi konulardaki onay hakkını kendilerinde tutarken, diğer yönetim ve denetim (kontrol) fonksiyonları nihaî fazlayı paylaşılanlar tarafından yönetim kuruluna devredilmektedir. Yönetim kurulu da çoğu karar yönetim fonksiyonunu ve çoğu karar denetim fonksiyonunu şirket içindeki görevlilere (internal agents) devretmekte, ancak yönetim kurulu şirketteki görevliler üzerindeki nihaî denetimi elinde tutmaktadır. Bu nihaî denetim kapsamında temel politikaların başlatılmasına ilişkin onaylama yetkisi, bunların gözetimi, üst düzey yöneticilerin işe alınması, işten çıkarılması ve bunlara yapılacak ödemelerin belirlenmesi gibi işlemler bulunmaktadır.²⁷²

Yönetim kurulu, üst düzey yöneticilerin karar yetkisini sınırlamadığı sürece etkili bir karar denetim görevi yapamayacaktır. Yönetim kurulu, şirket içinden kişileri de üyeleri arasında bulundurduğunda şirket içi bilgiyi edinme konusunda bunların yardımını görmekte ve bu şekilde, ortaklaşa gözetim (mutual monitoring)* mekanizmasının içinde yer alabilmektedir. Şirket içinde, düzenlemeler gereği ve genellikle, bir üyesi aynı zamanda şirket yönetim kurulunun da üyesi olan denetim komitesi yoluyla da şirket içi ortaklaşa gözetimden bilgi temin edebilmektedir.[†]

Fama ve Jensen yönetim kuruluna şirket dışından atanan üyelerin karar denetimi konusunda, içerden olanlara kıyasla, daha işlevsel bir rol üstlendikleri, şirket dışı yönetim kurulu üyelerinin şirkete sağladığı asıl faydanın bu üyelerin kendi

* Fama ve Jensen'in ortaklaşa gözetim (mutual monitoring) kavramı ile anlatmak istedikleri, üst ve alt düzey çalışanların birbirlerini ve yöneticilerini gözetim altında tutmaları ve bu gözetimin sonuçlarının şirket içi açık veya örtülü bilgi kanalları ile yönetim kuruluna aktarılmasıdır.

† Fama ve Jensen, şirket içi denetim komitesini (audit committee) şirketin finansal raporlama, muhasebe ve diğer finansal işlemlerinin gözetimi (oversee) amacını taşıyan, şirket çalışanlarına karşı yönetim kurulu üyelerini temsil eden ve yönetim kurulu üyeleri ile bağımsız dış denetçiler, iç denetçiler, finans yöneticileri ve şirket faaliyet konusundan sorumlu yöneticiler arasında kişisel ilişki ve iletişim sağlayan bir organ olarak kabul eden Charles Horngren, **Cost Accounting: A Managerial Emphasis**, Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall, 1982, s. 911'den alıntı yaparak denetim komitesinin şirket içi ortaklaşa gözetim sisteminin bilgi toplama ve aktarma fonksiyonuna işaret etmektedirler. Şirket içi denetim komitelerinin, şirket içi gözetim fonksiyonu ve şirket kontrolü açısından değerlendirilmesi, bu çalışmada, halka açık şirketlerle ilgili kontrol tartışmaları kapsamında yeri geldikçe ele alınmaktadır; ancak denetim komiteleri çalışmamızda ele aldığımız model kapsamında özel olarak bir değerlendirmeye tabi tutulmamaktadır.

uzmanlık alanları ile ilgili karar yönetim ve karar denetim gücü olduğu ve bu üyelerin karar denetiminin karar yönetiminden ayrılmasının ve karar denetiminin şirket içinde yaygınlaştırılmasının öneminin farkında oldukları görüşündedirler.²⁷³ Çok ortaklı şirketlerde nihaî fazlayı paylaşanların şirket işlem ve kararları ile ilgili müdahale olanaklarının neredeyse hiç olmaması nedeniyle, bunların çıkarlarını gözetecek bir kontrol unsuru olarak şirket dışından yönetim kurulu üyelerinin varlığı ortaklar adına kontrol aracı olarak ortaya çıkmaktadır. Herman da yönetim kurulu üyeleri ve bunların şirket çalışanlarından ve şirket dışından olması durumlarını etraflıca ele almaktadır.²⁷⁴

Julian Franks ve diğerleri, etkin bir kontrolün söz konusu olduğu şirketlerde performansın daha güçlü ve kalıcı olduğu görüşündedirler.²⁷⁵ Franks, 27-28 Temmuz 2009 tarihlerinde İstanbul’da verdiği konferanslarda, Türkiye’de şirketlerdeki kontrol yapısının güçlü olmasının Türk şirketlerinin performansı açısından oldukça olumlu bir durum olduğunu dile getirmiştir.*

Sahiplik ve kontrolün ayrılmasının yaratacağı sonuçları tersinden giderek daha önce sahiplik ve kontrolün ayrılmış olup da sonradan bunların birleştiği durumlarda ortaya çıkan sonuçları ele alarak da değerlendirmek mümkündür. En tipik örneği, piyasada alınıp satılan hisse senetlerinin bir kişi veya grup tarafından toplanarak şirketin halka açıklık oranının büyük ölçüde azaltılması veya tamamen halka kapalı hale getirilmesidir. Bu konuya aşağıda Bölüm 2.6.1’de “Hisse Senetleri Piyasası ve Kontrol” başlığı altında kısmen değinilecektir.

2.5. Profesyonel Yönetici ve Kontrol

Profesyonel yöneticilerin şirket kaynakları üzerindeki kontrol imkânları özellikle 1970’li yıllardan başlayarak yoğun araştırma konusu olmuştur. Gelişmiş ülkelerde şirket ele geçirme ve birleşme olaylarının yoğunluk kazanması ile birlikte ortaya çıkan bu eğilim profesyonel yöneticinin şirketi kontrol imkânları konusunda uygulama örnekleri ile birlikte teorik altyapının da güçlenmesini ve derinleşmesini sağlamıştır.

* Prof. Julian Franks, 27 Temmuz 2009’da TUSİAD desteğiyle İstanbul’da Tekfen Holding A.Ş. binasında ve 28 Temmuz 2009 tarihinde Özyeğin Üniversitesi’nde verdiği konferanslarda Türkiye’de şirketlerin ortaklık yapılarının genel özelliği olarak kontrolün güçlü olmasının olumlu etkisini ısrarla dile getirmiş ve vurgulamıştır.

Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmalarında²⁷⁶ konu, aynı zamanda şirket ortağı olan yöneticinin ortaklık payının şirket sermayesinin tamamına tekabül ettiği durumla yönetici-ortağın payının bir bölümünü dışarıdan yeni bir ortağa sattığı durum karşılaştırılarak ele alınmaktadır. Jensen ve Meckling'in analizinde yönetici-ortağın, profesyonel yönetici değilse de, profesyonel yöneticinin göstereceği davranış kalıplarıyla hareket edeceği zımnî kabulünden yola çıkarak konu incelenmektedir. Yönetici, şirket sermayesinin tamamına sahipken, doğrudan kendi kişisel faydası için harcama yapmakla kaynakları tamamen şirket menfaatine harcıyıp dolaylı yoldan fayda elde etmek arasında bir fark gözetmeyecektir. Şirketteki payının bir kısmını dışarıdan yeni bir ortağa satmakla, artık şirket için yapacağı harcamaların faydasından tamamen tek başına faydalanma imkânını kaybedecektir. Dolayısıyla, şirket kaynaklarını doğrudan kendi imkânları için harcamakla elde edeceği fayda daha yüksek olacaktır. Aksi halde bu harcamaların sağlayacağı faydanın bir kısmını yeni ortak ile paylaşmak durumunda olacaktır.

Yeni ortak ise yönetici-ortağın davranışlarını bu açıdan gözetim altında tutmak isteyecektir. Zira yönetici-ortağın şirket kaynaklarından yapacağı harcamaların şirketten çok yönetici-ortağa fayda sağlaması halinde yeni ortağın beklenen getirisi azalmış olacaktır. Bu durumda, yeni ortağın katlanması gereken bir gözetim maliyeti ortaya çıkmaktadır. Yeni ortak, yönetici-ortağın kararlarını ve eylemlerini kontrol etmek, gözetim altında bulundurmak ve kendi faydasından çok şirketin genel faydasını dikkate alan bir davranış kalıbına bağlı kalmasını sağlamak için bazı maliyetlere katlanmak zorunda kalacaktır. Jensen ve Meckling, bu maliyetlerin temsil ilişkisinin kaçınılmaz sonucu olduğu kanaatindedirler. Öyle ki, şirketin değerinde bu maliyetlerden kaynaklanan bir azalmanın olmaması, ancak temsilcinin temsil edilenin isteklerine tam olarak uymasının sıfır maliyetle sağlandığı durumda ya da karşılaştırmalı olarak temsil maliyetlerinin gözetim maliyetlerinden daha düşük olduğu varsayımsal bir dünyada mümkün olabilecektir.²⁷⁷

Temsil maliyetinin büyüklüğü yöneticilerin zevk ve tercihlerine, şirketin değerini artırmaya yönelik kararlardan çok kendi tercihlerini gerçekleştirmedeki rahatlıklarına ve gözetim ve bağlılık maliyetlerine bağlı olacaktır. Ayrıca, yöneticinin

performansını ölçme ve değerlendirme, yönetici için asıl ortağın refahı ile ilişkili bir telafi endeksinin oluşturulması ve uygulanması, yöneticinin davranışlarıyla ilgili belirli kural ve politikaların belirlenmesi ve uygulanması ile ilgili maliyetler de olacaktır. Yöneticinin şirketteki payı kontrol gücüne yetmediği takdirde, temsil maliyeti yönetici işgücü piyasasına da bağlı olacaktır. Yönetici piyasasında rekabetin varlığı temsil maliyetini azaltacaktır. Temsil maliyetinin büyüklüğü yöneticinin değiştirilmesi ile ilgili maliyetlere de bağlı olacaktır. Yöneticinin sorumlulukları şirkete özgü çok az bilgi birikimini gerektiriyorsa, yöneticinin performansını değerlendirmek kolaysa ve yöneticiyi değiştirmenin maliyeti düşük ise temsil maliyetleri de görece düşük gerçekleşecektir.²⁷⁸

Jensen ve Meckling, şirketi kısmen veya tamamen satabilme olanağının da temsil maliyetini azaltıcı bir unsur olduğunu belirtmektedirler. Şirketin tamamının bir yönetici-ortağa ait olması halinde temsil maliyeti tamamen ortadan kalkacağına göre, şirketin tüm paylarını satın alabilmeye yetecek serveti bulunan ortakların varlığı ve bunların yönetim becerilerinin diğer yöneticilerden çok farklı olmaması durumunda bu alternatifin dikkate alınacak olması, mevcut yöneticiler bakımından da temsil maliyetini azaltıcı bir unsur olarak işlev görecektir.

Jensen ve Meckling'e göre, şirketin faaliyet gösterdiği girdi ve ürün piyasalarının rekabetçi veya tekeli yapı arz edip etmediğine bakılmaksızın, gözetim seviyesi, gözetimle sağlanan yönetici harcamalarının azaltılmasından elde edilen marjinal servet artışının marjinal gözetim maliyetine eşitlendiği noktada oluşacaktır. Temsil maliyetlerinin varlığı ve boyutu gözetim maliyetlerinin niteliğine, yöneticilerin para-dışı imkânlardan sağladıkları tatmine ve kişisel servetlerini kullanarak şirket sermayesinin tamamını finanse edebilecek potansiyel yöneticilerin bolluğuna bağlı olacaktır. Gözetimin bir maliyeti yok ise temsil maliyeti de ortaya çıkmayacaktır. Aynı şekilde, bir sektördeki bütün şirketler için, şirket sermayesinin yüzde yüzüne sahip olarak şirketi yönetecek yeteri kadar yönetici-ortak var ise bu sektördeki temsil maliyetleri sıfır olacaktır.*

* Bu analizler şirkete sahip olmanın sağladığı hiçbir vergi avantajı veya (şirkette aile isminin taşınması, profesyonel futbol klübü gibi olanlar dışında) sahiplik avantajının olmadığı varsayımına dayanmaktadır.

Jensen ve Meckling'in analizinde, şirket yönetimi ile şirkete dışarıdan fon sağlayanlar arasında çıkar çatışmasının varlığından yola çıkarak, şirketin kârlı veya zararlı projelere yatırım yaparak, her durumda faaliyetini sürdürmesinde yöneticinin dışarıdan fon sağlayanlardan daha fazla çıkarı olduğu kabul edilmektedir. Şirketin faaliyetini durdurması yöneticinin itibar kaybetmesine yol açacak, şirketin faaliyetine, koşullar kötü olsa bile, devam ediyor olması yöneticinin elde ettiği fayda da bir azalmaya yol açmayacak, aksine birçok durumda artıracaktır. Yönetici, şirketin faaliyetine devam etmesinden her şekilde fayda sağlıyor ve faaliyetini durdurmasından dolayı bir kayba uğruyor ise, zararlar sonuçlanmaları mümkün olsa bile yeni projelere yatırım yapmaktan geri durmayacaktır.²⁷⁹

Yöneticinin şirket sermayesindeki pay oranı da önemli bir unsur olarak bu analize dâhil edilmektedir. Yöneticinin şirketin tamamına sahip olması halinde şirket kaynaklarını doğrudan kendi faydasına kullanmakla, önce şirket faydasına kullanıp faaliyet sonucunu kendi faydasına kullanmak arasında bir tercih yapmak zorunda kalmayacağını açıklamış idik. Bu yüzden, şirketteki payı oldukça düşük bir oranda iken, yönetici, şirket kaynaklarını şirketten önce doğrudan kendi faydası için kullanma konusunda oldukça tamahkâr olacaktır. Çünkü öncelikle şirket için kullanılan kaynaklardan elde edilen nihaî fazla diğer pay sahipleri ile paylaşılacak zorunda kalınacak ve pay oranı düşük yöneticinin nihaî fazladan alacağı pay da düşük olacaktır. Oysa şirket kaynaklarını öncelikle kendi faydası için harcaması yöneticiye diğer pay sahipleri ve hatta borç verenlerle paylaşmak zorunda kalmayacağı bir fayda demeti sağlayacaktır.²⁸⁰

Bu durum, yöneticiyi şirket kaynaklarını öncelikle şirketin fayda sağlaması için kullanması ve kârlı projelere yatırım yapması konusunda zorlamak için yöneticiyi gözetim ve kontrol altında tutma gereğini ortaya çıkarmaktadır. Yöneticinin kârlı projelere yatırım yapmasını sağlamak için gözetim ve kontrol altında tutulmasına yönelik bir komite oluşturulması mümkün olmakla birlikte bu pahalı bir çözüm olacaktır. Şirkete dışarıdan fon sağlayanların yöneticinin kötü projelere yatırım yapmasını önlemeleri ancak bunların şirketin kontrolünü ellerinde tutmaları halinde

mümkün olacaktır. Aksi halde, banka tipi bir fon sağlayan ancak şirketin borçlarını ödeyememesi halinde şirketin kontrolüne sahip olabilecektir.²⁸¹

Jensen ve Meckling, temsil teorisi (agency theory) yaklaşımı çerçevesinde ele aldıkları ve yukarıdaki paragraflarda özetleyerek alıntıladığımız analizlerinde, ortak ve yönetici bakımından en önemli çatışmanın, yönetici-ortağın şirket sermayesindeki payı azaldıkça kârlı yeni projeleri araştırma ve uygulama gibi yaratıcı faaliyetlere girişme çabasının azalması şeklinde ortaya çıkacağını ifade etmektedirler. Bu çatışmanın, yönetici-ortağın şirket sermayesindeki payı azaldıkça şirket kaynaklarını kendi kişisel faydası için kullanması şeklinde ortaya çıkan çatışmadan daha önemli olduğuna vurgu yapılmaktadır. Doğaldır ki, kârlı yeni proje arayışından vazgeçiliyor olması şirketin orta ve uzun vadeli performansı ve gelecek nakit akımları konusundaki beklentiler açısından ortaklar için önemli bir olumsuzluğa işaret etmektedir. Jensen ve Meckling, bunu, firma değerinin başka bir olası durumdakinden daha düşük gerçekleşmesi olarak ifade etmektedirler.

Jensen ve Meckling, gözetim harcamaları, bağlılık harcamaları ve sonuç zararı (residual loss) ile temsil ilişkisinin bulunduğu her durumda karşılaşılmamasının kaçınılmaz olduğu görüşündedirler. Gerçekten de, bir temsilcinin eylem ve performansına bağlı başarı veya kazanç durumlarında, benimsenmiş kurallara ve beklentilere uygun bir işleyişin olup olmadığının, temsil süresi boyunca, gözetilmesi ve temsilciyi kurallara ve beklentilere uygun davranışa teşvik etmek ya da zorlamak için bağlayıcı ya da bağlılığı sağlamaya yönelik koşullar veya imkânlar hazırlanması gerekmektedir. Temsil ilişkisine girildikten sonra da, bizzat bu ilişkinin ortağa bir maliyeti olacaktır. Bu maliyet, temsilcinin, kontrolündeki kaynakları temsil edilenle ortak faydadan önce kendi kişisel çıkarı için kullanmasından kaynaklanan nihai zarar (residual loss) olarak açıklanmaktadır.²⁸²

Fama ve Jensen, konuyu, karar alma fonksiyonu ile risk üstlenme fonksiyonunun ayrılması şeklinde ele almakta ve bu durumun büyük şirketlerde olduğu kadar mesleki örgütlenmelerde, kâr amacı gütmeyen kuruluşlarda ve sandık ve vakıf gibi kurumlarda da görüleceğine işaret etmektedirler. Organizasyonu, üretim faktörlerinin sahipleri arasında ve bunlarla müşteriler arasında yazılı olan ve olmayan

sözleşmelerin ya da dâhilî oyun kurallarının bir toplamı (nexus) olarak ele almaktadırlar. Bu sözleşmelerin merkezinde (1) nihaî fazlanın paylaşım (residual claim) esaslarını belirleyen ve (2) taraflar arasında karar sürecinin aşamalarının ne şekilde bölüşüldüğünü belirleyen sözleşmeler yer almaktadır.²⁸³

Fama ve Jensen'in çalışmalarında nihaî fazla ile bağlantısı kurulan risk (sonuç riski – residual risk) muhtemel gelir akımı ile önceden belirlenmiş ödemeler arasındaki farka ilişkin risk olarak ele alınmakta ve bu riski üstlenenlerin nihaî fazlayı paylaşanlar (residual claimants) olacağı kabul edilmektedir. Şirketlerde sonuç riskini üstlenme bakımından en korumasız durumda olanlar basit (adi) hisse senedi sahipleridir. Dolayısıyla, adi hisse sahipleri sınırsız sonuç riski üstlenen kesimi oluşturmaktadır. Karar alma süreci, genel terimlerle,

- kaynakların kullanımı ve sözleşmelerin yapılması (başlatma-initiation),
 - uygulanacak kararların seçimi (onay),
 - onaylanan kararların uygulanması (uygulama) ve
 - karar alıcıların performanslarının ölçülmesi ve ödüllendirmelerin yapılması (gözetim)
- aşamalarından oluşmaktadır.

Başlatma ve uygulama aşamaları, özellikleri itibariyle, aynı grup/kişiler tarafından icra edilebilir niteliktedir ve bu iki aşamayı “karar yönetimi” (decision management) kavramında birleştirmek mümkündür. Aynı şekilde, onay ve gözetim aşamaları da “karar denetimi” (decision control) kavramı ile ifade edilebilir niteliktedir.

Karar yönetimi ve karar denetimi, örgütün karar alma sürecinin veya karar sisteminin birer bileşenidir. Karar yönetimi ve karar denetimi o şekilde paylaşılmış olmalıdır ki karar aşamasını başlatma ve bunu uygulama durumundakilerin buna ilişkin becerileri, bilgi ve deneyimleri yeterli düzeyde olmalı, kararı onaylama ve gözetme durumunda olanlar da buna ilişkin araçlarla donanmış olmalıdır. Fama ve Jensen, karar yönetimi ve denetimi için önem arz eden özellikli bilginin bir veya birkaç kişide yoğunlaştığı küçük karmaşık olmayan (noncomplex) örgütlenmelerde karar yönetimi ve karar denetimi fonksiyonlarının aynı kişilerde birleşebileceği ve bu durumun daha etkin bir sonuç doğuracağı; ancak, bu durumun nihaî fazlayı paylaşanları karar vericilerin

fırsatçı davranışlarına karşı adeta korumasız bırakacağı görüşündedirler. Karmaşık olmayan küçük örgütlerde, karar alma ve risk üstlenme fonksiyonlarının birleştirilmesi sonucunda, temsil sorunlarının denetimi ile ilgili maliyet, karar aşamalarının birleştirilmesinden sağlanan getiriden daha düşük olacağından etkin bir sonuca ulaşılabilecektir. Küçük ölçekli hizmet ve üretim faaliyetinde gözlenen özel mülk, adi ortaklık ve kapalı şirket gibi yapılar ana karar alıcının ve nihai fazla riskine katılanın aynı bir veya birkaç kişide toplandığı klasik girişimlerin en iyi örnekleri olarak değerlendirilmektedir.

Çok katmanlı karmaşık örgütlerde ki bunlar karar almada etkili olan özellikli bilginin çok sayıda birim, kişi ve kademeye dağıldığı yapılardır, karar yönetimi ve karar denetimi fonksiyonlarının da farklı kişi ve birimlere dağılmış olması beklenen bir durumdur. Karar yönetimi ve sonuç riski üstlenme fonksiyonlarının ayrı kişilere ait olması halinde, sonuç riski üstlenenlerin kararların onaylanması ve gözetimini yapması söz konusudur. Büyük halka açık şirketler, büyük meslek örgütleri, yatırım fonları, kâr amacı gütmeyen kuruluşlar gibi karmaşık örgütler karar yönetiminin sonuç riski üstlenme fonksiyonundan ayrılması sonucu görülen temsil ilişkisinden kaynaklanan sorunları kararların yönetimi ve denetimini birbirinden ayırarak kontrol altında tutabilmektedir. Bu yapılarda, karar yönetimini yapanların ki bunlar genellikle profesyonel yöneticilerdir, sonuç riski üstlenenlerle yaptıkları sözleşmeye bağlı kalmalarını ve getiri ve risk düzeyi yüksek projeleri seçmelerini sağlamak için gerekli fonların büyüklüğü karşısında çok sayıda sonuç riski üstlenen kişinin bulunması bir avantaj oluşturmaktadır. Çünkü böylece, bu işlemlerden kaynaklanan riskler çok sayıda kişi tarafından paylaşılmış olmaktadır. Sonuç riski üstlenen sayısının çok olması, bunların tamamının karar denetimi sürecine dâhil olmasını maliyetli hale getirmektedir. Bu durumda, karar denetimi işinin başkalarına delege edilmesi ya da başkalarına görev olarak verilmesi daha etkin bir sonuç doğuracaktır. Çok sayıda ortağın olduğu durumda, her birinin bütün kararların onaylanması ve gözetimi işlemlerinde yer alması etkin olmayan bir sonuca götürecektir.²⁸⁴

Fama ve Jensen'ın büyük ölçekli (karmaşık) ve çok sayıda ortağı veya katılımcısı olan örgütler ve şirketler için vardıkları gözetim fonksiyonun delege

edilmesinin etkinlik sağlayacağı sonucu, Diamond'ın²⁸⁵ çok sayıda borç verenin borçlunun faaliyetini gözetime tabi tutma ihtiyaçlarının finansal araçlara delege edilmesinin etkinliği artıracığı ve bu etkinliğin borç veren sayısından bir eksik sayıda finansal aracının bulunduğu duruma kadar devam edeceği sonucu ile örtüşmektedir. Fama ve Jensen, yetkilendirmenin (delegation) bir finansal aracıya yapılması konusunu ele almamakla birlikte yetkilendirmenin gerekli ve hatta zorunlu olduğu sonucunu çıkararak özellikle büyük ölçekli karmaşık yapılarda kararları alanların ve uygulayanların denetiminin ve gözetiminin delege edilmesini bir doğal sonuç ya da zorunlu ihtiyaç gibi ortaya koymaktadırlar.

Dolayısıyla, Fama ve Jensen²⁸⁶ şirketin ve şirketteki karar birimlerinin kontrolü yaklaşımından yola çıkarak ve Diamond²⁸⁷ fon verenlerin fon elde edenleri gözetime tabi tutmaları yaklaşımından yola çıkarak, farklı bakış açıları ile aynı sonuca ulaşmaktadırlar. Her ikisinde de ortak olan nokta, bir iktisadî oluşuma fon sağlayanların, fonun geri dönüşünü garantiye alabilmek amacıyla fonun kullanımı konusunda karar alanların ve bu kararları uygulayanların başlangıçta borç veya hissedarlık sözleşmesi ile bağitlanan kurallara uymalarını ve borç verenin veya sermaye koyanın çıkarlarını dikkate almalarını sağlamanın bir yolu olarak, karar alıcıları ve uygulayıcıları sürekli gözetim ve kontrol altında tutmaları ihtiyacıdır. Bu ihtiyaç, Fama ve Jensen'in 1983 tarihli makalelerinde²⁸⁸ ölçek büyüklüğü ve karar almada önem arz eden özellikli (spesifik) ve taraflar arasında aktarma maliyetleri yüksek olan bilginin örgütün her kademesindeki her birime / kişiye dağıldığı örgütlerde bağlılık (sadakât) maliyetleri ve teşvik sorunu ile ilişkilendirilirken Diamond'da teşvik sorunu esas alınmaktadır.

Bağlılık (sadakât) ve teşvik sorunları, karar yönetme sürecindekilerin genellikle firmanın nihaî fazla ile ilgili riskleri ya da olumsuz sonuçları üstlenmemeleri (borç verilere ve sermaye koyanlara karşı profesyonel yöneticiler) yahut da faaliyetle ilgili olumlu sonuçların belli bir eşikten sonra tamamını, ancak olumsuz sonuçların koydukları sermaye ile sınırlı kısmını üstlenmeleri (tahvil sahiplerine karşı yönetici-ortak) durumunda, riskin veya olumsuz sonuçların büyük bölümünü üstlenenlerin çıkarlarını ve faydalarını da düşünerek ve hatta sermaye koyan, borç veren ancak

kontrol gücü olmayan kesimin faydasını öne çıkararak karar süreçlerini yürütmelerini sağlamaya yönelik çabada ortaya çıkan çıkar çatışması ve bunun aşılmasına yönelik maliyetlerle ilgilidir. Bağlılık maliyeti, başlangıçta taraflar arasında yapılan sözleşme kurallarına uyumun sağlanması ve sürdürülmesi ile ilgili maliyetleri ifade ederken, teşvik maliyeti karar alan ve uygulayanların genellikle olumsuz sonuçları üstlenmemeleri nedeniyle, riski yüksek ve getirisi yüksek projelerden kaçınarak, kendi pozisyonlarını güçlendirecek şekilde, riski ve getirisi düşük projeleri seçmelerinin önüne geçilmesine yönelik maliyetlerle ilgilidir.

Fama ve Jensen, analizlerinde²⁸⁹, karar yönetimi ve karar denetimi bakımından değerli bilginin karmaşık örgütlerde her kademeye ve birime dağılacakını ve bunun temsil maliyetinin azalmasına yardımcı olacağını ve karar denetimi maliyetinin de bu sayede azalacağını belirtmektedirler.

Fama ve Jensen, karar denetim sistemlerinin genel ortak özellikleri arasında, karar almada aşamalı yapıyı (decision hierarchies) ele almaktadırlar. Aşamalı karar yapısı, özellikle karmaşık örgütlerde, alt kademe çalışanların başlattıkları kararların üst kademe tarafından onaylanması ve gözetilmesini ifade etmektedir. Bu yapıda, her kademedeki karar unsurlarının sonuç riskini üstlenenler aleyhine kendi faydalarını gözetmeleri büyük ölçüde engellenmektedir. Aşamalı yapılar, karar unsurlarının davranışlarını gözetleme ve sınırlama ve performansa dayalı ödüllendirmeyi belirleme hususlarını içeren muhasebe ve bütçeleme sistemleri gibi organizasyonel oyun kuralları ile desteklenmektedir. Bağımsız denetim meslek kurallarının gerektirdiği operasyon ve muhasebe sorumluluklarının farklı kişilere verilmesi gibi durumlar karar yönetimi ve karar denetimi süreçlerinin ayrılmasına örnek olarak gösterilmektedir.

Fama ve Jensen, özellikle büyük ölçekli yapılarda aynı iş sürecindeki karar alma ve (uygulamadan önce) kararın onaylanması işlemlerinin aynı kişi tarafından yapılmasının yaratacağı çıkar çatışması sorunlarının aşılmasını bağımsız denetime (auditing) bağlarken, gerçekte bu çalışmalarının yayımından sonraki dönemlerde uygulaması daha büyük bir ağırlık kazanan iç denetim ve iç kontrol süreçlerine işaret etmektedirler. Aynı iş sürecinde karar alma ve kararı onaylama görev ve sorumluluğunun aynı kişide toplanmaması ihtiyacı, günümüzde, iç denetim süreçlerinin

oluşturulmasında vazgeçilmez bir gerekliliği ifade etmektedir. Bağımsız denetim ilkelerinin, bir denetim çalışmasına başlanmadan önce sorgulanmasını emrettiği iç denetim ve iç kontrol süreçlerinin işleyişi ve etkinliği hususu, işletmelerin karşı karşıya kaldığı temsil maliyetlerinin ve bu kapsamda gözetim maliyetlerinin azaltılması bakımından önem arz etmektedir. Bu konu çalışmamızın içeriği açısından önemlidir.

Profesyonel yöneticilerin şirket kaynakları üzerindeki kontrol güçleri ve bunun sebep ve sonuçları 2008 yılının son çeyreğinden başlayarak ivmesi artan dünya krizi ortamında daha heyecanla tartışılan bir konu haline gelmiştir. Özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde gözlemlenen şirket yöneticisi hükümleri, yeni göreve başlayan Barack Obama başkanlığındaki yönetimin krizin derinleşmesini önlemeye yönelik çalışmaları kapsamında şirket yöneticilerine yapılan ödemelerin sınırlandırılması üzerinde de yoğunlaşmıştır. Bu tartışmalarda şirket yöneticilerine yapılan yüksek ödemelerin sınırlandırılmasını destekleyen görüşün temel çıkış noktası bizi içinde yaşanan krizin ortaya çıkmasında rol alan şirket yöneticilerinin kriz ortamında bile, başarısızlıklarına rağmen, yüksek ücretler ve performans ikramiyeleri almaları ve kendi refahlarını artırmaya yönelik harcamaları yapmaya devam etmeleri bulunmaktadır. ABD Başkanlığına gelen yeni yönetim kadrosunun ilk adımlarından birisi devlet yardımı ve desteği alan şirketlerin yöneticilerinin yıllık gelirlerinin 500.000 ABD Doları ile sınırlanmasına ve hisse senedi opsiyonlarının devlet desteklerinin tamamen geri ödenmesinden önce nakde çevrilmesi yasağına ilişkindir.

Kriz ortamında şirket yöneticileri ekseninde yaşananlar, yukarıda Bölüm 1.2'de yöneticinin bağlılığını sağlamaya yönelik harcamalar ile ilgili olarak yaptığımız açıklamalar da dikkate alındığında Jensen ve Meckling'in öngördüğü²⁹⁰ sonuçların eksiksiz bir şekilde gerçekleştiğini göstermektedir.

2.6. Finansman Yöntemi ve Kontrol

Finansman yönteminin şirket kontrolü ile ilgili sonuçları da bir başka araştırma konusu olarak ele alınmak gerekir. Yukarıdaki analizlerin içinde var olan bu husus çalışmamızın temel ilgi alanlarından birisini oluşturmaktadır.

Farklı finansman şekillerinin şirket kontrolü üzerindeki etkisinin farklı olacağı genel olarak kabul edilen bir sonuçtur. Çok sayıda ortağı bulunan bir şirketteki hissedar kontrol yoğunluğu ile hisselerinin büyük bölümü büyük bir veya birkaç ortakta toplanmış bir şirketteki hissedar kontrol yoğunluğu arasında bariz bir fark olacağı kabul edilmektedir.²⁹¹

Herman, Birinci Dünya Savaşı öncesi dönemde, ABD’de, kontrolle ilgili olarak “Morgan Teorisi”nden söz etmektedir.²⁹² ABD’de dönemin büyük ve etkili yatırım bankası olan J. P. Morgan’a atfen ifade edilen bu terim, finans kurumlarının şirketlere finansman sağlamadaki etkinlikleri ve kontrol güçleri ile ilişkilendirilerek kullanılmaktadır. Yatırım bankacısı J. Pierpont Morgan’ın*, dönemin büyük demiryolları patronu William Henry Vanderbilt’in† New York Central Railroad şirketindeki paylarının büyük bölümünü satın küçük pay oranıyla şirketi kontrol etmesine yardımcı olması nedeniyle bu nitelemenin ortaya çıktığı ileri sürülmüştür.²⁹³ Burada, finans kurumunun öne çıkarılmasında etkili olan hususun hisse satışının organizasyonu şeklinde sağlanan aracılık hizmeti ve düşük oranlı pay ile şirket kontrolünün sağlanmasındaki yönetim danışmanlığı olarak anlaşılması gerekir.

Finans kurumlarının şirketlerin kontrolü üzerindeki etkisi J. P. Morgan’la birlikte gün yüzüne çıkmış ve tartışma ve değerlendirmelere konu olmuştur. Herman, finansal kurumlarca şirketler üzerinde sağlanan kontrol etkisinin önemine işaret etmekte ve Berle ve Means’in 1932 tarihli çalışmalarında bu konunun “hukukî araçla sağlanan kontrol” (control by a means of legal device) kavramı içinde kaybolduğunu tespit etmektedir. Dolayısıyla, finansal kurumların şirketi kontrol etmesi Berle ve Means’in analizinde de yer almaktadır. Gerçekten de, Berle ve Means, hukukî araçla sağlanan kontrolü, hisse çoğunluğunun olmadığı durumdan yola çıkarak, birçok şirketin piramit usulü ortaklığı sonucu alttaki şirketlerde sağlanan kontrol, oydan yoksun hisse senedi

* J. P. Morgan, bugün J. P. Morgan Chase olarak faaliyete devam eden yatırım bankasının öncülüdür. J. P. Morgan ile baba (1837-1913) ve oğul (1867-1943) John Pierpont Morgan’ların yatırım bankasının başında bulundukları dönemlerdeki durumu kast edilmektedir. XIX. yüzyılın sonları ile XX. yüzyılın başlarında ABD hükümetinin ve şirketlerinin finansmanında oynadığı rol ve birleşme, yönetim danışmanlığı gibi konularda ABD şirketleşmesine ve sanayileşmesine yaptığı olumlu katkılar nedeniyle J. P. Morgan’a ABD finans tarihinde önemli bir yer atfedilmektedir.

† Vanderbilt ailesi ABD şirketler tarihinde önemli bir yere sahiptir. 1821-1885 yılları arasında yaşayan William Henry Vanderbilt, babasından miras kalan yaklaşık 100 milyon doları dokuz yıl sonraki kendi ölüm tarihine kadar 194 milyon dolara çıkarmıştır. Öldüğü tarih itibarıyla dünyanın en zengin insanıdır. (Kaynak: www.wikipedia.org)

veya farklı imtiyazlara sahip hisse senetleri ihracı ya da tahvil ihracı yoluyla eldeki kontrol gücünün artırılması şeklinde örneklemektedirler. Böylece, Berle ve Means, şirket üzerinde finans kurumunun sağladığı kontrolü doğrudan öne çıkarmamakta, ancak finans kurumlarının danışmanlık ve/veya aracılık hizmetleri kapsamında sağladıkları hizmetlerin sonucu olarak ortaya çıkabilecek hukuksal ve yönetsel mekanizmaları böyle bir hizmet olmadan da ortaya çıkabilecek mekanizmalarla birlikte değerlendirerek, 1930 itibariyle, şirket sayısına göre şirketlerin yüzde 21'inin ve şirket varlıklarına göre şirketlerin yüzde 22'sinin finans kurumlarınca kontrol edildiğini tespit etmektedirler.

Finansal araçların şirketlerin kontrolü ile ilgili bu rollerini tespit ettikten sonra şirket kontrolü konusunu farklı iki temel finansman biçimi bakımından ayrıca değerlendirmenin yararlı olacağını düşünmekteyiz.

2.6.1. Hisse Senetleri Piyasası ve Kontrol

Hisse senetleri piyasalarda alınıp satılan halka açık şirketler bakımından kontrol konusu, yönetime katıl(a)mayan ortakların haklarının ve çıkarlarının gözetilmesi açısından yoğunlukla ve değişik yaklaşımlarla ele alınıyor olmanın yanı sıra birleşme, devir ve ele geçirme girişimleri açısından da akademik çalışmalarda ve şirket yönetimi bakımından geniş olarak ele alınmıştır.

Hisse senetleri piyasasının bulunmadığı veya işlevselliğinin zayıf olduğu durumlarda şirketlerde ölçek büyümesi başka şirketlerin bünyeye katılması yoluyla veya yeni yatırımlar yapılarak olabilecektir. Bu satın alma ve yatırımların finansmanı ise şirket sahiplerinin servetleri ile sınırlı olarak şirkete yatırım yapmaları ve şirket kârlarının ortaklara dağıtılmayarak bünyede tutulması ile sağlanabilecektir. Doğaldır ki bu şekilde büyümenin bir sınırı olacaktır.

Hisse senedi piyasalarının aktif olarak işlev göstermesi, şirketlerin büyümelerinin dışsal finansman yoluyla sağlanması için önemli bir olanak sağlamaktadır. Hisse senetleri piyasası şirketin kârlarını dağıtmayarak bünyede tutması ve şirket ortaklarının servetlerinden şirket yatırımlarına ayıracakları pay ile sınırlı olmayan ve bunların yanı sıra henüz şirket ortağı olmayan kesimlerin de fon

sağlamasına imkân veren bir ortam sunmaktadır. Hisse senetleri piyasasının işlevsel ve aktif olarak var olduğu durumda, hisse senetleri piyasada alınıp satılmayan halka kapalı şirket ile hisse senetleri piyasada alınıp satılan halka açık şirketin durumları bu finansman olanakları bakımından farklılık göstermektedir. Finansman olanaklarındaki bu farklılık şirketin kontrolü ile ilgili sonuçları olan bir durumdur.

Şirketin halka açık veya halka kapalı olması durumunun en tipik sonucu sahiplik ve kontrolün ayrılmış veya birleşik olmasıdır. Teorik olarak ve kaba bir yaklaşımla, halka açık olmayan şirkette sahiplik ve kontrolün birleşmiş ve halka açık şirkette sahiplik ve kontrolün ayrılmış olması beklenen bir durumdur. Halka kapalı şirketin ortakları ve yöneticileri, çok büyük ölçüde aynı kişilerdir ve ortakların tamamının şirket yönetiminde yer almasının önünde, kural olarak, ciddi bir engel yoktur. Buna karşılık, halka açık şirketin ortaklarının ve yöneticilerinin aynı kişiler olmalarını zorlayan veya gerekli kılan bir durum olmadığı gibi, ortakların tamamının şirket yönetiminde yer almaları ve hatta bundan da önce, şirket yönetiminde temsil edilmeleri önünde ciddi engeller bulunmaktadır. Bu tablo, halka kapalı şirket ortaklarının şirketin kontrolünü ellerinde tutmalarını ve halka açık şirketin ortaklarının (sahiplerinin) şirketin kontrolünü ellerinde tutmalarının güç olduğunu olağan ve ortaya çıkması beklenen birer durum olarak kabul etme gerekliliğini doğurmaktadır.

Buradan hareketle, hisse senetleri piyasasının işlevsel olarak mevcut olduğu durumda, sahiplik ve kontrolün birleşmesi ve ayrılmasının şirket performansı üzerindeki etkilerini değerlendirmek mümkün olabilmektedir. Halka açık şirket hisse senetlerinin piyasadan toplanarak ele geçirilmesi örneğindeki gibi bir sahiplik yoğunlaşmasının getirdiği sahiplik ve kontrolün aynı kişi veya grupta toplanmasının şirket performansı üzerindeki etkisi çok sayıda araştırmaya ve çalışmaya konu olmuştur. Bu çalışmaların ortak bir sonuca ya da birbiriyle uyumlu bulgulara ulaşmadığı, dolayısıyla şirket kontrolü piyasasının şirket performansına ve devir alınan şirket pay sahiplerine fayda sağlaması konusunda, yapılan çalışmalar sonucunda ulaşılan bir görüş birliği bulunmadığı anlaşılmaktadır.²⁹⁴

Aşağıda iki alt başlık altında, şirket kontrolü konusu yukarıda belirtilen unsurlarla ilişkilendirilerek kısaca açıklanacaktır.

2.6.1.1. Şirket Kontrolü Piyasası ve Kontrol

Şirketlerde kontrol (corporate control) ile ilgili tarihsel gelişim, devletin ve kamunun kontrolü sürecinden sonra, özellikle ABD’de, i) üretimdeki kapsam ve yoğunlaşma artışı ile ortaya çıkan bir kontrol anlayışından başlayarak, sırasıyla, ii) ürün pazarlarıyla ilgili kapsam genişlemesi ve pazar gücü çerçevesinde bir kontrol yaklaşımı; iii) yöneticilerin şirketin hacim ve büyüklüğüne bağlı olarak fayda artışı ile açıklanan bir yönetici kontrolü yaklaşımı; iv) çoğu zaman bu son yaklaşımla birlikte olmak üzere, kendi başlarına gözetim ve kontrol çabasına girmeleri etkin olmayan çok sayıda ve dağınık pay sahibinin de faydalarını artıracak şirket ele geçirme piyasasının (şirket kontrolü piyasası – market for corporate control) gelişimine işaret eden tarihsel bir süreç izlemektedir.* Şirketin düzgün yönetilmesinin ve ayrıca şirket yöneticilerinin ortakları temsilen gözetimi ve kontrolü çabasının bir kamu malı işlevi gördüğü de düşünülmektedir.²⁹⁵ Şirketleşmelerin ve şirketleşme kültürünün tarihsel gelişimini de kapsayan şirket kontrolüne ilişkin yaklaşımların bugünkü aşamasında, en temel ve yaygın ekonomik örgütlenme olarak anonim şirket tipi ortaklıkların faaliyetlerinin ve kaynaklarının kontrolü önemini korumaya devam etmektedir. Şirket kontrolü ile ilgili tarihsel süreçte ve bugün geline aşamada, gelişmiş ekonomilerdeki hisse senetleri piyasaları, pay sahiplerinin kontrol sorunlarına yönelik çözümler ve kontrol mücadeleleri bakımından önemli bir alanı ifade etmektedir.

Hisse senetleri piyasası ile ilişkilendirerek konuyu ilk kez kapsamlı bir şekilde ele alan çalışma olarak kabul edilen, Berle ve Means’in 1932 tarihli kitaplarındaki yaklaşım yukarıda Bölüm 2.2’de ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Bu çalışmadan sonra konuyu tekelleşme ile ilgili uygulama ve çalışmalardan yola çıkarak ele alan önemli bir çalışma H.G. Manne’in 1965 tarihli makalesidir.²⁹⁶

H. G. Manne, 1965 tarihli çalışmasında²⁹⁷, tekelleşmeye karşı düzenlemelerin yapılması kapsamında şirket kontrolü konusunu ele almıştır. Şirket kontrolü konusu, şirket hisse senetlerinin piyasalarda alınıp satılması durumuna bağlı olmaksızın şirket birleşmelerinin mal ve hizmet piyasalarındaki rekabete etkisi, ölçek ekonomileri ve

* Diğer birçok yazarın çalışmaları yanı sıra, (Fligstein, 1990, **a.g.e.**) bu tarihsel gelişimin kapsamlı ve toplu bir anlatımı için kolay okunabilir bir çalışma niteliğindedir.

teknolojik ve yönetsel yoğunlaşmalar yoluyla sağlanacak verim artışlarının ekonomik analizleri gibi farklı yaklaşımların ve çalışmaların konusu olmuştur. Özellikle büyük şirketler tarafından küçük şirketlerin devralınması şeklinde gerçekleşen şirket birleşmelerinde, bu şirketlerin faaliyet gösterdiği mal ve hizmet piyasalarında tekelleşmenin veya daha öncül bir durum olarak piyasa yoğunlaşmasının artacağı kaygısı tekelleşmeye karşı düzenlemelerin ve mahkeme kararlarının temel dayanağı olmuştur. Manne, çalışmasında, şirket kontrolü konusunu bu konudaki çalışma ve gelişmelerden yola çıkarak ele almaktadır.

Manne'ın çalışmasında, şirket birleşmeleri bir başka açıdan, teorik olarak iflasın alternatifi olarak ele alınmıştır. Buna göre, birleşmelerin daha büyük bir piyasa gücü veya ölçek ekonomileri hedefi ile bir ilgisi yoktur. Batmak üzere olan işletmeyi veya şirketini daha faal ve güçlü durumdaki, muhtemelen ve çoğunlukla daha büyük bir şirkete satarak bu iki şirketi birleştirmek suretiyle, devrolan şirket iflastan kurtulmuş olacak ve ekonomik varlıklar batan bir şirketten yükselen bir şirkete aktarılmış olacaktır. Devralan şirketin bu devir işlemiyle ulaştığı durum ile aynı durumu içsel kaynaklardan büyüme yoluyla sağlaması veya yasal olması halinde, kartelleşerek sağlaması arasında bir fark olmayacaktır. Bu yaklaşımı destekleyecek şekilde, sermaye piyasalarının kusursuz olduğu varsayıldığında, birleşme sonucunda piyasa tekeline sahip bir şirket ortaya çıkmadıkça, yeni birleşik şirketin içsel büyümeyle aynı durumu sağlaması veya birleşerek sağlaması arasında bir fark olmayacaktır. Diğer bir deyişle, sermaye piyasalarının kusursuz olması halinde, iki şirketin birleşmesi ile bir şirketin sermaye artırımları ve içsel finansman yoluyla yatırım yaparak büyümesi, teorik olarak, aynı sonucu sağlayacaktır. Buradan hareketle, ömürleri kısa olan şirketlerden oluşan hızlı büyüyen bir sektörde, bu şekilde, başarılı işletmelerin dışsal büyümesi yoluyla gelişimi sağlanacaktır. Bu da rekabetin azalması değil, kesintisiz güç ve sağlamlık ile açıklanabilecektir. Donald Dewey'e atfedilen bu yaklaşım gelişme hızı düşük sektörler bakımından ve yakın zamanda bir iflas riski taşımayan şirketlerin birleşmeleri bakımından açıklama gücünü kaybetmektedir. Ayrıca, gerçekleşen çok sayıda şirket iflası da teoriyi desteklememektedir.²⁹⁸

Buradan hareketle, Manne, anonim şirketleri sadece karar alma birimleri olarak kabul eden geleneksel birleşme teorilerinin ötesinde şirket kontrolünün değerli bir varlık olabileceğini ve bu değerın ölçek ekonomilerinden veya tekelci kârlardan bağımsız olduğunu, şirket kontrolü için aktif bir piyasanın var olduğunu ve birçok birleşme işleminin bu özel piyasanın iyi işleminin bir sonucu olduğunu ileri sürmektedir. Manne, şirket kontrolü piyasasının temelinde bulunan şeyin öncelikle şirket yönetiminin etkinliği ile şirket hisselerinin piyasa fiyatı arasındaki korelasyon olduğunu varsaymaktadır. Böylece, şirket yönetiminin etkinliği azaldığında hisse fiyatları düşecek ve şirketi daha iyi yöneterek etkinliği artırabileceğini düşünen mevcut pay sahipleri ve pay sahibi olmayanlar şirketin kontrolünü ele geçirmek için işlemlere girişebilecektir. Bu şekilde, iyi işleyen bir hisse senetleri piyasası, gerektiğinde kullanılabilecek bir şirket kontrolü piyasası ortamı sağlamaktadır.

Michael Jensen, “şirket kontrolü piyasası” terimini akademik yazına kazandırarak ve birçok çalışmasında konuyu farklı açılardan ele alarak, şirketlerin kontrolü konusunu hisse senedi piyasası ile ilişkilendirmede önemli değerlendirme araçları sağlamıştır. Manne’ın şirket kontrolünün bir değeri olduğuna, bu değerin şirket hisse senedinin piyasa fiyatına yansıdığına ve bunun şirket yöneticisinin performansı ile doğrudan ilişkili olduğuna ilişkin değerlendirmeleri Michael Jensen’in yaklaşımı çerçevesinde daha somut bir bakış açısı sağlamaktadır.

Şirketlerde ölçeğin büyümesi kapitalist ilişkilerin geliştiği ilk dönemlerden başlayarak piyasa payının artırılması ve böylece şirketlerin temel hedefi olan kâr etmenin sürekliliğinin sağlanması için gerekli olmuştur. Şirketin ölçeğinin büyümesi aynı üretim araçları ve teknolojisi ile aynı ürünlerin üretilmesine yönelik olabileceği gibi farklı üretim araç ve teknolojileri kullanılarak çeşitli ürün ve hizmetlerin aynı şirket bünyesinde üretilmesi şeklinde de olabilmektedir.

ABD’de 1980’li yıllarda yoğun olarak gözlenen ve İngiltere, kıta Avrupası ve Asya’da da artarak görülen borçlanarak şirket alımları (leveraged buy-outs) ve saldırgan şirket ele geçirmeleri (hostile takeovers), sahiplik ve kontrolün birleşmesi konusunda gözlemsel sonuçlara ulaşmamızı sağlamaları bakımından önem taşımaktadır. Yirmi yıldan uzun bir sürenin sonunda borçlanarak elde edilen fonlar kullanılarak yapılan

hisse senedi alım işlemleri, 2000’li yıllarda “özel sermaye” (private equity) şeklinde yeni bir isimlendirmeye kavuşmuş ve ABD piyasalarında 1991’deki 10 milyar USD’lık tutardan 1996’da 35 milyar USD’a ve 2007’de 782 milyar USD’na ulaşmıştır.²⁹⁹. **Wruck**, bu gelişmeyi 1980’lerdeki ilk dalganın geçmesinden sonra ABD ‘şirket kontrolü piyasası’nda 1990’ların ortalarında başlayan ikinci ve kalıcı etkileri olacak dalga olarak değerlendirmektedir. Buna göre, özel sermaye, şirket iyi yönetim ilkelerinin uygulanmasında önemli adımlar atılmasını sağlamış ve bu bakımdan ve şirket kontrolü ile ilgili diğer gelişmeler bakımından sermaye piyasalarının önemli bir özelliği olmuştur.

Özel sermaye (private equity) yatırımları şirketlerin hisse sahipliğinde yoğunlaşma sağlayarak, diğer bir deyişle şirket paylarının çok sayıda küçük tasarruf sahibine dağılması yerine tipik olarak az sayıda fon yöneticisinin ya da büyük sermaye sahibinin kontrolünde olduğu bir şirket ortaklık yapısı yaratarak, şirket kaynaklarının kontrolünü pay sahipliği gücü ile yönetim gücünü bir arada bulunduran sınırlı sayıda yöneticide toplamış olmaktadır. “Özel sermaye” kavramındaki “sermaye”den yola çıkarak özel sermaye fonlarının tamamen veya çoğunlukla öz kaynak sermayesi olduğu düşünülebilirse de uygulamada bu sermayenin özel olmasının halka açık karşıtı (public – private şeklinde) olmakla ilgili olduğu ve özel sermaye fonlarının özellikle 2008 yaz aylarında yoğunlaşan dünya kredi ve finansman krizine kadarki süreçte giderek daha çok oranda borç finansmanından sağlandığı gözlenmektedir. Borç alınan fonların hacminin artması, özel sermaye fonlarını, varlık fiyatlarının artacağı yönünde giderek artan bir şekilde beklenti oluşturmaya yöneltmiştir.³⁰⁰

Özel sermayenin pay sahipliği ile yönetim gücünü birleştiren özelliği, şirket kaynaklarının kontrolü ile ilgili olarak ortaya çıkardığı avantajların etkisiyle, uygulamada şirketlerin performansını olumlu etkileyen sonuçlar doğurmuştur. Bu sonuç, 1980’lerden bu yana yapılan birçok çalışma ile de gösterilmiştir. Özel sermaye ile finanse edilerek yönetimi ele geçirilen şirketlerle ilgili olarak yapılan birçok çalışmanın gösterdiği performans artışı öncelikle şirket kaynaklarının yönetiminde sağlanan etkinlik artışına bağlanmaktadır. Yönetimi ele geçirilen şirketin finansmanını sağlayan özel sermaye sahibinin ya da özel sermaye fon yöneticisinin ve bunlar

tarafından belirlenen ve atanan şirket yönetim ekibinin, şirket sermayesinin sınırlı sayıda kişide toplanmış ya da yoğunlaşmış olması nedeniyle, şirket kaynaklarının kontrolünü daha sıkı ve yakın bir şekilde elinde bulunduruyor olacakları var sayılmaktadır. Bu sahiplik ve kontrol yoğunlaşmasının bir sonucu olarak çok sayıda ve çoğunluk sayıda örnekte şirket performansının, özel sermaye tarafından satın alınma veya ele geçirilme sonrasındaki birkaç yılda artış gösterdiği gözlenmiştir. Kontrol yoğunlaşmasına bağlanan bu performans artışının alternatif maliyeti de hisse senetleri piyasasından öz kaynak şeklinde daha düşük maliyetle borçlanma olanağından vazgeçilmiş olması ve piyasada yaygın ve dağınık bir şekilde elde tutulan hisse senetlerine sahip olanların üstlendikleri risklerin dağıtılabilme avantajından vazgeçilmiş olması olarak iki unsurla ilişkilendirilmektedir. Diğer bir deyişle, özel sermaye finansmanında hisse sahipliğinin yoğunlaşması ile elde edilen iyi yönetim iyileşmesi hisse sahiplerinin ellerindeki hisse senetleri için piyasa likiditesinden vazgeçmeleri ve riski dağıtabilmelerinin zorlaşması pahasına olabilmektedir.³⁰¹

Wruck, özel sermaye veya buna benzer tek kişi veya küçük grup fonları kullanılarak halka açık bir şirketin çoğunluk hisselerinin satın alınması veya ele geçirilmesi ile birlikte elde edilen kontrol ve gözetim gücünün o şirketin aktif veya pasif bütün hisse sahipleri* için değer yaratıcı sonuçları olduğunu, bu konuda yapılmış olan çalışmaların da ışığında, adeta doğruluğu kesin olarak kanıtlanmış önerme gibi ele almaktadır. Wruck'un kontrol gücünün yoğunlaşması çerçevesinde hisse sahipliğindeki değişimle ilgili değerlendirmeleri özel sermaye (private equity) yatırımları kapsamında ele alınmaktadır.

Bileşimi bakımından ister borçla ister özkaynakla fonlanmış olsun, özel sermayenin sağladığı sahiplik yoğunlaşmasının sonucunda ortaya çıkan kontrol yoğunlaşması şirket performansını artırıcı etkiler göstermektedir. Dolayısıyla, sahiplik ve kontrolün aynı kişilerde birleşmiş ya da toplanmış olması ve bu birleşme / toplanmanın yoğunlaşma göstermesi, diğer deyişle sahiplik ve kontrolün sınırlı sayıda aynı kişilerde veya grupta birleşmiş / toplanmış olmasının sonuçları, uygulamada,

* Aktif hisse senedi sahibi ile şirketin yönetim veya denetim sürecine dâhil olarak veya genel kurullara katılımı doğrudan söz sahibi olarak kararlara müdahale eden ortak, pasif hisse senedi sahibi ile de bu gibi yönetim ve karar süreçlerine katılımcı veya müdahil olmayan, daha çok temettü ve hisse senetlerinin piyasa değerindeki artışlardan yararlanma eğiliminde olan ortak kast edilmektedir.

performans artışı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu gözlemler ve sonuçlar, sahiplik ve kontrolün yoğunlaşması ve şirket performansı ilişkisinde bize yol gösterici olması bakımından önem arz etmektedir.

Bu çalışmalardan ve değerlendirmelerden çıkaracağımız sonuç, hisse senetleri piyasalarının aktif olarak işlediği ortamlarda, şirketlerde hisse sahipliğinin dağıtıklaştığı durumlarda, yukarıda Bölüm 1’de ele aldığımız çerçevede, gözetim faaliyetinin fayda-maliyet analizi bakımından bireysel hisse sahibi için kabul edilebilir olmaktan çıktığının doğrulanması olacaktır. Hisse senetleri kontrol piyasası, şirket ele geçirmeleri, birleşme ve devirler, özel sermaye fonlarının halka açık şirketlerin sermayesinde büyük oranda pay satın alarak sermaye yoğunlaşması sağlamaları sonucunda doğrudan şirketin yönetimine etkide bulunularak veya gözetimde yoğunlaşma sağlanarak sonuç elde edilmesine imkân vermektedir. Hisse senetleri kontrol piyasasının gelişmiş olması şirketi kontrol edenler üzerinde bir performans baskısı oluşturarak, genel olarak şirketlerin daha verimli ve kârlı çalışması ve genel ekonomik durumun iyileşmesi yönünde de katkı sağlamış olmaktadır.

Hisse senetleri kontrol piyasası şirket yönetimleri üzerinde bir gözetim etkisi yaratmaktadır. Performansının şirket ele geçirme amacı ile hareket eden piyasa unsurlarının sürekli gözetimi altında olduğunu bilen şirket yöneticisi veya şirket içindeki ortak, muhtemel bir şirket ele geçirme saldırısına uğramamak için şirketin faaliyetlerinin verimli ve kârlı bir şekilde yürütülmesi için sürekli bir gayret içinde olacaktır. Bu durum, Seward’ın 1990 tarihli çalışmasında³⁰² ele alınan optimal borç sözleşmelerinin yapılması sonucunu sağlayabileceği gibi, Besanko ve Kanatas’ın 1993 tarihli çalışmalarında³⁰³ yer alan bankanın gözetimi ile girişimcinin proje üzerindeki gayretinin ilişkilendirilmesi durumuna benzer bir şekilde hisse senetleri kontrol piyasasının gözetim etkisi yoluyla şirket yönetiminin gayret düzeyinde artış sağlama sonucuna işaret edebilir niteliktedir.

Şirket kontrolü piyasası ile ilgili bu değerlendirmelerden sonra piyasa likiditesinin de bir gözetim ve kontrol etkisinin olabileceğine ilişkin yaklaşımları aşağıdaki bölümde ele alacağız.

2.6.1.2. Piyasa Likiditesi ve Kontrol

Yukarıda Bölüm 1.5’te açıklandığı üzere, **Tadesse**³⁰⁴ finansal piyasaların ve finansal kurumların “*şirket dışından şirkete fon sağlayanlara şirket içindeki karar alıcıları gözetim altında tutmaları için çeşitli mekanizmalar sunarak sorumlu iyi yönetim (governance) ve kontrolün geliştirilmesine sağladıkları katkı*”yı finansal araçların iki önemli rolünden birisi olarak belirtmektedir. Tadesse, gözetim işlevinin icrası ile ilgili analizinde, hisse senedi piyasalarındaki işlem devir oranı (hızı), muhasebe bilgileriyle kamuyu aydınlatma derecesi, hisse senedi piyasalarının likiditesi gibi mekanizmaları dikkate almakta ve piyasa likiditesinin kurumsal yönetimin ölçüsü olarak sadece hisse senedi piyasaları için geçerli olacağını ifade etmektedir. Bankaların da hem bilgi üreterek hem de gözetim görevi gereği kurumsal yönetim hizmeti sağladığını, ancak bankaların müşterileri ile ilişkilerinin belirsizliği nedeniyle iyi yönetime ilişkin piyasa durumundakine benzer bir ölçü oluşturmanın zorluğunu belirtmektedir. Tadesse, şirket dışından şirkete fon sağlayanların şirketteki karar alıcıları gözetim altında bulundurabilmeleri ve iyi yönetimin sağlanması bakımından hazır bulunan araçlar olarak finansal piyasalardaki canlılığa (financial market activity) ilişkin ölçümleri kullanmakta ve bu ölçümleri bir ülkenin finansal sisteminin sağladığı iyi yönetimin derecesinin genel bir göstergesi olarak kabul etmektedir. Tadesse’ye göre, daha yüksek likidite düzeyi aktif yatırımcıların hisse senedi pozisyonu oluşturarak şirket politikaları üzerinde etkide bulunmalarını kolaylaştırır.*

Tadesse, ikincil hisse senedi piyasalarının şirket kontrolü işlemleri için kullanılabilmesini piyasanın likit olması şartına bağlamaktadır. Şirket ele geçirme girişimlerinin başarısı likit piyasaların varlığına bağlıdır.

Tadesse bir ülkenin hisse senetleri piyasasında alınıp satılan hisse senetlerinin değerinin hisse senedi piyasası toplam kapitalizasyon tutarına oranını (işlem devir oranı ya da hızı – turnover ratio) hisse senedi piyasasının canlılığının ölçüsü olarak kullanmakta ve daha kesin bir ölçü olarak da kamuyu aydınlatmaya yönelik muhasebe açıklamalarının (accounting disclosure) derecesini dikkate almaktadır. Bu ikinci

* A. Bhide, 1993, “The Hidden Cost of Stock Market Liquidity”, Journal of Financial Economics, Vol. 34, ss.31-51’de, likit piyasaların kolayca elden çıkarmayı kolaylaştırması nedeniyle yönetimin politikalarına müdahale edemeyeceğini düşünen hisse sahiplerinin gözetimlerini azaltmalarına yol açtığı iddia edilmektedir.

ölçünün bilgi akışının boyutunu ve gözetim için sağlanan kolaylıkları yansıttığı kabul edilmektedir. Dolayısıyla, kamuyu aydınlatma derecesinin yüksek oluşu gözetim için daha uygun bir ortam sağlamış olmaktadır.

Bölüm 1.5'te açıklandığı üzere, Tadesse'ye göre, piyasalarda daha yüksek bir likidite daha fazla ve daha iyi bilgi demektir. Likiditenin yüksek olduğu piyasalarda fiyatlar şirket ve yatırım beklentileri hakkındaki bilgileri daha doğru bir şekilde yansıtmaktadır. Piyasalarda artan canlılık piyasa katılımcılarının daha fazla bilgi edinmesini sağlayacak ve hisse senedi fiyatlarının içerdiği bilginin kapsamı genişlemiş olacaktır. Bir hisse senedinin işlem hacmi büyüdükçe ve piyasasının likiditesi arttıkça, bilgi sahibi bir yatırımcının yatırımından iyi bir getiri elde etmesi daha kolay hale gelecektir. Sonuç olarak, piyasaya doğru artan bilgi akışı hisse senedi fiyatlarının bilgisel içeriğinde gelişme sağlar. Böylece, piyasa likiditesi piyasadaki bilgi bütünlüğünün derecesi için iyi bir ölçü olarak kabul edilmelidir.

Anlaşılabileceği üzere, Tadesse'nin analizi piyasadaki canlılık düzeyi ile piyasaya akan bilgi düzeyi arasında aynı yönlü bir ilişkinin var olduğu kabulüne dayanmaktadır. Bu yaklaşımı, *per se* bir doğru olarak kabul ederek devam etmektense, bu kabulü destekleyecek değerlendirmelerle devam etmekte fayda olduğunu düşünmekteyiz. Bilgi eksikliği alışverişe konu varlığın değeri ve fiyatı hakkındaki değerlemeleri zorlaştıracığından, bilgi eksikliği içindeki işlem tarafının alışverişe girmekte tereddüt yaşayacağını kabul etmek gerekmektedir. İşleme konu varlığın niteliği ve özellikleri bilinmeden veya bu hususlar hakkında yeterli olmayan, açık olmayan bilgilere dayanarak karar vermek ve işlem yapmak bu eksik bilgi sahibinin tereddütlerle yaklaşacağı bir eylem olacaktır. Ola ki bu bilgi eksikliğinin bilincinde olmayan bir karar verici bu yüzden farkında olmadan hatalı bir karar vermiş olsun. Bu durumda, bir öğrenme süreci sonrasında bu gibi kararlar düzeltileceğinden, birinci dönemde verilen hatalı kararların sonraki dönemlerde aynı karar vericiler tarafından verilmeye devam edilmesini beklememek gerekmektedir. Ancak, yeni karar vericilerin piyasaya katılması ve bunların hatalı kararların sonuçlarını öğrenmesi zaman alacağından, doğru ve yeterli bilgiye dayanmayan kararların bir ölçüde sürekli var olacağını kabul etmek gerekmektedir. Bu hatalı karar oranının ne düzeyde olacağı, kuşkusuz ki karar alıcıların

bilgilenme düzeyleri ile çok yakından ilgili olacaktır. Dolayısıyla, bilgi düzeyinin yüksek olması hatalı kararların azalmasını sağlayacak ve hatalı kararların azalması tasarruf sahiplerini doğru bilgilendikleri konusunda ikna ederek yatırım kararları vermelerini hızlandıracaktır; böylece bilgilenme düzeyinin artması işlem hacminin artmasına katkı sağlayacaktır. Bilgilenme düzeyindeki artışın hatalı karar verme olasılığını azaltıyor olması bilgisel etkinlik düzeyinde bir iyileşmeye işaret ettiğinden, ortaya çıkan durumu gözetimde etkinlik ile ilişkilendirmek mümkün bulunmaktadır. Hatalı karar verme olasılığının düşmesi bilgilenme düzeyindeki artışla sağlanan bir gözetim sonucuna işaret etmektedir. Tadesse'nin yaklaşımları çerçevesinde, hatalı karar olasılığının düşmesi dolayısıyla artması beklenen işlem hacmi tasarruf sahipleri için uygun bir gözetim ortamı bulunduğunu gösterecektir.

İkinci olarak, likit piyasalarda menkul kıymet fiyatlarının bilgilendirici özelliği yöneticilerin gözetim altında bulundurulmasını* ve bunun yanı sıra, yöneticilerin çıkarlarının pay sahiplerinin çıkarları ile uyumlu hale getirilmesini kolaylaştırır. Yöneticilere opsiyon ve hisse senedi şeklinde yapılan ödemelerin yöneticiyi teşvik ederek, ilgili hisse senedinin fiyatının şirketin performansı hakkında bilgilendirme derecesine bağlı olarak temsil maliyetlerini azaltması mümkündür.

Tadesse'nin sonuçları hem piyasa işlem devir hızı, hem de muhasebe aydınlatma kalitesi ile ilgili ölçülerin şirketlerde etkinliği açıklamakta oldukça anlamlı değişkenler olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, iyi yönetimi ve gözetimi kolaylaştırmaya yönelik değişkenlerin derecesi ile firmalarda etkinlik derecesi arasında doğrusal bir ilişki olduğu sonucu çıkmaktadır.

Holmström ve Tirole³⁰⁵ de hisse senedi fiyatlarının bilgilendirme kabiliyetinin artışı yoluyla piyasa likiditesinin gözetimi nasıl geliştirdiğini açıklamaktadırlar.

Öte yandan, **Maug**³⁰⁶, yukarıda Bölüm 1.8'de açıklandığı üzere, likit piyasaların hisselerin piyasadan satın alınmasını kolaylaştırarak büyük pay sahibinin ve bu anlamda kurumsal yatırımcıların (yatırım fonları, özel sermaye fonları, emeklilik

* Tadesse etkili bir gözetim ve kontrolün aracı kurumlar ve etkin yönetim kurulu gibi başka araçlarla sağlanabileceğini, burada ele alınan kurumsal yönetim yakınsamalarının (proxy) bu daha etkin yöntemleri kapsamayacağını belirtmektedir.

fonları ve yatırım ortaklıkları gibi) ortaya çıkışını kolaylaştırdığını; bunun da gözetim etkisini artırdığını belirtmektedir. Maug, aşağıda ayrı bir başlıkta değineceğimiz, şirkete ilişkin söz söyleme veya pay sahipliğinden çıkma olanaklarının ortağın gözetim eğilimini azalttığı iddiasının doğrulanamadığını belirtmektedir. Maug, ayrıca, likidite düzeyinin yüksek olmasının büyük pay sahipleri gözetim yaparken küçük pay sahiplerinin yapmamasından kaynaklanan bedavacılık sorununu da azaltacağı sonucuna ulaşmaktadır. Büyük pay sahibinin, şirketi gözetime tabi tutarken sağlayacağı şirkete özgü ve piyasadaki diğer katılımcıların bilmediği bilgiyi kullanarak getirisini artırması mümkün bulunmaktadır.

Büyük pay sahibinin asıl faydası gözetim yaparak şirket üzerinde sağladığı kurumsal yönetim etkisinin şirket performansını artırıcı sonucundan tüm pay sahiplerinin yarar sağlaması olacaktır. Büyük pay sahibinin gözetim yoluyla kurumsal yönetim etkisi sağlaması genel olarak kabul görmektedir.

Maug'un işaret ettiği husus, piyasa likidite düzeyinin yüksek olmasının, büyük pay sahibine, yapacağı gözetimin kurumsal yönetim etkisinden kendisinin daha büyük ölçüde yararlanmasının yolunu açmasıdır. Şöyle ki büyük pay sahibi başlangıçta büyük oranda pay edinerek hemen etkin bir gözetim faaliyetine başlamayacaktır. Bunun yerine, başlangıçta düşük bir pay oranı edinecek ve gözetim faaliyetine böylece düşük bir seviyeden başlayacaktır. Gözetimin sonuç verme potansiyelini de dikkate alarak, sonraki aşamada piyasadaki hisse toplamak suretiyle şirketteki pay oranını artıracak olan büyük pay sahibi, böylece, sonradan artıracığı gözetim çabası ile önceki duruma kıyasla daha yüksek getiriyi büyük ölçüde kendisine sağlamış olacaktır. Başlangıçta doğrudan büyük oranda pay edinerek gözetimin sağlayacağı faydayı piyasadaki küçük yatırımcılarla paylaşmak yerine gözetimin hem kurumsal yönetim etkisini ve hem de bilgi üstünlüğünün sağlayacağı alım-satım kazancı etkisini daha çok kendisine sağlamış olacaktır. Büyük pay sahibi, yapacağı gözetimin etkisinden ve sonuçlarından emin olamadığı veya gözetimin performans artışı sağlamadığını veya sağlamayacağını düşündüğü takdirde şirketteki pay oranını düşürerek küçük pay sahibi olarak kalacak veya bütün hisselerini tamamen satarak şirket pay sahipliğini terk edebilecektir.

Büyük pay sahibinin piyasadan hisse satın almasındaki kolaylık ve aynı şekilde büyük pay oranını düşürmesi veya tamamen elden çıkarabilmesindeki kolaylık piyasadaki likidite düzeyinin yüksekliğinin bir işaretidir. Piyasaların yüksek likidite düzeyi, büyük pay sahipliğinin, piyasadaki hisse fiyat dengesini etkilemeden sağlanabilmesine imkân vermektedir. Büyük pay sahipliğinin gözetimin kurumsal yönetim etkisi ile şirketlerin performansını olumlu etkilediği genel bir kabul olduğuna ve piyasaların yüksek likidite düzeyi büyük pay sahipliğini kolaylaştırdığına göre, likidite düzeyinin yüksekliği gözetim bakımından olumlu bir etki sağlamaktadır.

Bu çerçevede, likidite düzeyi yüksek piyasalarda büyük pay sahipliğinin var olması ve bunun görece uzun bir süre boyunca devam etmesi büyük pay sahiplerinin gözetim etkisinin uzun süreli ve kalıcı olmasını sağlayacak ve bu kalıcılık büyük pay sahiplerinin gözetimden fayda sağladıklarının da bir işareti olacaktır. Bu durum, büyük pay sahiplerinin gözetim hizmetinden küçük pay sahiplerinin bedava yararlanabilmesini sağlayacaktır. Büyük pay sahipleri, gözetim faaliyeti kapsamında elde ettikleri bilgiyi, kendi getirilerini artıracak şekilde kullanabildikleri* sürece bu bedavacılık sorunundan şikâyetçi olmayacaklardır. Böylece piyasa likiditesinin yüksek olması iyi bir gözetimin varlığına işaret olacaktır.

Piyasa likidite düzeyinin artmasının sağladığı pay sahibinin ortaklıktan çıkabilme olanağındaki artışın gözetim ile ilişkisine, farklı bir yaklaşım olarak, Söz Söyle veya Ortaklıktan Çık (Voice or Exit) yaklaşımına aşağıda Bölüm 3.4.'te değinilecektir.

2.6.2. Borçlanma ve Kontrol

Borçlanma ile şirket kontrolü arasındaki ilişkiyi karmaşık bir değerlendirmeye tabi tutmadan, borcun ödenmemesi durumunu esas alarak incelemek hem anlatımı kolaylaştıracak, hem de konunun can alıcı noktasının esas alınması itibariyle analiz dışında temel bir husus da kalmamış olmasını sağlayacaktır. Bu çerçevede, şirket kontrolü borcun ödenmemesi ile ilişkilendirilmek suretiyle, temel konumuza başka bir açıdan bakabilme olanağı da elde edilmiş olacaktır.

* Bu kullanımların içerden öğrenenlerin ticareti (insider trading) kapsamında değerlendirilebilecek şekilde kamuya açıklanmamış bilginin kullanımı şeklinde olmayacağını kabul etmekteyiz.

Gözetim süreci, borçlanmada, borcun geri ödenmesini sağlama amaçlı bilgi toplama ve bu bilgileri değerlendirmeye tabi tutarak gerektiğinde kontrol araçlarını devreye alma faaliyetlerinin tamamı olarak ele alınabilir. Gözetim sürecinde, borcun geri ödenmesi konusunda ortaya çıkacak tereddütler, olağan sürecinde pasif bir eylem olarak devam eden gözetimin aktif bir şekil almasına ve kontrol amaçlı davranışların ortaya çıkmasına neden olacaktır. Alacaklı, borcun ödenmesi konusunda tereddüt oluştuğunda, borçlunun faaliyetleri ve kararları ile ilgili daha ayrıntılı bilgi toplama çabası içinde olacak ve bu faaliyetleri ve kararları yönlendirebilme olanaklarını da araştırmaya başlayacaktır.

Gözetim sürecinde ortaya çıkan, borcun tahsilindeki güçlük belirtileri borç vereni alacağını teminat veya garanti altına alabilmek için ek arayışlara girmeye yöneltecektir. Teminat veya garanti tutarını artırmak ilk başvurulabilecek yöntem olmakla birlikte, borçlunun gelir getiren faaliyetine ve araçlarına müdahale, teminat ve garanti artışıyla birlikte veya tek başına başvurulabilen bir yöntem olarak ortaya çıkmaktadır. Bu müdahale, gelir getiren faaliyet ve araçların tamamen borç veren tarafından kontrol edilmesine ve bu şekilde yönetime kadar gidebilecek değişik düzey ve derecelerde olabilecektir.

“Banka (...), kredi müşterisinin verimini artırmaya yönelik olarak sözleşmeye koyacağı kısıtlayıcı koşullarla ya da sorun ortaya çıktıktan sonra alacağı kararlarla işletme yönetimine ve finansal yapısına müdahale edebilmektedir. Firmanın finansal yapısının güçlendirilmesi amacıyla banka; firmanın personel yönetimine, üretim yönetimine, sermaye yapısına, pazarlama yönetimine yönelik ciddi önerilerde bulunabilir. Firmanın kâr dağıtmamasını ya da belli tutarda dağıtmasını isteyebileceği gibi tekrar borçlanmasını, diğer borçlarını ödemesini, yeni yatırım yapmasını engellemesi olanaklıdır. Ayrıca üretim yapısını değiştirmesini, personele ilişkin değişiklikler yapılmasını, bazı varlıkların elden çıkarılmasını da önerebilir. Bu

çözüm yolu diğerine oranla firmalar için daha katı uygulamaları içermektedir.”³⁰⁷*

Herman, saklı güç olarak ele aldığı dolaylı kontrol yetisini borç verenin kullanabileceği kontrol mekanizmaları kapsamında da değerlendirmektedir.

“Şirketin finansal açıdan iyi hali, şirket kredi limitlerine yaklaştıkça ve borç sözleşmesi hükümlerinin ihlali söz konusu oldukça dışsal gücün artması şeklinde ortaya çıkan kritik bir faktör olagelmıştır. (...) borç verenin sahip olduğu güç, kısmen kredi sözleşmesinde belirlenen alacaklı haklarından, kısmen şirkette söz sahibi kurumların olumsuz karşıladıkları programları yönetimin uygulama ve yürütme isteksizliğinden kaynaklanan nedenlerle, genellikle negatif karakterlidir. Bu veto gücü genellikle şirket faaliyetlerinin sadece bir bölümünü (borçlanmanın şekli ve miktarı, ödenecek temettü oranı, önemli aktiflerin satışı gibi) kapsar, ancak ihmal edilebilir kreditor gücünden mevcut yönetimi görevden alma gücüne kadar giden çok geniş bir güç alanı mevcuttur.”³⁰⁸

Herman’ın geniş bir yelpazede değerlendirdiği kontrol gücünü, borçlanma bakımından, borcun ödenmediği durum açısından değerlendirmek amacımıza daha kolay hizmet edecektir. Borcun ödenmemesi halinde borç verenin müdahalesi, gözetim faaliyeti kapsamında bilgi toplamanın kapsamının genişletilmesi ve içeriğinin derinleştirilmesi gibi gözetim faaliyetinin uzantısı şeklinde basit bir aşamadan başlayarak artabilecektir. Bu şekilde, bilgi toplamanın genişletilmesi ve derinleştirilmesi çabası da basit bir kontrol aracı görevi görecektir. Toplanacak daha geniş kapsamlı ve içeriği daha derin bilginin vereceği işaretler doğrultusunda borç veren, gözetim ve kontrol amaçlı yeni yöntemlere başvurabilecektir. Gözetim faaliyeti kapsamında sadece toplanan bilgi derinliğindeki artış bile, borçlunun kontrol edildiği ve kontrolün

* Yazarın ele aldığı diğer yaklaşım, ödeyememe durumuna düşen borçlunun, dürüstlük ve iyi niyetine bağlı olarak, kredi koşullarının iyileştirilmesi, vadenin uzatılması, faiz oranının düşürülmesi, geri ödemelerin ertelenmesi gibi yöntemlerle finansal durumunun zaman içinde düzeltilerek fon yaratma imkânlarının artırılması ve benzeri uygulamaları içermektedir.

derecesinin artırıldığı konusunda hem borç verene, hem de borç alana gerekli işareti verecektir.

Şirket kontrolünün borç verene geçmesi durumu, özellikle, borç verilen tutarın, şirket malvarlığının değeri ile kıyaslandığında, önemli bir büyüklüğe ulaşması halinde daha büyük bir tehdit olarak ortaya çıkacaktır. Bu, iki bakımdan etkisini gösteren bir durumdur. Muhtemeldir ki işletme varlıklarının değerine kıyasla yüksek bir borç tutarı borç veren açısından da gözetim ve kontrolü yapılabilir kılacak derecede yüksek bir tutar olacaktır. İkinci olarak, şirket varlıklarının değerine kıyasla yüksek borç tutarı, ek bir kontrol aracına başvurulması gerekmeden, ilgili borç tutarının sağladığı gözetim ve kontrol gücünün işleme geçirilmesini de yapılabilir kılacaktır. Bu iki etki birlikte hareket ederek, borç verilen tutarın şirket varlıklarının değerine olan oranı arttıkça, şirketin borç veren tarafından gözetiminin ve kontrolünün derecesinin de artacağı bir ilişkinin ortaya çıkması beklenecektir. Böylece, borç tutarının şirket değerine oranı ile aynı yönde yoğunluğu artan ve azalan bir gözetim davranışından söz edilebilecektir. Bu şekilde şirket kontrolünün borç verene geçmesi daha kolay ulaşılabilir bir sonuç olacaktır.

Şirketin kontrolünün borç verene aktarılması, genel olarak, borç alanın tercih etmeyeceği bir durumdur. Borç alan, kontrolün devri şeklinde bir sonuca ulaşacak davranışlardan kaçınmayı tercih edecektir. Borç alanın kontrol imkânlarının borç verene devredilmesi borç alanın itibar kaygıları ile de çok yakından ilgilidir. Kontrol kaybının bir itibar kaybı gibi algılandığı durumlarda kayba uğrayan kişiyle ilgili faktörlere bağlı olarak kişisel olumsuz sonuçlar ortaya çıkabilecektir.* Rasyonel davranan hiçbir kimse borç almanın kişisel olarak olumsuz sonuçlar doğurmasını istemeyecektir.

Kontrolün el değiştirmesinin verimlilik ve kârlılık (performans) bakımından daha etkin sonuçlar doğurabileceği durumlar da olabilecektir. Temel nedeni yönetim

* Almanya'nın en varlıklı iş adamlarından Adolf Merckle 05 Ocak 2009 tarihi akşamı evinin yakınlarındaki bir tren yolunda bir demir yolu işçisi tarafından ölü olarak bulunmuştur. Olay polis tarafından intihar olarak kayıtlara geçirilmiş ve olaydan sonra iş adamının ailesi Merckle'nin, sahip olduğu ve yönettiği şirketlerin kullandığı köprü krediler nedeniyle bankalarla görüşmeler yapmakta olduğunu açıklamıştır. Merckle'nin sahibi olduğu, ilahtan çimentoya birçok sektörde faaliyet gösteren çok sayıda şirketin yıllık gelirleri yaklaşık 30 milyar Euro ve 30 kadar bankanın oluşturduğu konsorsiyuma bu grubun borcu 400 milyon Euro olarak açıklanmıştır. Süreç hakkında bilgisi olanlar tarafından Merckle'nin intiharının arkasındaki sebep, bankaların borçları yenilemek istememeleri ve Merckle'nin şirketlerinin kontrolünü bankalara teslim etmeye istekli olmaması olarak açıklanmıştır. (**The Wall Street Journal**, January 07, 2009; <http://www.wsj.com> – Erişim: 7 Ocak 2009)

becerisi eksikliği olabilecek kontrol değişikliklerinde borç verenin sağlayacağı yönetsel beceriler şirkete veya projeye ait kaynakların kontrolünde verimlilik ve performans artışı sağlayabilecektir. Aynı şekilde, temel nedeni finansman yetersizliği olabilecek kontrol değişikliklerinde borç alanın ulaşamadığı ve elde edemediği finansman olanaklarını yeni kontrol sahibinin elde edebiliyor olması faaliyetle ilgili finansal tıkanıklıkların aşılmasını sağlayarak etkinlik artışı sağlayabilecektir.

Bu çerçevede, kaynakların veya varlıkların kontrolündeki bireysel değişiklikler sosyoekonomik sonuçları bakımından bireylerin kaderi ile aynı sonuçları doğurmayabilecek ve birçok durumda da doğurmayacaktır. Kontrolün el değiştirmesi kontrolü kaybeden birey için felaket şeklinde algılanan sonuçlara yol açabilecekken toplumsal fayda açısından ekonomik kaynakların daha etkin ve verimli kullanılması sonucunu doğurabilecektir. Dolayısıyla borçlanmanın kontrolle ilişkisi, borç tutarının şirket varlık değerine oranı ile birlikte önemi artan bir duruma işaret etmektedir. Diğer bir deyişle, borç verilen tutarın şirket varlık değerine oranının yüksek olması borç verenin gözetim ve kontrol eğilimini artıracaktır. Borç tutarı şirket varlıklarının değerini aştığında ise şirketin kontrolüne yönelik girişimler, borç verenin göstermesi beklenen olağan davranış olacaktır.

Tek bir borç veren açısından yaptığımız bu değerlendirmeler, durumun daha çok banka kaynaklı finansman ya da buna benzer büyük hacimli borç verme durumları ile ilişkili olarak dikkate alınabileceğini bize göstermektedir. Piyasa kaynaklı finansmanda çok sayıda ve küçük tutarlı fon sahiplerinin borç vermelerinin söz konusu olması, yukarıda Bölüm 1’de açıkladığımız çerçevede, borç verenin gözetim ve kontrol eğilimini azaltmaktadır. Gözetim maliyetlerinin yüksekliği, düşük tutarlı borç verenin tek başına gözetim faaliyetine ve kontrol işlemlerine girişmesini yapılabilir olmaktan çıkarmaktadır. Küçük tutarlı hisse sahibinin de karşı karşıya olduğu bu durum, piyasa kaynaklı finansmanda fon veren durumundaki küçük tasarruf sahibini esas alan ve tasarruf tutarı gözetim yapmaya ve kontrole yetmeyecek kadar küçük olan bütün yatırımcıları kapsayan bir gözetim ve kontrol modelinin gerekliliğine bizi ikna etmektedir.

Şirket borçlanması şirket kontrolü ile ilişkisi **Jensen**'in 1986 tarihli çalışmasında³⁰⁹ daha çok şirket yöneticisinin davranışını merkeze alarak incelenmiştir. Jensen, temsil teorisi temeline oturttuğu serbest nakit akımı (free cash flow) kavramından yola çıkarak bir 'kontrol hipotezi' geliştirmektedir. Serbest nakit akımı*, uygun bir sermaye maliyeti ile iskonto edildiğinde net bugünkü değeri pozitif olan bütün projeler finanse edildikten sonra kalan fazla nakit akımını ifade etmektedir. Temsil teorisi (agency theory) çerçevesinde, yöneticiler kendi kontrolleri altındaki kaynakları artırma ve şirketi bu şekilde, optimal büyüklüğün ötesinde de olsa, mümkün olduğu kadar büyütme eğilimindedirler. Dolayısıyla, yöneticiler sermaye maliyetinin altında getirisi olsa bile serbest nakit akımlarını mümkün olduğu kadar artan bir şekilde şirketin büyümesi ve kendi kontrollerindeki varlıkların çoğalması için harcayacaklardır. Şirketin büyümesi yöneticilere iki fayda sağlamaktadır. İlk olarak, yöneticilerin kontrolü altındaki varlıklar artmış olacaktır. Kontrolü altındaki varlıkların artması yöneticiye fayda sağlayan sonuçları olan bir gelişmedir. İkinci olarak, yöneticilere yapılan ödemeler çoğu zaman şirket büyüklüğü ve büyüme kapasitesi ile ilgili olduğundan, şirketin büyümesi ile yöneticilere yapılan ödemeler ve sağlanan imkânlar doğal olarak artmaktadır.

Jensen, yöneticinin şirketi büyütme güdüsünün gereği olarak, sağlanan büyümenin ortakların zararına olması durumu halinde ortaya çıkan çıkar çatışmasını önlemek için şirketin hisse senetlerini geri satın alarak bunun karşılığında tahvil ihraç etmesinin ve tahvilleri eski şirket ortaklarına vermesinin düşünülebileceğini belirtmektedir. Bu durumda yöneticiler daha önce temettü ödeme yükümünün zorunlu kılmadığı ağırlıkta bir ödeme yükümü ile karşı karşıya kalacaktır. Öyle ki, temettü ödenmediği takdirde şirket değerinin düşmesi gibi piyasa baskıları ile karşılaşacak yöneticiler tahvillerin anapara ve faizlerinin ödenmemesi halinde iflas tehdidi ile yüzleşmek durumunda kalacaklardır. Bu şekilde, borçlanmanın serbest nakit akımlarını azaltarak, temsil maliyetini azaltması beklenmektedir. Jensen, bu şekilde, borçlanmanın yöneticiler üzerindeki kontrol etkilerinin sermaye yapısının belirleyicisi olabileceğini ifade etmektedir. Jensen'e göre şirket tarafından hisse senedi yerine borç senedinin çıkarıldığı her durumda bu etki kendini gösterecektir. Ancak aşırı borçlanmanın da

* Serbest nakit akımı ile ilgili değerlendirmeler aşağıda Bölüm 3.4.1'de daha ayrıntılı olarak yapılacaktır.

maliyeti vardır. İflas riski maliyeti de dâhil olmak üzere, borçlanmadan kaynaklanan diğer temsil maliyetleri optimal borç seviyesini etkilemektedir. Bu bakımdan, şirketin optimal borç/öz kaynak oranı şirket değerinin en yüksek düzeyine ulaştığı, ek bir borçlanmanın marjinal maliyetinin marjinal getirisine denk olduğu seviye olacaktır.³¹⁰

Bu şekilde Jensen, şirketin varlıklarının ve kaynaklarının kontrolünü sağlayacak bir optimal borç/özkaynak oranı olacağını ve bu oranın şirketin serbest nakit akımlarına bağlı olarak belirleneceğini öngören bir kontrol hipotezi geliştirmektedir. Şirket yöneticisi öyle bir borç/özkaynak oranı belirleyecektir ki bu oran kendisinin şirketi kontrol etmesi için en uygun finansman bileşimini sağlamış olacaktır. Finansman bileşiminin önemi ise ortaklara ödenecek temettünün azalması sonucu şirket değerinin düşmesinin maliyeti ile şirkete borç verenlere ödemelerin yapılmaması halinde iflas mahkemesine çıkmak tehdidi arasında yöneticinin yapacağı tercih ile ilişkilendirilmektedir. Yönetici her iki duruma ilişkin maliyet ve tehditlerin optimum düzeyde tutulabilmesine imkân sağlayan bir finansman bileşimini sağlamaya çalışacaktır.

Jensen'ın önerdiği kontrol hipotezi her durumda geçerli bir önerme olmayabilir. Hızlı büyümekte olan ve kârlı, ancak serbest nakit akımı olmayan şirketlerde, bu etki çok önemli olmayabilecektir. Bu gibi şirketler sık sık sermaye piyasalarından fon temini yoluna gideceğinden piyasaların şirketi, yöneticilerini ve projelerini değerlendirme ve şirketi yeniden değerlendirme fırsatı olacaktır. Borçlanmanın kontrol işlevi çok fazla serbest nakit akımı olan, ancak büyüme potansiyeli düşük şirketlerde daha fazla öne çıkmaktadır.

Jensen, borç ve türevleri ile hisse senedi ve türevlerinin karşılıklı değiştirilmesinin hisse senedi fiyatları üzerine etkisini araştıran çalışmalardan hareketle piyasalardaki tepkinin de yukarıdaki önermeleri doğruladığı sonucuna varmaktadır. Borç yerine hisse ve türevlerinin verildiği durumlarda hisse senedi fiyatlarının düştüğü; hisse senedi yerine borç senedi verildiği durumda hisse senedi fiyatlarının arttığı gözlenmektedir.

Jensen, serbest nakit akımı yüksek olan şirketlerin, bu nakit şirket dışına yönlendirilmediği takdirde, aynı zamanda birer ele geçirme hedefi olduğunu belirtmektedir. Jensen, serbest nakit akımı ile ilgili temsil maliyetinin geniş bir veri seti ile uyumlu olduğunu, bu teori ile uyumlu olmayan hiçbir veri tespit edemediğini ifade etmektedir.

Borçla finansmanın bir diğer sonucu ise pay sahipleri ile alacaklılar arasındaki çıkar çatışmasıdır. Borçla finansman sonucunda elde edilecek gelir finansman maliyetinin yeteri kadar üstünde kaldığı takdirde, bu fazlalık pay sahiplerine kalacaktır. Ancak borçlanmanın sağladığı finansman ile kâr yaratılamaz ise şirketin veya projenin iflası söz konusu olacak; bunun maliyetini ise, pay sahiplerinin şirketin borçlarından dolayı şirkete koydukları sermaye ile sınırlı sorumlu olmaları nedeniyle, şirkete veya projeye borç verenler üstlenecektir. Bu yüzden, özellikle proje getirisinin yukarı doğru açık uçlu ve aşağı doğru proje maliyeti ile sınırlı getiri olasılıkları dolayısıyla, pay sahipleri şirketin iflas etmesi halinde daha avantajlı durumdadırlar. Bu da pay sahiplerinin riskli proje ve yatırımlara yönelmesine yol açabilecektir.

Buradan yola çıkarak Jensen, optimal sermaye yapısının borçlanmadan kaynaklanan vekâlet/temsil maliyeti ile borçlanmadan sağlanan menfaat arasındaki değiş-tokuş (trade off) sonucu elde edilebileceğini ileri sürmektedir. Borçların artması şirketin kullanabileceği serbest nakdin ve yöneticilerin ellerindeki imkânların artmasına yol açar. Bu imkânlar bazı sektörlerde daha yoğunlukla görülebilir. Örneğin, bankalar, elektrik, su gibi sosyal hizmet şirketleri ve olgun sektörlerdeki şirketlerde borç oranı daha yüksek seviyelerdedir. Borçlanma oranının ve nakit fazlasının yüksek olduğu şirketlerde lüks yatırımlara ve faaliyet dışı giderlere yapılacak harcamalar yöneticiler ile pay sahipleri ve yöneticiler ile şirket alacaklıları arasında bir çıkar çatışmasına yol açar. Yöneticiler, bu her iki grupta olan ilişkilerinde vekil veya temsilci sıfatıyla kendilerine ait olmayan, ancak yönetmek üzere görevlendirildikleri fonların kullanımında öncelikle kendi çıkarlarını dikkate alarak kararlarını verecekler; bu da yöneticiler ile pay sahipleri ve alacaklılar arasında çıkar çatışması olarak ortaya çıkacaktır.³¹¹

Vekâlet teorisi ile modellenen bu sorun ahlakî bozulma tehlikesi (moral hazard) sorununa götürmektedir. Yöneticiler ile pay sahipleri ve şirketten alacaklılar arasındaki çıkar çatışması vekilin ahlâk sorunu ile ilişkilendirilmiş olmaktadır.

Ahlakî bozulma tehlikesi (moral hazard) sorunu, çalışmamız boyunca vurgulandığı üzere, finansal aracılık teorisinde önemle ele alınması gereken bir konu olarak öne çıkmaktadır. Bankaların mevduat yükümlülükleri açısından, ahlakî bozulma tehlikesi sorunu, hisse sahiplerinin bankaya koydukları sermaye ile sınırlı olarak sorumlu olmaları durumunun bir sonucu olarak, bankanın başarılı olması halinde elde edecekleri faydanın bankanın başarısız olması halinde uğrayacakları zarardan daha fazla olması nedeniyle, mevduat sahiplerinin çıkarlarını gözetmeksizin aşırı riskli yatırımlara yönelmeleri ile ilgilidir. Üstlenilen riskli yatırımlar sonucunda bankanın batması halinde pay sahiplerinin sermaye kaybı mevduat sahiplerinin uğrayacağı zararın oldukça altında kalacaktır. Bu, bankaların esas olarak düşük öz sermaye ile çalışmalarının doğal sonucudur. Bu soruna bir çözüm olarak getirilmiş bulunan mevduat sigortası da üstlenilen riske göre hesaplanmadığından, ahlakî bozulma tehlikesi sorununun çözümünde caydırıcı bir unsur olarak görülmemektedir.³¹²

Finansal aracılık faaliyeti bakımından mevcut olan, ticarî bankalar mevduatı için mevduat sigortası sistemi, hisse senedi sahipleri için hisse senedi yatırımcılarını korumaya yönelik fon uygulamaları ve tahvil sahipleri için geliştirilen sigorta sistemleri ile tasarruf sahiplerinin kayıplarının karşılanması amaçlanmaktadır. Bundan da ayrıca, bu sistemler daha çok finansal aracılardan sorumlulukları ve olası yükümlülükleri dikkate alınarak geliştirilmiş sistemler niteliğindedir. Şirketlerin finansman davranışları ile doğrudan ilgisi kurularak geliştirilmiş sistemler değildir.³¹³ Oysa borçlanma, Jensen'in 1986 tarihli makalesinde, serbest nakit akımları üzerindeki belirleyici etkisi dolayısıyla “kontrol hipotezi” fikrini destekleyici araçlar sağlamaktadır.

Böylece borçlanma, şirket kontrolüne etkisi dikkatle ele alınması gereken bir finansman yöntemi olmaktadır. Hisse senedi ile finansmandan daha önemli kontrol sonuçları olabileceğinden, borçlanma şirket yöneticisinin davranışını ve gayretini etkileyecektir. Borçlanma yöneticinin kullanımına tabi serbest nakit akımlarının düzeyini etkilediğinden ve yönetici de bu düzeyden sağladığı faydayı en yüksek noktaya

ulaştıracak en uygun borç/zkaynak bileşimini sağlamayı hedeflediğinden, borçlanmanın kontrol etkisi değerlendirmelerde dikkate alınmayı gerekli kılmaktadır.

Öte yandan, Diamond, 1994 tarihli alıřmasında³¹⁴, konuyu girişimci bakımından ele alarak, klasik sermaye yapısı teorisinde, borçlanmanın vergisel avantajı ile iflas maliyeti arasındaki değiş-tokuşun (trade off), vergi avantajının olmadığı durumda, tamamıyla ortak sermayesi (zkaynak) ile finansman, iflas maliyetinin olmadığı durumda tamamıyla borçlanarak finansman seçeneklerini ortaya çıkaracağından bahsetmektedir. Diamond, klasik analizi geliştirerek, piyasa kaynaklı borç veya banka kaynaklı borç ile finansman değerlendirmelerinin de öneminden hareketle, borçlanmanın yaratacağı vergi tasarrufu etkisi ile teşvik ve kontrol etkilerini ele almaktadır.

Diamond³¹⁵, klasik teoride dışsal bir etken olarak kabul edilen iflas durumunu, kontrolü esas alan bir yaklaşımla analizin içsel bir unsuru olarak ele almaktadır. Öyle ki, iflas maliyeti bazen negatif olabilmekte (dolayısıyla iflas bir net kazanç sağlayabilmekte), iflas durumunun varlığı değerlemede olumlu bir unsur olmakta ve iflas bu noktada bir kontrol değişkeni olarak ele alınabilmektedir. Bu, rneğin, şirket yönetiminin kötü bir yatırım projesini iflas maliyeti nedeniyle hayata geçirmekten vazgeçmesi şeklinde ortaya çıkabilmektedir. Yönetimin bu şekilde davranıyor olması, borçlanmanın kontrol etkisi olarak kabul edilmektedir. Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmalarında var olan kabullerle uyumlu olarak, Diamond da yönetici ile şirket dışından şirkete fon sağlayanların çıkar atışması içinde olduğu ve yöneticinin şirketin büyümesinden ve faaliyetini kesintisiz sürdürmesinden şirket dışındakilerden daha fazla fayda sağladığı görüşündedir. Bu atışmanın çeşitli sebeplerinden birisi şirketin faaliyetini durdurması halinde yöneticinin an bir saygınlık kaybına uğramasıdır. Bir diğer sebep, yeni bir projeye başlanması durumunda yöneticinin şirketin değerinde ek bir artış olarak sağladığı katkıdır. Burada, projenin yürütülmesi için yöneticinin bilgisine duyulan ihtiyaç karşımıza çıkmaktadır. Projenin başlangıçtaki net bugünkü değeri negatif olsa bile, projeye başlanması şirketin değerine bir katkı sağlamakta ve bu, yöneticinin şirket faaliyet alanı ve projeye ilgili bilgisine ve tecrübesine atfedilen bir değeri ifade etmektedir. Diamond'ın değindiği yöneticinin bilgi avantajı, Mueller'in

1986 tarihli çalışmasında, temel bir analiz unsuru olarak “kontrol” kavramı bağlamında incelenmektedir.

Diamond³¹⁶, dışarıdan finansmanın sağladığı kontrol etkisinin, yönetimi, yatırım ile ilgili beklentiler belirsizlik içerse bile yatırıma yönelteceği kabulüne ulaşmaktadır. Gelecekteki yatırımların sonuçları maliyetsiz bir şekilde öngörülemez, dışarıdan fon sağlayanlar da durumu dönem sonunda ya da projenin sonuçlarıyla birlikte görebileceklerdir. Son aşamada, projeye ilgili olarak yöneticinin sahip olduğu, ancak diğerlerinin sahip olmadığı bir bilgi seti bulunmamaktadır. Yöneticinin sonucu belirsiz projelere yatırım yapmasını engelleyecek gözetim-kontrol amaçlı bir komite vb. oluşturulması seçeneği maliyetli bir seçenek olarak, Diamond tarafından, uygun bulunmamaktadır. Diamond, şirkete veya projeye dışarıdan fon sağlayanların, sadece ve sadece, şirketin kontrolüne sahip olduklarında yöneticinin kötü yatırımlar yapmasını önleyebilecekleri değerlendirmesini yapmaktadır. Oysa dışarıdan fon sağlayanlar sadece yöneticiler şirket borçlarını ödeyemez duruma düştüğünde kontrol gücüne sahip olabilmektedirler. Piyasa kaynaklı borçlanmada ödeyememe durumunda iflas mahkemesi devreye girecektir. Banka kaynaklı borçlanmada iflas mahkemesine gerek duyulmayabilecektir. Çünkü banka borçlanması, ödeyememe durumunda borç verme koşullarını gözden geçirme ve yeniden değerlendirme olanağı sunabilmektedir. Piyasa kaynaklı borçlanmada bu seçenek genel olarak yoktur.

Borç sözleşmelerinin aksine pay sözleşmeleri, şirket ele geçirme imkânları göz ardı edildiğinde, kontrolün el değiştirmesini veya devrini gerektirecek bir hüküm içermemektedir. Diamond burada oy sözleşmeleri, aktif hissedar katılımı gibi seçenekleri analiz dışı bırakmış olmaktadır. Şirketin tamamen öz sermaye (ortak sermayesi) ile finansmanı durumunda, şirket dışındakilerin şirkette kontrol gücü olmayacak ve yatırımlar kesintisiz sürecektir. Borçla finansman durumunda, şirket borçlarını ödeyemez ise iflas riski ile karşılaşacak ve borç verenler şirketin kontrolünü elde edeceklerdir.

Diamond’ın 1994 tarihli çalışmasındaki borçlanmanın teşvik etkisi de, benzer bir yaklaşımla, borcun geri ödenme zorunluluğu nedeniyle, borçlanmanın, kârlı yatırım projelerine öncelik verilmesine yöneltme etkisi olarak açıklanabilir.

Diamond, borçlanmanın kontrol ve teşvik etkisini de analize dâhil ederek, klasik sermaye yapısı yaklaşımının aksine, borçlanarak ve özkaynakla finansmanın birlikte ortaya çıkabileceği sonucuna ulaşmaktadır. Analizde, borçlanmanın vergi avantajı ile borçlanmanın şirket kontrolü ve teşvikler üzerindeki etkisi değerlendirilmekte; bu değişkenlerle şirketin mevcut toplam değeri ve yeni projelerin kârlılığı arasında da bir ilişki kurulmaktadır.³¹⁷

Diamond bankanın katlanmakta olduğu çok sayıda maliyet unsuru nedeniyle banka kaynaklı borcun maliyetinin daha yüksek olacağını kabul etmektedir. Buna karşılık, borcun ödenmemesi durumunda, banka iflas yoluna başvurmadan önce borcu yeniden yapılandırmaya eğilimli olacaktır. Bu da iflas ve yeniden yapılandırma maliyetlerinde tasarruf imkânı sağlayacaktır. Bunun sonucu, eğer şirketin yatırım projelerinin olumlu sonuç verme beklentisi var ise, diğer bir deyişle şirket iyi yatırım projelerine sahipse, şirketin iflasa sürüklenmeyip faaliyetine devam etmesidir. Yeniden yapılandırma seçeneği, piyasa kaynaklı borçlanmada kullanılabilir bir yöntem olarak kabul edilmemektedir. Piyasa kaynaklı borçlanmada müzakere ve sözleşme yenileme maliyetlerinin yüksek olmasını ve müzakere yönteminin uygulanabilir olmamasını bu kabulün temel gerekçeleri olarak dikkate almak mümkündür. Böylece, banka kaynaklı borçlanmanın, borcun ödenmemesi durumunda piyasa kaynaklı borca kıyasla temerrüt maliyetinde avantaj sağladığı kabul edilmektedir. Faaliyete devam eden işletme olarak borçlu şirketin değerinin daha yüksek olması durumu, bankayı borcu yeniden yapılandırılması tercihinin götürmektedir.³¹⁸

Buradan hareketle, bankanın işlem maliyetleri çok yüksek ise, banka borcunun ödenmeme durumundaki yeniden yapılandırma maliyet avantajına rağmen, piyasa kaynaklı borçlanma banka borcuna baskın gelecektir. Öte yandan, bankanın sağladığı iflas durumu avantajları, diğer bir ifadeyle yeniden yapılandırma maliyet tasarrufları yeteri kadar yüksek ise, yüksek işlem maliyetlerine rağmen, banka borçlanması baskın gelecektir.

Banka borçlanması, bankanın kendi maliyetleri ve bankanın kendi üzerine düşen vergiler nedeniyle, birim borç başına, daha yüksek maliyet doğurur. Ancak, banka borçlanmasına yönelenler de çoğunlukla yüksek borçlanma düzeyine sahip olan

şirketlerdir. Bunun sebebi, banka borçlanmasının vergi-dışı avantajlarının çok yüksek olmasıdır. Şirketin toplam borçlarının çok az bir kısmının banka borcu ile finanse edilmesi piyasa borçlanmasına kıyasla oldukça düşük bir kontrol gücü sağlayacak ve şirket performans düşüklüğünün doğuracağı iflasın maliyetinin de çok yüksek olması beklenmeyecektir.³¹⁹

Diamond, bu analizinde, borçlanmanın kontrol etkisini banka borçlanması ve piyasa borçlanması açısından değerlendirmektedir. Diamond'ın makalesinde, çalışmamız bakımından oldukça önemli husus, klasik sermaye yapısı teorisinde borçlanmanın vergi avantajı ve iflas maliyeti arasında ortaya çıkan değiş tokuşun (trade-off) yarattığı sonucun şirketin kontrolü ile ilişkilendirilerek ele alınmasıdır. Böylece, borçlanan şirket açısından, borçlanmanın kontrol etkisinin olumsuzluğu ile yeniden yapılandırmanın maliyet avantajı arasında bir değiş tokuş ortaya çıkmaktadır. Diamond, 1994 tarihli çalışmasında, borçlanmanın vergi avantajının oldukça yüksek olduğu ekonomilerde, banka borçlanmasının oldukça baskın bir hal alacağı sonucuna ulaşmaktadır. Yeniden yapılandırma maliyetlerinin çok yüksek olduğu ve bütün şirketlerin bu yüksek maliyetlerle karşılaştığı ekonomilerde, yeniden yapılandırma maliyetine katlanmak yerine kontrol avantajından vazgeçmek isteyen şirketler piyasa yerine banka borcunu tercih edeceklerdir. Aynı şekilde, borçlanmayı kontrol avantajını elde tutmak* amacıyla kullananlar dışında kalanlar, bu kapsamda, örneğin, sadece vergi avantajı nedeniyle borçlananlar, da piyasa borcu yerine banka borcunu tercih edeceklerdir.³²⁰ Diamond, sermaye yapısı teorisinde, borçlanmanın, vergi avantajı ile iflas riski maliyeti arasındaki değiş tokuşun yanı sıra şirket kontrolü üzerindeki etkisi üzerinde durularak analiz edilmesi gerekliliğine işaret etmektedir.

Açıktır ki borçlanma, hisse senedi yoluyla finansmana kıyasla şirket yöneticisi açısından, başlangıçta, daha düşük bir kontrol kaybı yaratmakta; ancak şirketin borçlarını ödeyememe riskine yakınlığı ölçüsünde kontrol kaybı artmaktadır. Çalışmamız kapsamında yararlandığımız bütün çalışmalarda açıkça veya dolaylı bir şekilde var olan ortak kabul bankadan sağlanan borçlanmanın piyasadan yapılacak hisse

* Şirket sermaye yapısında borç-öz kaynak bileşiminin belirli bir noktasına kadar (bu noktanın iflas ya da borçları ödeyememe tehlikesinin ortaya çıktığı nokta olacağını kabul etmekteyiz) ek borçlanmanın hisse sahiplerinin şirketteki kontrol gücünü kaybetmeden şirketi büyütmesine ve aynı özsermaye tutarı ile daha geniş bir kaynak toplamını ve faaliyet büyüklüğünü kontrol etmesine olanak verdiğini dikkate almaktayız.

senedi veya borç finansmanına kıyasla kesin bir şekilde daha yüksek düzeyde bir gözetim ve kontrol etkisi doğuracağı şeklindedir. Böylece, borçlanmanın kontrol etkisinin banka kaynaklı finansmanda piyasa kaynaklı borçlanmaya kıyasla daha belirgin bir şekilde ortaya çıkmasını beklemek gerekmektedir. Bankanın özel kredi koşulları uygulayarak, şirket yönetimlerine müdahale edebilme gücü, gerektiğinde şirket yönetim kuruluna üye ve hatta şirkete yönetici atayabilmesi piyasa kaynaklı finansmanda ortaya çıkması beklenmeyen kontrol araçları olabilmektedir.

“Yönetim kurullarında şirket dışından yönetici olarak yer alan büyük pay sahipleri ve borç verenler, açık bir şekilde, en ileri düzeyde bağımsız güç tabanına ve potansiyel ağırlığa sahiptirler.” ³²¹

3. BÖLÜM

ŞİRKETLERİN GÖZETİM ve KONTROLÜNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRME

3.1. Ön Değerlendirme

Belirli bir kaynaktan başka bir alana bir fon* aktarımı yapıldığında, aktarılan fonun kaynağında bulunan irade sahibinin amacı ile hedefteki kullanıcının hareket alanı arasında bir bağlantı kurmak mümkün olduğu takdirde aktarılan fonun ya da kaynağın veya varlığın kullanım şekli ile ilgili bir gözetim ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Gözetim ihtiyacı, fonu aktaranın kendi kontrolünün tamamen veya kısmen ortadan kalktığı, fonu bir başkasının aktaran yararına değerlendirmesinin beklendiği durumlarda kesin ve özel bir ihtiyaç halini almaktadır. Fonu aktaran, beklentilerini, fonları amacına uygun olarak harcamak veya yönetmek üzere kendi iradesi ile belirlediği veya iradesi dışında belirlenmiş olarak bulduğu bir temsilcinin gerçekleştirmesini beklemektedir. Bu işlevi üstlenecek temsilciden beklenen, aktarılan fonun, aktaranın çıkarlarına ve isteklerine uygun yönetilmesi veya harcanması olacaktır. Bu nokta, muhtemel bir çıkar çatışmasına işaret etmektedir. Bu çıkar çatışması fon aktaranın kişisel tercihleri ile onu temsil eden fon kullanıcısının kişisel tercihleri arasındaki uyum sorunundan kaynaklanmaktadır.

Jensen ve Meckling, **temsil teorisi** (agency theory) kavramından yola çıkarak ele aldıkları bu konuyu, şirket yöneticisi bağlamında değerlendirmişlerdir. Şirket kaynaklarını kendi karar serbestisi ve iradesi çerçevesinde harcama eğiliminde olan yöneticinin şirket kaynaklarının sahibi durumundaki ortaklar ve şirkete borç verenler tarafından gözetim altında tutulması ihtiyacı doğmaktadır. Bu ihtiyaç, klasik mikro iktisat analizinin insan doğasının kendi kişisel faydasını öne çıkarma varsayımının bir sonucu olarak, bu varsayımdan vazgeçilmediği sürece karşılaşacağımız bir durumu ifade etmektedir.³²²

Temsil teorisi yaklaşımı çerçevesinde, anonim şirket tipindeki iktisadî örgütlenmelerde, sınırlı sorumluluk ilkesi temel bir noktayı oluşturmaktadır. Anonim

* “Fon” kavramı değer ifade eden her türlü varlığı kapsayacak şekilde ele alınmaktadır.

şirket ortağının sınırlı sorumlu olarak şirket faaliyetine dâhil olması onu özel bir konuma yerleştirmektedir. Esasen anonim şirketlerde sınırlı sorumlu ortak, şirketin performansından, şirket varlıklarının değeri üzerine yazılmış bir satın alma opsiyonu (call option) sözleşmesi satın almış gibi etkilenmektedir. Şöyle ki sınırlı sorumlu ortak, almış olduğu sözleşmenin sağlayacağı yukarı yönlü getiriden tamamen faydalanma olanağına sahipken, aşağı yönlü (negatif) getiriden (zarardan) kaçınabilme hakkını elde etmiş olmaktadır. Anonim şirketin varlıklarının değerinin artması (kâr elde etme durumu) sınırlı sorumlu ortağın getirisinin doğrusal olarak artmasını sağlamakta, şirket varlıklarının değerinin azalması durumunda (zarar durumu) sınırlı sorumlu ortak, en fazla, sermaye olarak koyduğu para kadar bir kayba uğramakta, şirketin katlanacağı daha büyük zararlardan sorumlu olmamaktadır.

Şirket yönetiminin yine sınırlı sorumlu ortak konumundaki bir yöneticiye bırakılması halinde, yönetici, şirket kaynak ve varlıkları üzerindeki kontrol gücünü ve yönetim (management) becerilerini kullanarak şirket performansını artırma olanağına kavuşmaktadır. Yönetici, aynı zamanda, şirket varlıkları ve kaynakları üzerinden kendine özel fayda (private benefit) sağlama imkânı elde etmektedir. Yöneticinin şirket sermayesindeki pay oranı azaldıkça şirketteki performans artışından elde edeceği ortaksal (ortaklık haklarından sağlanan) fayda azalmakta ve şirket varlık ve kaynaklarını kendi özel faydası için kullanabilmesi dolayısıyla elde edilen fayda artmaktadır. Şirket yöneticisinin fayda çıktısında şirketteki pay oranına bağlı olarak oluşan bu farklılık, yöneticinin, şirket varlık ve kaynaklarını kendi özel faydası yerine şirketin performansının artırılması amacıyla kullanmasını sağlamak için gözetim altında bulundurulmasını gerekli kılmaktadır.³²³

Öte yandan, şirket yöneticisinin şirket performansını artırma yönündeki davranışı, yöneticiyi, saygınlık (reputation) kaygıları nedeniyle, performansı artırmak için şirket varlıkları ve kaynakları üzerinden aşırı risk almaya yöneltmektedir. Şirketin performansını ve böylece kendi saygınlığını artırma kaygısıyla, şirket yöneticisinin aşırı risk alma eğilimi artmakta ve kendisine ait olmayan kaynakların kullanımında bu aşırı risk almaya yönelik davranış, kaynakların gerçek mülkiyetine sahip pay sahipleri tarafından yöneticinin gözetime tabi tutulmasını gerekli kılmaktadır.³²⁴

Jensen ve Meckling, yöneticiyi gözetmenin önemli bir maliyetinin ortaya çıkacağını kabul etmektedirler. Bu kapsamda, şirket kaynaklarının amaca uygun kullanımının gözetilmesi ihtiyacı ve bu kaynakları kullanan yöneticilerin amaca uygun davranmalarını sağlayacak bağlayıcı nitelikte tedbirler alınması ihtiyacı nedeniyle katlanılacak maliyetler öne çıkmaktadır. Temsil ilişkisinin varlığından kaynaklanan proje seçim ve proje uygulama maliyetleri de en az bunlar kadar önemli bir temel maliyet unsuru olarak ele alınmaktadır.³²⁵

Gözetim, bir temsil ilişkisinin söz konusu olduğu her durumda görülebilecek ve önemli derecede maliyet doğuran bir faaliyet olarak kabul edilmektedir. Gözetim maliyetinin büyüklüğü gözetim kararını etkileyen önemli bir unsurdur. Gözetim maliyetinin değişken olduğunun varsayılması halinde, bu maliyetin düzeyi gözetim çabasının derecesini de etkiler olacaktır. Jensen ve Meckling³²⁶, Diamond³²⁷, Seward³²⁸ gözetim maliyetini sabit kabul ederek analizlerini yapmaktadırlar.

Gözetim maliyetinin sabitliği, iktisadî hayatın gerçekleri ile uyumlu bir varsayım olmamakla birlikte analiz kolaylığı açısından yarar sağladığı açıktır. Zira gözetim maliyetlerinin değişkenliğinin kabulü halinde, bu maliyetlerin unsurlarına ayrılarak her bir gözetim hedefi için toplam maliyetin belirlenmesi gerekecektir. Maliyetlerin değişkenliği kabul edildikten sonra, bunun gözetimi yapacak olana göre değişken olacağının kabulü gerekmektedir. En azından gözetimi yapacak olanın kurum veya birey olup olmaması, birey (ortak veya borç veren) ise gözetim için gerekli bilgi donanımına ve deneyime sahip olup olmaması gibi birçok etken maliyet hesabında etkili olacaktır. Aynı şekilde, gözetimi yapacak olanın kurumsal bir yapı olması halinde gözetim için bünyesinde bulunduracağı uzman dağılımı ve bunların nitelikleri maliyet hesabında etkili olacaktır.

Gözetimin maliyeti ve getirisi ile ilgili değerlendirmeleri, şirkete veya projeye yapılan yatırımın maliyeti ve getirisi ile ilgili değerlendirmelerden ayrı olarak ele almak gerekmektedir. Böylece gözetim faaliyeti kendi bütünlüğü içinde bir ekonomik faaliyet olarak değerlendirilebilecektir.

Jensen ve Meckling'in analizinde³²⁹, ortağın, şirketin faaliyet ömrü boyunca elde edeceği ortaklık durumundan kaynaklanan (ortaksal) faydadaki artış ve nihaî fazladan kendisine düşecek paydaki artışın piyasa değeri ile gözetim maliyetlerinin piyasa değeri eşitleninceye kadar gözetim davranışında tereddüt edeceği kabul edilmektedir. Zira gözetim faaliyetinden kaynaklanan maliyetlerin beklenen marjinal getiriyi aşması halinde, “bedavacılar sorunu” (ya da “bedavacılık sorunu”) (free-rider problem) da var olduğundan, ortağın ek çabasının beklenen getirisini artırma olasılığı azalacaktır. Bedavacılık sorunu, esas olarak, gözetim faaliyetinden elde edilen bilginin bir kez kullanıldıktan sonra kamu malı halini almasından kaynaklanmaktadır. Ortak gözetimci gözetim yaparak ulaştığı bilgiden elde etmeyi beklediği getiriyi tam olarak sağlayamadan başkaları da aynı bilgiyi kullanarak getiriyi paylaşmaya başlayacaktır. Bu durumda ortağın ek gözetim çabasının kendisine olan getirisi azalmış olacaktır. Bir başka deyişle, ek çaba nedeniyle katlanılan ek harcama bu çabanın sağladığı ek getiri ile karşılanamıyorsa, ortağın daha fazla gözetim çabasına girmesi için yeterli teşvik unsuru kalmayacaktır. Bu durumda ortak, şirketin faaliyet ömrü boyunca elde edeceği ortaksal ek getiriler ile nihaî fazladan ve tasfiye sonucundan alacağı ek payın piyasa değerinin toplamı gözetim maliyetlerinin piyasa değerinin altında kaldığı sürece gözetim faaliyetinden kaçınacaktır. Ancak gözetimin getirisinin gözetim maliyetini aştığı noktadan sonra, gözetim maliyetlerine katlanmayı göze alacaktır. Bu çerçevede, gözetim yapacak olanın her bir proje sahibi ile ilgili yapacağı sabit gözetim maliyeti ile bundan elde edeceği getiri karşılaştırmasında, net kazancını ençoklaştırmaya çalışması yönünde önemli bir teşvik unsuru bulunmaktadır. Sabit maliyeti karşıladıktan sonra getirideki her artış gözetimcinin net getirisine eklenecektir.

Ek gözetim maliyeti ve beklenen marjinal getiri eşitliği sağlandıktan sonra gözetim faaliyetine devam etme çabasına girecek olan ortağın şirketteki pay oranı arttıkça karar vermesi kolaylaşacaktır. Zira gözetim nedeniyle ortağın katlanacağı maliyet çoğunlukla sabit maliyet unsurlarını içerecek, her zaman ve koşulda pay oranı ile artan bir ilişki göstermeyecektir. Bunun sonucu olarak, gözetim faaliyetinden beklenen getirinin gözetim maliyetinin üstünde olduğu her noktada, bu varsayımı sağlayan her ortak gözetim faaliyetine girişmeyi kârlı bulacaktır. Sermayedeki pay oranı büyüdükçe gözetim faaliyetinin beklenen getirisi nominal olarak büyüyeceğinden,

sermayede küçük oranda payı olanlardan ziyade büyük pay sahiplerinin gözetim faaliyeti daha kârlı sonuç verecektir. Bu durumda, sermayede büyük paya sahip sermayedarların gözetim amaçlı faaliyetleri başlatmaları ya da desteklemeleri daha fazla beklenen bir durum olacaktır.

İktisadî analizin kâr ençoklaştırması varsayımı gereği, gözetim için yapılacak harcama karşılığında elde edilecek getiri mümkün olduğu kadar yüksek bir düzeye ulaştırılmaya çalışılacaktır. Gözetim harcaması karşılığında bir getiri elde edilmesi beklentisi ve bundan öte getirinin belirli bir eşiği (sabit kabul ettiğimiz yüksek gözetim maliyetlerini) aşması gerekliliği var iken, gözetimden elde edilecek getirinin ençoklaştırılması da gerekli bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır. Çünkü gözetime sebep olan asıl yatırımın (fon aktarımının) amacı kâr ençoklaştırması ise, buna hizmet eden bir alt amaç denkleminin de ençoklaştırma koşulu içermesi gereklidir. Buradan hareketle, gözetim yapan, gözetlenecek her bir proje itibarıyla gözetim faaliyetinin getirisini ençoklaştırmaya çalışacaktır. Belli bir şirkete veya projeye yönelik olarak, her bir ortak aynı gözetim getiri-maliyet hesaplamasını yaparak getiri fonksiyonunun alacağı şekle göre gözetimin net getirisini ençoklaştırmaya çalışacaktır. Gözetimin getiri fonksiyonunun alacağı kesin şekle göre, her bir ortak kendisi için uygun gözetim aşamasını belirlemeye çalışacaktır.

Borç veren bakımından gözetim maliyeti ve yöneticinin bağlılığını sağlamaya yönelik hususlar borç sözleşmesi ile bağitlanacak; bu bağitlar borç verenin elde edeceği getirinin daha düşük olmasına sebep olacaktır. Yöneticinin bağlılığını sağlamaya yönelik önlemler üzerinde uzlaşmanın, bu önlemleri uygulamanın ve bu önlemlerin yönetimin hareket alanını daraltması sonucu en uygun kararların alınmasını zorlaştırması nedeniyle azalan şirket değerinin getirdiği maliyetler ihmal edilebilir değildir. Hatta yönetim sürecinin aralıksız bir karar alma süreci niteliği göstermesi nedeniyle borç verenlerin arayacağı koşulların tam olarak karşılanması, borç verenlerce hemen hemen tam bir yönetim fonksiyonu icra edilmeden mümkün olamayabilecektir.

Bu şekilde bağlayıcı koşullarla ilgili tüm maliyetleri de gözetim maliyeti kapsamında değerlendirmek mümkün bulunmaktadır.*

Gözetim maliyetlerinin sabitliği varsayımı gevşetildiğinde, konunun daha doğru bir şekilde ele alınabilmesi bakımından gözetimin unsurları ile ilgili yeterli tespit yapılması da gerekmektedir. Öncelikle, gözetim faaliyetinin başlaması ile birlikte katlanılması gereken sabit bir maliyet unsurunun bulunduğu açıktır. Bireysel ortak bakımından, gözetim için gerekli eğitim ve bilgi birikimi; kurumsal ortak bakımından, gözetimi yapabilecek uzmanlık bilgi ve birikimine sahip bir insan gücü altyapısı için katlanılacak ücret ve diğer maliyetler birer sabit maliyet unsuru olacaktır. İster birey, ister kurum olsun bir teknolojik maliyet unsurunun da sabit maliyet kalemlerine dâhil edilmesi gerekmektedir. Gözetim faaliyetinin sonraki aşamalarında, doğrudan gözetim halinde katlanılacak bilgi işlem ve veri temini maliyetleri kısmen sabit ve daha çok da değişken maliyet unsurlarını içerecektir.

Gözetim maliyetleri ile ilgili olarak varsaydığımız ve ekonomik hayatın gerekleri ile de uyumlu olduğunu düşündüğümüz bu özellikler, gözetim çabasının ortaya çıkması için borç veya sermaye olarak bir şirkete verilen tutarın fonu veren bakımından geliri veya servetine kıyasla yüksek bir tutara ulaşmasını gerekli kılmaktadır. Şirketin kontrolüne ilişkin bir çabaya girişilmesi ise, bu koşulun yanı sıra, kontrol etmeyi hedefleyen fon verenin sağladığı fonun şirketin varlıklarının değerine oranla da yüksek bir tutara ulaşmasını gerekli kılmaktadır. Böylece, uğruna gözetim maliyetine katlanılacak tutarın hem kişisel servete kıyasla önemli bir büyüklüğe ulaşması ve hem de şirketin dış finansman tutarına kıyasla önemli bir büyüklüğe ulaşması gerekmektedir. Burada birinci koşul, fon veren açısından bir **teşvik unsuru** iken, ikinci koşul fon verenin şirket üzerinde güç uygulayabilmesini sağlayan bir **hareket unsuru** olarak dikkate alınmalıdır. Bu iki koşul, gözetime başlamak için gerekli bir önkoşullar seti olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bir başka şekilde ifade etmek gerekirse, birinci koşul olarak, gözetime konu olacak servetin tutarı gözetimi yapacak olanın servetine kıyasla önemli olmalıdır ki

* Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmalarında, bağlılık maliyetleri ile gözetim maliyetleri birbirinden ayrı olarak dikkate alınmaktadır.

gözetim yapmanın maliyetine katlanmak ekonomik bakımdan açıklanabilir olsun. İkinci koşul olarak, gözetim için teşvik unsuru var iken gözetime fiilen başlanabilmesi için, kontrol gücünün kullanılmasını gerektirecek koşulların ortaya çıkması halinde bu gücü sağlayacak bir fon büyüklüğüne sahip olunması ve böylece gözetim hedefi üzerinde etki oluşturulabilmesini sağlayacak şekilde şirketin finansman büyüklüğüne kıyasla yeterli büyüklükte bir fonlamanın yapılmış olması (hareket unsuru) gerekecektir. Bu iki koşulun birlikte gerçekleşmesi etkin bir gözetimin temel ön şartları olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ekonomide fon arz eden tarafların gözetime duydukları ihtiyacı açıklamamıza yarayacak çok önemli bir unsur olarak, bilgi-iletişim teknolojisinin gösterdiği gelişim sonucunda bilgi aktarımının önündeki engellerin büyük ölçüde kalkmış olmasının etki ve sonuçlarını dikkate almadan bir sonraki aşamaya geçmenin hatalı olacağını düşünmekteyiz. Şöyle ki, bilgisayar ağlarının sağladığı iletişim olanakları herhangi bir bireyin gereği gibi değerlendirmesi, belki bundan da önce elde etmesi ve fayda sağlaması oldukça zor hale gelmiş olan bir bilgilendirme yükü ile bireyi karşı karşıya bırakmaktadır. Çok sayıda ve büyük hacimde şirket ve piyasa bilgisinin sürekli aktığı bir ortamda, fon veren konumundaki bireysel veya kurumsal tasarruf sahibinin bu bilgi akımına tam olarak ve zamanında ulaşması, bu bilgileri kullanarak doğru kararlar alması oldukça zorlaşmaktadır. Birey açısından göreceli olarak büyük para ve zaman maliyetine katlanılarak belki de hiç ulaşılamayacak bu “doğru karar” hedefi kurumsal tasarruf sahibi bakımından da ancak önemli bir kaynak ve işgücünü bu amaca tahsis etmekle mümkün olabilecektir. Tasarruf sahibi birey bakımından para ve zaman kısıtı nedeniyle yapılamazlıkla sakat olma olasılığı bulunan gözetim faaliyeti, tasarruf sahibi kurum bakımından kârlılık ve getiri öncelikleri nedeniyle öncelik sıralamasında diğer yan faaliyetlerin yerini almakta zorluk taşıyabilecektir. Böylece gözetim için, her durumda, maliyet-getiri hesaplamaları ile yapılabilirliği konusunda bir karar oluşturulması gereklilik arz etmektedir.

Bu çerçevede, gözetimle başlayan ve yönetime (yönetmeye) kadar uzanan sürecin ikinci aşaması olarak ele aldığımız kontrol ile ilişkilendirerek gözetim faaliyetini değerlendirmemiz yararlı olacaktır.

3.2. Krizin Öğrettikleri

2007 yılı yaz aylarında başlayarak, 2008 Eylül ayı ortalarından itibaren şiddeti artan ve öncesinde ABD'ye özgü bir kredi krizi iken 2008 Eylül ortalarından itibaren çok boyutlu uluslararası bir krize dönüşen süreç, çalışmamız kapsamında yer alan gözetim modeline olan gereksinmeyi gerçek ekonomik gelişmelerin ışığında açıklayabilme olanağını güçlendirmektedir. Bu bakımdan bu kriz sürecinin kısaca hatırlanmasında yarar bulunmaktadır.

2007 yılı yaz aylarında ABD'deki alt gelir grubu yurttaşların konut alımı için kullandıkları mortgage (tutsat) kredilerinin geri ödenmesinde sorunlar yaşanmaya başlamıştır. ABD'nin California bölgesinde ilk işaretleri görülen bu durumun devamında, ödenmeyen kredilerin teminatı olan konutların icra yoluyla satışına başlanmış ve bu durumun da yaygınlaşmaya başlaması ile birlikte konut fiyatlarında düşüşler olmuştur. Daha önceki yıllarda konutların değeri arttıkça, değer artışına bağlı olarak alınan ve aynı konut üzerinde ikinci ve üçüncü derece ipoteklerin kurulmasına götüren süreç konut değerleri ile bu konut için kullanılan kredi tutarları arasındaki farkı oldukça azaltmıştır. Öyle ki konut değerinin yüzde doksanına isabet eden tutarda kredilere yaygın olarak başvurulmuştur. Örneğin, ABD'de batan ilk tutsat kredi kurumu ve tutsat kredi sektörünün ikinci büyük kurumu olan New Century Financial'in* 2006 yılı verileri, tutsat kredilerinin büyük çoğunluğunun yeni konut satın alma amaçlı değil, daha önce tutsat kredisiyle alınmış konutun değerindeki artıştan yararlanarak ek kredi alınması şeklinde olduğunu göstermektedir. Bu kredilerin borçlularının yüzde 90'ının konut alımında yüzde 10'a kadar düşen özkaynakları bulunmaktadır. Bu kredi havuzunun toplam borç/varlık değeri oranı % 80,34 olarak hesaplanmıştır. Havuzun % 62,1'lik bölümünde borç/varlık değeri oranı % 80 veya daha düşük, havuzun % 28,6'lık bölümünde borç/varlık değeri oranı % 80-90 arasında ve havuzun % 9,3'lük bölümünde borç/varlık değeri oranı % 90-100 arasında hesaplanmıştır.³³⁰ Bu değerlerden de görüleceği üzere, konut fiyatlarının % 10 ve daha fazla düşüş göstermesi halinde, en büyük ikinci kurumun verdiği kredilerin % 9,3'lük bölümü tamamen karşılıksız

* New Century Financial, 2007 yılının başlarında tutsat kredisi geri ödemelerinde görülen sorunlardan sonra, 2 Mart 2007'de kendisine finansman sağlayan bir toptancı kreditorün ek teminat talebini yerine getirememiş ve 2 Nisan 2007'de konkordato talebinde bulunmuştur.

kalmaktadır. Tutsat kredilerinin teminatı niteliğindeki konutların icra yoluyla satışlarında başlayan artış eğilimi ile birlikte hızlanan konut fiyatlarındaki düşüşler giderek çok sayıda konutun değerinin ödenecek kredi tutarının altında kalmasını doğurmuş ve tutsat kredi sorunu yaygınlaşmaya başlamıştır. 22 Şubat 2008’de İngiltere’de yine büyük bir tutsat kredi kurumu olan Northern Rock plc. unvanlı banka kamulaştırılarak iflastan kurtarıldıktan sonra tutsat piyasası ile ilgili sorunların ABD dışındaki ülkelerde de ortaya çıkabileceği gün yüzüne çıkmıştır.

Süreç Eylül 2008 ortalarında daha şiddetli ve yeni bir aşamaya ulaşmıştır. ABD’deki 5 büyük yatırım bankasından birisinin (Bear Stearns – kuruluşu 1923) batma noktasına giderken son anda bir başka yatırım bankası (JP Morgan Chase) tarafından devir alınması işleminin kamu kurumlarının yetkilileri tarafından organize edilmesi; oldukça uzun yıllar ABD konut ipotek (tutsat) piyasasını finanse etmiş olan ve tutsat finansmanı için çıkarılan borçlanma araçlarına arkasında devlet desteği olduğu sanısı da bulunarak garanti vermiş olan ve hisseleri borsalarda işlem gören iki konut finansmanı kuruluşunun (Fannie Mae - kuruluşu 1938 ve Freddie Mac - kuruluşu 1970) devlet tarafından devralınması; 5 büyük yatırım bankası arasından 158 yıldır faaliyet gösteren bir başkasının (Lehman Brothers - 1850) mahkemeye başvurarak iflas koruması talep etmesi (15 Eylül 2008), sonraki günlerde Lehman Brothers’ın Kuzey Amerika birimlerinin ve New York’taki merkezinin İngiltere merkezli Barclays Bank, Asya-Pasifik birimlerinin ve Avrupa birimlerinin bir bölümünün Japonya merkezli Nomura Holdings tarafından satın alınması ile Lehman Brothers’ın tasfiye edilmesi; dünyada 100 ülkede faaliyeti bulunan dev bir sigorta şirketinin (American International Group Inc. – AIG) gelecekte çıkaracağı çoğunluk hisse senetlerini satın alma hakkı veren senetlerin (warrant’ların) bugün verilen bir borç karşılığında ABD devleti tarafından alınması; 5 büyük yatırım bankasından bir başkasının (Merrill Lynch - 1914) bir büyük ticarî banka (Bank of America) tarafından devir alınması; 5 büyük yatırım bankasından diğer ikisinin (Goldman Sachs -1869 ve Morgan Stanley - 1935) finansal durumlarının bozuk olduğu yönündeki söylentiler nedeniyle hisse fiyatlarının günlerce sürekli düşmesi, bu gelişmeler sonrasında bunlardan Morgan Stanley’in hisselerinin yüzde 20’sine kadar bir kısmının Japonya merkezli Mitsubishi Finans Grubu tarafından satın alınması hakkı veren bir anlaşmaya varılarak Morgan Stanley’e finansal destek

sağlanması; bu arada Büyük Britanya'nın büyük bankacılık gruplarından Fairfax'ın kamu otoritelerinin kararları ile bir başka banka bünyesine alınması; ABD tarihindeki en büyük aktifli ticarî banka batışı olarak, 307 milyar dolar aktif bulunan Washington Mutual (kuruluşu 1889) bankasının 25 Eylül 2008 gecesi ABD mevduat sigorta kurumu tarafından satın alınıp aynı gece bir başka bankaya, JP Morgan Chase'e, 1.9 milyar ABD Doları karşılığında devredilmesi ile birlikte, konu daha geniş bir bakış açısı ile ele alınmaya başlanmıştır. ABD'de tutsat kredisi menkul kıymetleştirme piyasalarında başlayan kredi krizi, daha sonraki günlerde ve aylarda tüm dünyaya yayılarak dünya ölçeğinde bir likidite ve kredi krizinin ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

ABD'de tutsat kredi krizi olarak başlayan gelişmelerin etki alanının tüm dünya yüzeyini kaplar hale gelmesi ve konut kredisinden sonra, ticarî gayrimenkul kredileri, tüketici kredileri ve kredi kartları borçları gibi çok daha geniş bir alanı da kapsayacak şekilde genişleme işaretleri göstermesi, ABD Merkez Bankacılık Sistemi'ni (FED) klasik merkez bankacılığının gerektirdiği “borç veren son merci” (lender of last resort) işlevlerinin ötesinde adımlar atarak doğrudan şirketlerden borç senetlerini teminat alarak karşılığında doğrudan şirketler kesimine borç vermek suretiyle kredi piyasasına doğrudan müdahil olmaya yönelmiştir. Merkez Bankacılığının ders kitabı politikalarına uymayan özel para ve kredi politikaları geliştirerek ekonomiye doğrudan müdahil olmayı sağlayan FED politikaları, tamamen durma noktasına gelen ve işlemeyen kredi piyasalarının, bankaların birbirleri ile ilgili güven sorunlarını aşmalarına yardımcı olarak, işler hale getirilmesi amacına yönelmiştir. FED'in politikaları, değişik derecede ve kapsamda olmak üzere, diğer birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankaları tarafından da uygulanmıştır.

ABD'de başlayarak dünyanın birçok ülkesinde merkez bankalarının ve devletin diğer kurumlarının piyasanın mekanizmalarına ve işleyişine doğrudan müdahale etmeleri, zaman zaman bankacılık sisteminin yerini alacak şekilde politikalar geliştirmeleri ve uygulamaları, bize finansal aracılıkla ilgili olarak, yukarıda Bölüm 1.4.5.1'de ele aldığımız finansal aracılığın buluşturma ve kaynak dağıtım görev alanının işletilmesinin hayatî önemi hakkında gerçek hayat dersi vermektedir. Finansal aracılığın ekonomide fon arz ve talebini buluşturma ve etkin kaynak dağıtımını

gerçekleştirme görevi o kadar hayati derecede önemlidir ki bu görevlerin yerine getirilmemesi adeta ekonominin işlememesi demektir. Ekonomide fon akımlarının durma noktasına gelmesi veya fon akımlarının işleyişinde kısıtların ortaya çıkması kredi tayinlaması (credit rationing) ve ayrımcılık (kayırmacılık) gibi sorunlarla karşılaşılması sonucunu doğurabilecektir. Etkin kaynak dağılımını bozan bu gibi durumlar ekonominin genel ekonomik performansı ile ilgili olumsuz sonuçlar ortaya çıkaracağından, finans piyasalarının etkin işleyişi ve bu çerçevede finansal aracılardan buluşturma ve etkin kaynak dağıtım görevlerinin yerine getirilmesi ekonomi için hayati derecede önemli olmaktadır. Bu işleyişin bozulduğu ve piyasa mekanizmalarının kısa sürede normal işleyişi sağlayamadığı durumda devletin finansal aracılığın temel işlevlerini ve görevlerini yerine getirebilmesi için müdahil olması bir zorunluluk olmaktadır. Diğer bir deyişle, **finansal aracılığın buluşturma ve etkin kaynak dağıtım görevleri genel ekonominin işleyişi için o kadar önemlidir ki finansal araçlar bu görevleri yerine getirememeye başladıklarında devletin doğrudan ve etkili müdahaleleri ile finansal aracılardan görevlerini yapabilmesi sağlanmaya çalışılacaktır.**

Çalışmamızın amaçları bakımından, 2008 dünya finansman krizinin sonuçlarından çıkaracağımız temel derslerden birincisi finansal aracılardan buluşturma ve etkin kaynak dağıtım görevlerinin yapamadığı durumlarda devletin bu görevi yapılar hale getirmek için müdahil olacağı sonucudur.

Esas olarak ABD’de gelişme alanı bulan yatırım bankacılığı anlayışının ve uygulamasının iflas ettiği ya da bittiği iddialarına³³¹ kadar giden ve krizle birlikte başlayan yeni tartışmalarda, giderek küreselleşen finansman ilişkilerinin ve akımlarının yerel düzenlemelerle kavranmasının mümkün olmadığı da sıklıkla dile getirilmektedir. Bu tartışmaların ve değerlendirmelerin merkezindeki düzenlemelerin, özellikle ABD’de, 1930 krizinden sonra o dönemin koşulları ile uyumlu bir kurallar bütünü içerdiği, ancak dünya ekonomik ilişkilerinin, finansal ilişkilerin, para akımlarının ve kurumsal yapılanmaların özellikle 1970’lerden başlayarak aldığı yeni şekil nedeniyle bu düzenlemelerin mevcut finansal yapıları, kurumları ve ilişkileri kavramakta yetersiz kaldığı iddiaları yer almaktadır. Ayrıca, aynı kapsamda serbest piyasa ekonomisinin

gerekleri ve kuralları bakımından, bu ekonomik modelin en geçerli şekilde uygulandığı ülkelerde (ABD ve İngiltere), finans kurumlarına yönelik kamu kaynakları kullanılarak devralma, finansal destek sağlama ve nihayet yasama organında kısa süren tartışmalarla hızla çıkarılan bir kurtarma planı şeklindeki uygulamaların kabul edilebilirliği tartışılmaya başlanmıştır. Bu kapsamda ekonomik model tartışmaları da önemli bir konuyu teşkil etmektedir.³³²

Bu tartışmalar, 1970’lerden başlayarak, gelişmiş ülke piyasalarında, özellikle ABD finans piyasalarında öne çıkan, düzenlemeleri gevşetme uygulamaları, menkul kıymetleştirme uygulamaları ve türev araçların yaygınlaşması sürecinin yarattığı piyasa yapısını sorgulamaktadır. Bu süreçte, yatırım bankacılığı şekil değiştirmiştir. Şöyle ki yatırım bankalarının hisse senedi ve borçlanma senedi gibi menkul kıymet ihraçlarına ve yatırım danışmanlığına dayalı iş yapma tarzları 1970’lerde başlayıp devam eden gelişmelerle değişime uğramıştır. Özellikle 1970’li ve 1980’li yıllarda daha çok birleşme ve devir işlemlerinin sonuçlandırılması gibi danışmanlık işlemlerine yönelen yatırım bankaları, sonraki yıllarda ve özellikle 2000’li yıllarda borsa dışı türev araçların çıkarılmasına, yatırımlarını değerlendirecek kurumların ihtiyaçlarına uygun, müşteriye özgü karmaşık finansal araçların yapılandırılmasına, menkul kıymetleştirmeye ve bu ürün ve işlemlere aracılık edilmesine yönelmiştir. Yatırım bankacılığının bu yeni işlem tarzı ve bu süreçteki teknolojik gelişmeler finansal ürünlerin ve işlemlerin giderek karmaşıklaşmasını doğurmuş ve risk yönetimi önemli bir unsur haline almıştır. Yukarıdaki ifadelerden de çıkarılabileceği gibi sembolik bir anlatımla 1970’ler öncesinde “finansal araç” üzerine işlemler yapan yatırım bankaları, özellikle 1990’lardan itibaren “finansal ürün” üzerine işlemler yapmaya başlamışlardır. Diğer bir deyişle, ekonomide fon talep edenlerin çıkardıkları finansal araçlar üzerinden para kazanan yatırım bankaları, tarihsel gelişim sürecinde, kendilerinin tasarladıkları ve ürettikleri finansal ürünlerden para kazanan kurumlar haline dönüşmüşlerdir.

Bu süreç, hem uygulamada, hem akademik çalışmalarda risk yönetiminin önemli bir çalışma konusu haline gelmesini sağlamıştır. Bu kapsamda, Allen ve Santomero³³³,’nun şekillendirdikleri, piyasalarda son 30-40 yılda meydana gelen gelişmelerin finansal aracılardan risk yönetimi ile ilgili fonksiyonlarının işlem maliyetleri

ve dengesiz bilgi dağılımı ile ilgili fonksiyonlarından daha önemle ele alınması gereken bir noktaya geldiği görüşü, finansal aracılardan işlem maliyetlerinin azaltılmasına (klasik yaklaşım) ve dengesiz bilgi dağılımından kaynaklanan çıkar çatışması, ahlakî bozulma ve temsil sorunu ile ilgili maliyetlerin ve bizzat bu sorunların azaltılmasına (modern yaklaşım) yönelik fonksiyonlarını reddetmemektedir. Ancak, Allen ve Santomero bu gelişmeler sonrasında finansal aracılardan en önemli ve temel işlevinin risk yönetimi olduğunu belirtmektedirler.

Görüşümüzce, risk yönetimi işlevinin tam olarak hayata geçirilebilmesi ve etkin bir şekilde uygulanabilmesi finansal piyasalar, kurumlar ve araçlar açısından belli gelişme düzeyine ulaşmayı ve derinlik ve hacim bakımından önemli büyüklüklere sahip olmayı gerekli kılmaktadır. Bu gelişme ve büyüme süreci dengesiz bilgi dağılımı sorunlarının büyük ölçüde azaltılmasını veya risk unsuru olarak ortaya çıkacak durumların doğru fiyatlanabilir olmasını gerektirmektedir. Bu iki şarttan herhangi birisi sağlanmadığında sistemin uzun süreli ve tutarlı bir şekilde işlemesinin mümkün olmayacağını 2008 Eylül’ünde başlayarak ABD, İngiltere ve diğer ülke piyasalarında yaşananlar göstermektedir.

Bu çalışmanın konusu bakımından 2008 krizinin ilk sonuçlarını ele alarak, çalışmamızın sonuçlarına ışık tutacak bazı tespitler çıkarmak mümkündür. Krizin kökenleri, yukarıda değindiğimiz, 1970’lerden başlayarak 2000’li yıllarda oldukça karmaşıklaşarak hacim ve boyutları büyüyen süreçte yatırım bankacılığı faaliyetlerinin içeriğinde meydana gelen değişimlerle açıklanabilir. Yatırım bankacılığı ABD’de ortaya çıkmaya başladığı 19. yüzyılın ortaları ile 20. yüzyılın başlarında, şirket hisse senetleri ve borçlanma araçlarının halka satışına aracılık, menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda alım satımına aracılık gibi ekonomide fon arz ve talebinin görece ve mümkün olan en düşük maliyetle karşılaştırılması olarak, yukarıda Bölüm 1.4.5.1’de ele alınan, finansal aracılığın işlem maliyetlerinin azaltılması ve buluşturma ve kaynak dağıtımının etkinleştirilmesi işlevleri ile sınırlı faaliyetlerde bulunarak kurulmaya başlamıştır. 20’nci yüzyılın başlarında ABD’de ticarî bankaların da menkul kıymet alım satım işlemlerinde bulunmaları ve pozisyon tutmaları ile genel olarak bankalar arasında menkul kıymetler piyasalarında rekabetin arttığı anlaşılmaktadır. ABD’de 1929

Ekonomik Buhranı sırasında menkul kıymetler piyasalarındaki pozisyonları nedeniyle çok sayıda ticarî bankanın batması sonrasında çıkarılan Glass-Steagall Act ile 1933 yılından itibaren ticarî bankaların menkul kıymet piyasalarında işlem yapmalarının yasaklanması ile birlikte yatırım bankacılığı önemli bir gelişme göstermiştir. ABD’de 20’nci yüzyıl başlarında yoğunlaşan şirket birleşme ve devir işlemlerine aracılık faaliyetleri de yatırım bankacılığının gelişme çizgisinde önemli aşamalardan birisidir. 19’uncu yüzyıl sonları ile 20’nci yüzyıl başlarında, muhtelif sektörlerde tekel oluşturma amaçlı olarak gerçekleştirilen bu birleşme ve devirler, 1970’li yıllara gelindiğinde kârlılığı ve etkinliği artırma amaçlı birleşme, devir alma ve şirket ele geçirme işlemleri olarak yeniden yaygın bir şekilde ortaya çıkmaya başlamıştır.³³⁴

Çalışmamızın önceki bölümlerinde de yeri geldikçe değinildiği gibi, 1970’li yıllar yatırım bankacılığı faaliyetleri ve menkul kıymet işlemleri bakımından yeni bir dönemin başladığı yıllar olarak değerlendirilmektedir. ABD’de menkul kıymet işlemlerinde daha önce sabit olan aracılık komisyon oranlarının (1974 yılında) serbest bırakılması bu bakımdan bir dönüm noktası gibidir. Menkul kıymetler aracılık işlemlerindeki rekabeti önemli derecede artıran bu kararın ABD piyasasına etkileri giderek artmıştır.³³⁵ Artan rekabet nedeniyle komisyon gelirleri azalan menkul kıymet aracıları ve özellikle yatırım bankaları yeni faaliyet alanlarına yönelmeye ve daha fazla risk taşıyan işlemlere girişmeye başlamışlardır. Bu süreç, menkul kıymet işlemlerine aracılık ve şirket birleşme ve devirleri ile ilgili danışmanlık ve finansman aracılığı işlemlerinde yoğunlaşmış geleneksel yatırım bankacılığı faaliyetlerinin, yatırım bankalarının kendilerinin pozisyon tutarak ve dolayısıyla risk üstlenerek kendi hesaplarına işlemler yoluyla gelir yaratma çabasına dönüşmesi sonucunu doğurmuştur.

1970’lerin birleşme, devralma, şirket ele geçirme işlemleri 1980’li yıllarda da devam etmiştir. ABD şirketler piyasasındaki bu gelişmeler finans teorisinin 1920’lerde ve 1930’larda ele aldığı şirket kontrolü konusunun yeniden gündeme gelmesini de sağlamıştır.* Yatırım bankalarının gelir elde etme amaçlı girişimlerinin uygulamayı yönlendirdiği bu süreç, 1990’lardan başlayarak, bilgi işlem ve iletişim teknolojilerinde oldukça hızlanan ilerleme ve gelişmeler ile birlikte, yatırım bankalarını ve birçok büyük

* Şirket kontrolü konusundaki literatür Berle ve Means’in 1932 tarihli çalışması ile başlatılmakta ve daha sonra Jensen ve Meckling’in 1976 tarihli çalışması ile yeni bakış açısı ve analizle yeni bir başlangıç yapmaktadır.

ticarî bankayı, daha karmaşık ve risk düzeyi yüksek ürünlere yöneltmiştir. 2000’li yılların başından itibaren yatırım bankaları bizzat kendileri de pozisyon alarak risk üstlenmeye başlamışlardır. Düzenlenmiş piyasalarda işlem gören türev ürünlerin tutarını katlayarak aşan tezgâh üstü türev ürün işlem hacimleri en büyük şirketler bir yana ülkelerin millî gelir rakamlarını katlayarak aşmıştır. Yapılandırılmış finans ürünleri adıyla alıcısının özel ihtiyaçlarına uygun şekilde tasarlanan menkul kıymetler, teminatlı veya varlığa dayalı menkul kıymetler gibi menkul kıymetleştirme ürünleri (örneğin, collateralized debt obligations – CDOs), kredi ödenmeme swapları (CDS) gibi risk hesaplama ve fiyatlama olanağı oldukça kısıtlı, belirsizliği oldukça yüksek ürünler,* düşük gelir grubu tutsat (sub-prime mortgage) alacaklarının daha yüksek dereceli kredi alacakları ile aynı havuzda toplanması yöntemiyle farklı risk gruplarındaki alacakların farklı oranlarda karıştırılması sonucunda baskın risk grubunun yanı sıra diğer risk gruplarının da aynı paket içinde ve baskın risk grubu fiyatlaması ile alınıp satılmasını sağlayan menkul kıymetleştirme uygulamaları yatırım bankacılığının ağırlıklı faaliyet ve ürünleri halini almıştır. Bu süreç yatırım bankacılığını, klasik menkul kıymet aracılığı ya da komisyonculuk, halka arza aracılık ve şirket birleşme danışmanlığı gibi faaliyetlerden ayrı bir risk mecrasına yöneltmiştir. Yatırım bankalarının kendi hesaplarına alım, satım yaparak pozisyon tutar hale gelmeleri, bizzat bu ürünlerin ilk çıkarıcısı (ihraççısı) olarak da yaygın bir şekilde pozisyon riski üstlenmeleri yatırım bankacılığı faaliyetini kontrolsüz ve hacmi belirlenemeyen bir risk yükü altına sokmuştur. Risk iştahı veya açgözlülük (greed) gibi kavramlarla dile getirilen bu durum, yapısı ve doğası gereği, finansal araçların gözetim görevini ihmal etmeleri sonucunu doğurmuştur.

Bu süreç, finansal aracılık teorisinde risk yaklaşımını öne çıkaran Allen ve Santomero³³⁶ ve Merton³³⁷, un teorik açıklamalarını açıklamaktadır. Allen ve Santomero, menkul kıymetleştirme uygulamalarının ulaştığı hacmin, dengesiz bilgi dağılımının

* The Economist dergisi, (Misery in the boardroom, www.economist.com, Dec 1st 2009) ABD’deki menkul kıymet piyasalarının son çöküşünden çıkarılacak derslerden birisini çok az sayıda banka yöneticisinin CDO ile CDS arasındaki farkı ayırt edebilmesi olarak tespit etmektedir. Bu durum, yaygın olarak kullanılan finansal araçlar konusundaki bilgi eksikliğinin piyasa profesyonelleri bakımından da geçerli olabileceğini göstermesi bakımından, kanaatimizce, oldukça önemli bir tespit niteliğindedir. Orijinal metin şu şekildedir: (*Surely one of the lessons of Wall Street’s recent failure is that too few bank directors could spot the difference between a CDO and a CDS?*) http://www.economist.com/daily/columns/businessview/displaystory.cfm?story_id=15006915&fsrc=nwl (Erişim: 03.12.2009)

menkul kıymetleştirilmiş borçlanmalar bakımından çok da önemli olmadığını gösterdiğini ifade etmektedirler. Eğer dengesiz bilgi dağılımı menkul kıymetleştirilmiş borçlanmalar için önemli olsaydı, iyi risklerden daha çok kötü risklerin menkul kıymetleştirilmesine yol açan bir ters seçim (adverse selection) ya da “limon” problemi ortaya çıkacağını, uygulamadan elde edilen bulguların böyle bir problemin varlığını göstermediğini belirtmektedirler. Söz konusu çalışmanın yayınlanmasından 9 yıl sonra, 2007 yılının ortalarında başlayan ve yukarıda büyük boyutlu etkileri özetlenerek açıklanan finansal krizin öğrettikleri Allen ve Santomero’nun yaklaşımları ile örtüşmemektedir. 1930 Büyük Buhran’ından sonraki en büyük kriz olarak kabul edilen bu sürecin en önemli nedeni, hacmi belli olmayan bir şekilde artan ve yaygınlaşan menkul kıymetleştirme, türev ürünler ve yapılandırılmış finans ürünleri piyasalarının ve uygulamalarının yarattığı, riskin kontrol edilemez bir hal aldığı ortam olarak kabul edilmektedir. Bu çerçevede, bizzat finans kurumlarının yarattığı, gevşek düzenlemelerin ve kamu denetiminin de katkı sağladığı bir piyasa ortamı tam da bir ters seçim sorununa ya da limon problemine işaret etmektedir. Menkul kıymetleştirmenin dengesiz bilgi dağılımı sorununu nasıl katlayarak artırdığına ilişkin değerlendirmeler Bölüm 1.7’de yer almaktadır.

Bölüm 1.7’de yer alan açıklamaların ışığında, menkul kıymetleştirme uygulamalarının dengesiz bilgi dağılımını yaygınlaştırıcı ve ağırlaştırıcı sonuçları ortaya çıkmış bulunmaktadır. Türev araçların giderek karmaşık bir hal alarak dengesiz bilgi dağılımını bu ürünlerin bünyesinde içkin (mündemiç) hale getirmesi de bu kapsamda ele alınmalıdır. Kredi Ödenmeme Swap (Credit Default Swap - CDS) işlemleri bunun en uç örneği olarak ele alınabilir.* 2008 Eylül ayı ortasındaki büyük batışlar ve devirlerden sonraki birkaç ay boyunca, piyasada mevcut CDS sözleşmelerinin hayalî (notional) hacmi konusunda yaklaşık tahminler yapılabilmekle birlikte† bunlardan kaynaklanan risk konusunda kimsenin kesin hesaplama yapma olanağı bulunmamaktadır. Bu belirsizlik ve bilinmezlik, piyasalardaki hacmi kontrol dışı artan bazı tür finansal ürünlerle ilgili olarak bilgi eksikliğinin ve bilgilenme ihtiyacının kuşkusuz en önemli göstergesidir. Bu uç derecede belirsiz veya yüksek riskli ürünlerle

* CDS’lere ilişkin olarak Bölüm 1.4.6’da biraz daha kapsamlı açıklama yer almaktadır.

† CDS’lerin hayalî (notional) hacminin 60 trilyon ABD Dolarına kadar çıkabileceğine yönelik tahminler yapılmıştır.

ilgili işlem taraflarının bilgi eksikliği sorunu, finansal aracılığın bilgi ve gözetim görev alanı çerçevesinde ele alınarak yeniden irdelenmek gerekir.

Ancak, finansal araçların gözetim görevi kapsamındaki analizlerin çıkış noktası şirketler kesimi veya reel ekonomideki projelerdir. Yatırım bankacılığının daha çok kendine daha fazla gelir yaratma amaçlı işlemlerinden kaynaklanan risklerin ve risk unsurlarının gözetimi hususu şirketler kesimi ile ilgili gözetim görevlerinin devamı veya yan ürünü olarak ele alınarak daha etkili sonuçlar elde edilebilir. Yatırım bankacılığının risk üstlenmeye ve bu riski yönetmeye yönelik davranışları finansal aracılığın işlevleri arasında yer alan bilgi temelli görevlerin göz ardı edilmesi tehlikesini taşımaktadır. Aracılık yapma durumunun gereği olarak, başkalarının riskinin yönetimine aracılık olarak tanımlanması gerektiğini düşündüğümüz risk yönetimi ile ilgili işlev yatırım bankacılığının yukarıda özetlediğimiz gelişim çizgisi içinde, finansal araçlar tarafından aşırı risk üstlenme ve kendi riskini yönetme işlevi olarak algılanmaya ve kabul edilmeye başlamıştır. Bu şekilde finansal sistemin hane halkından şirketler kesimine fon aktarım görevi kapsamında değerlendirilemeyecek sonuçlar ortaya çıkmıştır.

Allen ve Santomero³³⁸ ve Merton³³⁹, giderek karmaşıklaşan finansal araçlar, ürünler ve piyasalar karşısında nihaî yatırımcının risk yönetimine duyacağı ihtiyacı karşılamak üzere finansal araçların risk yönetimi işlevlerini öne çıkarmaktadırlar. Ancak uygulama, giderek artan bir hacim ve yoğunlukta olmak üzere finansal araçların kendilerinin büyük riskler ve belirsizlikler üstlenmeleri ve kendi risklerini yönetmeleri amacına dayanan bir risk yönetimi işlevi algılaması ortaya çıkarmış görünmektedir.

2007 yazında ABD’de başlayarak dünyaya yayılan kriz, bir gerçek dünya laboratuvarı olarak, sosyal bilimlerde çok sık rastlanmayacak bir deneyim fırsatı yaratmıştır. Finansal araçların risk yönetimi ile ilgili işlevleri ve durumları bu deneyimin temel unsurunu oluşturmaktadır. Bu kriz tecrübesi, kriz olmamış olsaydı iddia ve ispatta güçlük çekeceğimiz birçok hususu tespit olarak sunabilme ve buna dayalı görüşler ve öneriler ileri sürebilme cesaretini bize vermektedir.

Bu çerçevede, finansal aracılığın birinci temel görevinin ekonomideki kaynakların elinde fazla bulunanlardan kaynağa ihtiyaç duyanlara, bunlar arasındaki

zaman, mekân, tutar vb. uyumsuzluklar giderilerek aktarılması olduğunu gerçek hayat verileriyle de doğrulama fırsatı buluyoruz.

Finansal aracılığın ikinci temel görevinin, birilerinin parasını başkasına kullandırmanın bir sonucu olarak, aracılık hizmetinin işleyişine bağlı olan ve çoğunluğu dengesiz bilgi dağılımından kaynaklanan sürtünmelerin mümkün olduğu kadar azaltılması olduğu kabul edilerek yapılacak analizler bizi risk yönetimi esaslı analizlerden çok daha ayrı bir yöne götürmektedir. Bu anlamda, finansal aracılık en temel işlevleri ve görevleri itibariyle, kaynak aktarımının sağlanması ve ekonomide verimliliği artırmaya yönelik olarak kaynakların etkin dağılımına yardımcı olunması; bu süreçte tarafların birbirlerinin bilgi eksikliğini kötüye kullanmalarının önüne geçmeye yarayacak araç ve sistemlerin kaynak aktarımının taraflarına sağlanması olarak ele alınmalıdır.

Risk yönetimi de, kendi doğası gereği, öncelikli olarak bir bilgilenme ve bilgilendirme sürecini içermektedir. *Risk, yeterli bilgi elde olmadan tespit edilebilen, unsurları ayrıştırılabilen ve yönetilebilen bir durum değildir.* Risk yönetiminin yeterli bilgilenme olmadan yapılamayacağını bize en açık bir şekilde 2008 dünya finansman krizi göstermiştir. Kriz sonrasında süreli basın-yayın organlarında çıkan haber, yorum ve makaleler bilgi eksikliği ya da bilinmezlik altında yapılmaya çalışılan risk yönetiminde ortaya çıkan sonuçlar çerçevesinde bu eksikliğe işaret etmektedir.³⁴⁰ Zor duruma düşerek ABD kamu kaynaklarıyla kurtarılan American International Group (AIG) unvanlı dev sigorta şirketinin risk yönetimi modellerini kuran ünlü finans profesörü Gary Gorton yayımladığı iki ayrı çalışmada³⁴¹ risk yönetimindeki bu bilgi sorununa ve kriz sürecindeki dengesiz bilgi dağılımına vurgu yapmaktadır. Modern Portföy Teorisi'nin 1990 Nobel ödüllü teorisyeni Harry Markowitz de risk üstlenme durumunda kötü riski ölçebilmek için gerekli bilgiye sahip olduğumuzda piyasaların toparlanacağını belirtmektedir.³⁴²

Dolayısıyla, riskin unsurlarının anlaşılması, riskin doğru ölçülmesi ve riskin hesaplanması için, öncelikle gerekli olan, bilgilenme ihtiyacının karşılanması ve bilgi eksikliklerinin tam olarak giderilmesidir. Bu önerme, risk içeren bir finansal işlemde taraf olan kesimlerin tamamı için aranan bir gerekliliktir. Finansal sözleşmenin

taraflarından birisinin diğetine kıyasla eksik veya yanlış bilgilenmiş olmasının dengesiz bilgi dağılımı sorunu yaratacağını ve bundan kaynaklanan çıkar çatışmalarına, ters seçim ve ahlakî bozulma tehlikesi sorunlarına yol açacağını yukarıda Bölüm 1.4.4.2’de değerlendirmiş bulunmaktayız. Finansal aracılarn temel görevlerinden birisinin bu bilgi sorunlarını ortadan kaldırmak olduğunu ve bunu sağlamak için finansal aracılarn fon aktardığı şirketler kesimini gözetime tabi tutma görevi olduğunu da Bölüm 1.5’te, bu konuda yapılmış çalışmaların ışığında değerlendirmiş bulunmaktayız.

2008 dünya finansman krizinin laboratuvar sonucu olarak ele alacağımız ikinci husus, piyasa kaynaklı finansman sisteminde içsel olarak var olan gözetim zaafının, aynı yoğunlukta olmasa da, banka tipi finansman sisteminde ve sigortacılık kesiminde de ortaya çıkması ile birlikte tüm finans sistemini etkisi altına alan bir noktaya ulaşmış olması ile ilgilidir.

Yukarıda Bölüm 1.4.6’da teminatlı borç sözleşmesi (collateralized debt obligation – CDO) ve kredi ödenmeme (sigortası) swapı (credit default swap - CDS) bakımından ve Bölüm 1.7’de menkul kıymetleştirme bakımından ele aldığımız dengesiz bilgi dağılımı sorunları bu finansal araçların büyük boyutları ve ayrıca hem finansal araçların kendi niteliklerinden, hem de dağıtım kanallarının özelliklerinden* kaynaklanan karmaşık yapıları nedeniyle aşılması zor ahlakî bozulma tehlikesi ve ters seçim sorunlarına yol açmış gözükmektedir. Bu öneri ya da sonuç kapsamlı olarak test edilmeye muhtaç olmakla birlikte, krizin yaşandığı süreçteki tepkiler ve değerlendirmeler önermemizi bu aşamada ek bir analize gerek olmadan kabul ederek değerlendirmelerimizi sürdürme cesareti vermektedir.

Bölüm 1.7’de açıklandığı üzere, menkul kıymetleştirme sürecinin ilk adımıdaki ticarî banka tipi finansal aracılarn tutsat (mortgage) kredisini verirken hem işlemin teminatını oluşturan gayrimenkulün teminat gücü konusundaki değerlemede ve hem de kredi borçlusunun ödeme gücü konusundaki değerlendirmede gösterdikleri zaaf, menkul kıymetleştirme zincirinin devamında yer alan toptancı ve perakendeci diğere finansal kurumlar bakımından temel bir dengesiz bilgi dağılımı sorunu yaratmış

* Dağıtım kanalları ile anlatmak istediğimiz, yukarıda Bölüm 1.7’de menkul kıymetleştirme süreci ile ilgili olarak açıkladığımız aracılık hizmetlerini veren kurumlar ve bunların oluşturduğu süreçtir.

olmaktadır. Zincirin başlangıç noktasındaki ‘ticarî banka tipi finansal aracının’* ticarî bankacılığın bünyesinde içselleştirilmiş olduğunu kabul ettiğimiz gözetim görevinin bir parçası olarak bilgilenme sorunlarını çözmeden kredi vermesi ve bu işlemde kaynaklanan riskleri transfer ederek, hukuksal çerçevenin de sağladığı olanaklarla, bu eksik bilgilenmenin risklerini kolayca üstünden atabilmesi 2008 krizinin temel açıklayıcı gerekçelerinden birisidir.

CDO’lar ve CDS’ler bakımından dile getirilen değerlendirme sorunları temel olarak bilgilenme kaynaklıdır. Sigorta poliçesi olarak ele alınabilecek olan CDS’ler, şirket tahvillerinin ödenmemesi olasılıkları ve şirketlerin batma olasılıkları ile ilgili hesaplamalar yapmayı gerektiren bir değerlendirme yaklaşımını gerektirmektedir. Bu finansal araçları çıkaran finansal kurumların ihale usulü ile satış yapmaları değerlendirme ile ilgili bilgi sorunlarını ortadan kaldırmadan fiyatlama sorununu piyasa katılımcılarının karar ve tercihlerine bırakmış olmaktadır. Dolayısıyla, eksik bilgiye dayanan bir fiyatlama yaklaşımı ile yürüyen bir piyasa ortaya çıkmış olmaktadır.

Kanaatimizce, bilgilenme sorunları tam olarak çözülmeden ortaya çıkan menkul kıymetleştirme süreci ve CDO ve CDS gibi finansal araçların, özellikle yatırım bankacılığı faaliyetinde kapladığı alan, 2008 finansman krizinin boyutunu anlamamıza yardımcı olmaktadır. Bu çerçevede krizden çıkaracağımız ikinci ders, bilgilenme sorunlarının tam olarak çözülmemiş olmasının tarihte iz bırakacak sonuçlar ortaya çıkarabileceğini dikkate alarak, finansal araçların önündeki en temel hedefin bilgilenme sorunlarını çözmek üzere gözetim işlevini piyasa kaynaklı finansman sisteminin içselleştirerek yürütebileceği bir görev olarak kurgulama gereğidir.

Bilginin krizlerle ilişkisi, tarihselci yaklaşımla, Baskin³⁴³ tarafından incelenmiştir. Baskin, finans tarihine South Sea Bubble olarak geçen ve 1720’de Londra’da gerçekleşen ilk önemli parasal krizin kamu görevlilerinin rüşvet karşılığı göz yummalarının da yardımıyla kamuya açıklanan yalan, yanlış bilgilerin manipülatif etkisiyle aşırı yükselen hisse senedi fiyatlarının sonunda çökmesi sonucu olduğunu

* Ticarî bankalar yanı sıra, örneğin ABD’de yardımlaşma sandığı ve kooperatif gibi yapılara benzeyen “savings and loan association” ve “thrift institution” gibi kurumların ve İngiltere’de “building society” tabir edilen kurumların da çok yaygın olarak tutsat kredisi vermekte olması nedeniyle, “ticarî banka tipi finansal aracı terimini kullanmayı tercih etmekteyiz.

belirtmektedir. Bu şekilde yalan, yanlış bilgi açıklanması dengesiz bilgi dağılımı sorununun en açık ve anlaşılabilir şekli olarak ortaya çıkmaktadır. Muhtemeldir ki 2008 krizinin ortaya çıkışında finansal sistemdeki birçok kişi bilgi dağılımındaki dengesizlikleri artırıcı bu gibi davranışlarda bilerek veya bilebileceği halde buna yönelik olarak gerekli çabayı göstermeyerek yer almıştır. Ayrıca, dünyaca büyük bir finans grubunun başındaki kişinin itiraf ettiği gibi, “müzik devam ederken hiç kimse müziğin durmasını istememiştir”.^{*} Dolayısıyla, finansal araçlar sistemin işleyişindeki terslikleri görerek bu tersliklerle birlikte yürümeye devam etmişlerdir.

Ulaştığımız sonuçlar, gerek finansal aracılığa klasik yaklaşım olarak ele aldığımız buluşturma ve işlem maliyetlerini azaltma görevinin, gerek finansal aracılığa modern yaklaşım olarak ele aldığımız finans piyasalarında dengesiz bilgi dağılımı sorunlarının azaltılması ve gözetim görevinin finansal aracılığın üstlenmesi gereken temel görevler olduğunu bize göstermektedir.

Finansal aracılığın buluşturma işlevi çalışmamaya veya aksamaya başladığında, yeniden işlerlik kazandırmak amacıyla kamu otoritelerinin kararlı ve sistemli müdahalelerinin gerekli olacağını 2008 krizi bize öğretmiş bulunmaktadır. Finansman bonusu piyasası işlemediğinde dünyanın en büyük ve en güçlü sanayi şirketleri 3 aydan kısa vadeli nakit ihtiyaçlarını karşılayamaz duruma gelmişlerdir. Dolayısıyla, finansal aracılık en temel işlevini yerine getiremez olmuştur. Durum ABD merkez bankası sisteminin (FED) merkez bankacılığının yerleşmiş bazı kurallarını gevşeterek, doğrudan şirketler kesiminin çıkardığı borçlanma senetlerini satın alarak müdahalesiyle çözülmeye çalışılmıştır.

Finansal aracılığın buluşturma ve işlem maliyetlerinin azaltılması işlevleri, özellikle 1970’lerde ABD, 1986’da İngiltere ve 2000’lerde Türkiye örneklerinde olduğu gibi komisyon oranlarının serbest bırakılarak rekabete açılmasının ve bunun öncesi ve sonrasında diğer düzenlemelerin gevşetilmesine yönelik kararların ve teknoloji ve

^{*} Temmuz 2007’de kriz ortaya çıktıktan sonra, Citigroup’un tepe yöneticisi (CEO) olan Chuck Prince’in beyan ettiği “müzik çaldığı sürece kalkıp dans etmek zorundasınız.” (as long as the music is playing, you've got to get up and dance.) şeklindeki ifadesinden esinlenmiş bulunmaktayız. Kaynak: Martin Wolf, “Why financial regulation is both difficult and essential”, **Financial Times**, April 16, 2008; “Tightrope artists” A Survey of International Banking, **The Economist**, May 15, 2008; Brian Groom, **Financial Times**, “The black swan was too big to fail”, December 30, 2008.

iletişim olanaklarındaki gelişmelerin sağladığı ortamda büyük aşamalar kaydetmiştir. Bugün gelinen noktada, finansal piyasalarda fon arz ve talebinin karşılaştırılmasına yönelik yeteri çeşitlilik ve ölçekte araç ve kurumlar bulunmakta ve işlem maliyetleri de genellikle ihmal edilebilecek noktaya gelmiş bulunmaktadır.

Bu temel işlev gereken işleyişe kavuşturulduktan sonraki adım, risk yönetimi işlevi ve yaklaşımının da ihtiyaç duyacağını 2008 krizinin çok açık şekilde gösterdiği dengesiz bilgi dağılımının düzeltilmesi ve piyasalardaki bilgi sorunlarının çözülmesi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Çalışmamızın bundan sonraki bölümleri, piyasa kaynaklı finansman sistemi için gözetim işlevinin finansal araçların olağan faaliyetleri içinde içselleştirilerek yürütülebilmesini sağlayacak araçların araştırılmasına yönelik bir girişi ve gözetim işlevine yönelik bir model veya sistem önerisini kapsamaktadır.

3.3. Piyasa Finansman Modelinde Gözetimin Görev Olarak Gerekliliği

Piyasa kaynaklı finansman, ders kitaplarında geleneksel olarak, “doğrudan finansman” başlığı ile ele alınmaktadır. Doğrudan finansman fon arz eden ile fon talep eden arasındaki fon aktarım işleminde bir finansal aracının, fonlamanın vadesi ve süresi boyunca, aktif ve sürekli olarak yer almadığı bir finansman mekanizması olarak anlaşılmaktadır. Bununla anlatılmak istenen, piyasa kaynaklı finansmanda (sermaye piyasalarında) finansal aracının banka tipi finansmanda olduğu gibi fon veren ile fon alan arasında bir dönüştürücü* işlev üstlenerek, sürekli olarak yer almamasıdır. Gerçekten de piyasa kaynaklı finansman modelinde, finansal araçlar (yatırım bankacılığı faaliyeti gösteren kuruluşlar) fon alanın çıkardığı finansman aracını (hisse senedini veya tahvili veya bunların türevlerini), temelde bir dönüştürme işlemine tabi tutmadan, fon verene teslim edip fon verenin parasını, bu işlemlere ilişkin komisyon ve masrafları düşerek, fon alana teslim ettikten sonra fon alan ile fon veren arasından çekilmekte ve bunlar arasındaki ilişkiye müdahil olmamaktadır. Bu aşamadan sonra, fon veren kendi çabası ile bilgi toplayarak ve piyasa kaynaklı finansman ortamında var olan bilgi edinme ve dolaylı gözetim araçlarından yararlanarak verdiği fonun getirisinin ve

*“Dönüştürücülük” kavramı yukarıda Bölüm 1.4.1’de ele alınmıştır.

geri dönüşünün güvenliği ile ilgili önlemlerini kendi başına almaya çalışmaktadır. Açıktır ki piyasa kaynaklı finansmanda fon veren kişi tek başına ve savunma aletleri bakımından zavallı durumda bir savaşçı gibi ortada kalmaktadır. Gözetim için bütün çabayı kendi başına göstermek ve buna ilişkin maliyetlere kendi başına katlanmak zorundadır.

Piyasa kaynaklı finansman modelindeki fon verenin bu zayıf ve çaresiz durumu bizi bir mekanizma arayışına yöneltmektedir. Yukarıda Bölüm 1.6.3'te "Piyasa Kaynaklı Finansman ve Gözetim" başlığı altında ele aldığımız dört temel gözetim mekanizmasının (derecelendirme hizmeti, bağımsız denetim hizmeti, kamuyu aydınlatma uygulamaları ve kurumsal yönetim ilkeleri) piyasa kaynaklı finansmanda etkin bir şekilde işlemediği açıklanmaya çalışılmıştır. Bu çalışmanın temel çıkış noktası, piyasa kaynaklı finansman modelinde (sermaye piyasalarında) etkin olmayan dolaylı gözetim araçlarının tam olarak karşılayamadığını kabul ettiğimiz ve açıklamaya çalıştığımız gözetim ihtiyacını fon veren adına karşılamaya yönelik daha etkin bir model veya sistem arayışdır.

Yukarıdaki bölümlerde açıklandığı üzere gözetim, konu ile ilgili çalışmalarda genel olarak ticarî bankacılığa özgü bir faaliyet olarak değerlendirilmekte ve piyasa kaynaklı finansman modeli ile ilgili bir gözetimden söz edildiğinde aşağıda Bölüm 3.4'te kısaca ele aldığımız gözetim ve kontrol araçları kullanılarak uygun analizlere başvurulmaktadır. Birçok akademik çalışmada*, piyasa kaynaklı finansman "gözetimsiz" (non-monitored) bir model olarak analiz edilmektedir. Uygulamada ise finansal araçlar bakımından gözetim süreci ticarî bankacılığın bünyesinde var olan, günlük bankacılık faaliyetlerine mündemiç (içkin – inherent) bir faaliyet olarak dikkate alınmakta, piyasa kaynaklı finansmanda finansal araçlar (yatırım bankacılığı faaliyetlerini yürütenler, *broker*'lar[†], *dealer*'lar^{*}) açısından fon verenler adına bir gözetim faaliyetinden söz edilmemektedir.

* Bu çalışmalar yukarıda Bölüm 1.5'te ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

† *Broker* terimi Türkiye'de İMKB'de işlemlerin gerçekleştirilmesi için aracı kurumların temsilcisi olarak ekran başında alım-satım emirlerini giren kişileri ifade etmekte ise de, terimin kaynağı olan ülkelerde, komisyon karşılığı alım-satım emirlerini işleme koyan ve borsaya ileten ve kazancını komisyon gelirlerinden sağlayan komisyoncu aracıyı tanımlamaktadır. Bizim yaklaşımımız da bu ikinci tanıma uygundur.

Piyasa kaynaklı finansman modelinde finansal aracların gözetime yönelik işlem ve faaliyetleri ancak portföy ve fon yönetimi ve yatırım danışmanlığı hizmetleri ile ilişkilendirilerek ele alınabilmektedir. Fon ve portföy yöneticiliğı faaliyetlerinin ortaya çıkardığı gözetim davranışı ticarî bankacılık faaliyetleri ile kıyaslanamayacak düzeyde düşük olmasına rağmen, piyasa kaynaklı finansmanda, gözetimin söz edilebileceğı finansal aracılık alanları olarak ele alınabilir. Bu durum, bu kurumların yönettikleri fonların ve portföylerin getirisi ve iyi yönetilmesi konusunda tanımlanmış ve kabul edilmiş kurallara ve yönlendirmelere tabi olmasının bir sonucu olarak kabul edilmelidir. Nitekim fon ve portföy yönetimine ilişkin olarak düzenleyici kurumlarca getirilmiş sıkı kurallar ve bu kurallara uyum konusunda sıkı bir düzenleyici-denetleyici kurum takibi bulunmaktadır. Bu şekilde bu gibi fon ve portföy yönetimi kurumlarının kontrolündeki fonların ve portföylerin iyi yönetilmesi sorumluluğundan kaynaklanan bir bilgi ihtiyacı ve buna bağılı gözetim davranışı ortaya çıkabilmektedir. Diğer bir deyişle, fon ve portföyleri iyi yönetme zorunluluğı ve bunun getirdiğı sorumluluklar, bunların yöneticilerini fon aktardıkları alanlar konusunda yeterli bilgi edinmeye ve gözetim yapmaya zorlamaktadır.

Ancak, yukarıda Bölüm 1.8’de “Büyük Pay Sahipliğı ve Gözetim” başlığı altında da ele aldığımız fon ve portföy yöneticilerinin gözetim davranışı, temel olarak bu kurumların pay sahipliğine ilişkin sınırlamalar nedeniyle, kanaatimizce, aşağıda Bölüm 4.1’de ele aldığımız gözetim-kontrol-yönetim ilişkisinin iki yönlü sürekliliğı yaklaşımı ve bunun gerekleri ile bağdaşmamaktadır. Hukukî düzenlemelerin gerektirdiğı, bir kolektif yatırım kuruluşunun bir şirketin çıkardığı ve hatta bir şirketler grubu bünyesindeki bütün şirketler dikkate alınarak bunların çıkardığı pay senedi veya borçlanma senedinin belli bir oranının üzerindeki kısmını edinmelerine ilişkin yasaklar bu kurumların kontrol sonucunu doğuran veya bu sonuca hizmet edebilecek fon aktarımını engellemektedir. Bu yasakların, ayrıca, ilgili kolektif yatırım kuruluşunun fon büyüklüğünün belli bir oranını aşan tutarları tek bir şirketin veya şirketler grubunun çıkardığı menkul kıymetlere yatırmasını engellemesi de bu kuruluşların kontrol amaçlı gözetim faaliyetine girişmelerinin önündeki engellerden bir diğerini oluşturmaktadır.

* *Dealer*, kendi nam ve hesabına portföy tutarak kendisine gelen alım-satım emirlerini kendi hesabına karşılamak üzere faaliyet gösteren ve alım-satım fiyat farklarından ticaret kazancı sağlayan tacir aracıyı tanımlamaktadır.

Böylece, kolektif yatırım kuruluşları, şirket yönetimleri üzerinde basit pay sahipliğinin veya borç senedi sahipliğinin sağlayacağı olanaklar ötesinde etki doğuracak oranda ve büyüklükte menkul kıymet edinmekten hukuken yasaklanmış bulunmaktadır. Böylece, kolektif yatırım kuruluşlarından menkul kıymetlere yatırım yapan diğer tüm yatırım sahiplerinin ortak amaçlarına hizmet edecek şekilde bir gözetim davranışı bekleme olanağı bulunmamaktadır. Bu durum, gözetime başlamak için gerekli önkoşulları kolektif yatırım kuruluşlarının sağlama olanağının bulunmadığını göstermektedir.

Bu değerlendirmelerin bizi ulaştırdığı bir diğer sonuç, gözetime başlamak için gerekli önkoşulları sağlama olanağı bulunmayan kolektif yatırım kuruluşlarının da bilgilenme ihtiyaçlarını karşılayacak bir gözetim mekanizmasının gerekli olduğu önermesi olmaktadır. Diğer bir deyişle, hukukî düzenlemeler gereği ileri aşamaları hedefleyen bir gözetim faaliyetine girmesi mümkün olmayan kolektif yatırım kuruluşlarının da, bireysel yatırımcılara benzer bir bilgilenme ihtiyaçları bulunduğuna göre, bu ihtiyacı karşılayacak bir mekanizma başkalarının parasını yönetme amacına hizmet eden bu kurumları da rahatlatacaktır.

Gözetim bakımından gerekli önkoşulların sağlanmaması gözetim maliyetlerinin caydırıcı etkisi bakımından da değerlendirmeyi gerekli kılmaktadır. Gözetim faaliyetinin başlamamış olması, kontrole yönelik girişimde bulunulmasını zorlaştıran bir etkiye sahiptir. Gözetimi, kontrolden önce başlayan ve belli bir gözetim aşamasında kontrolle birlikte devam eden bir faaliyet olarak ele almaktayız. Kontrolün ileri aşamalarında gözetimin ortadan kalktığını ve kontrol araçlarının yönetim etkisi doğurduğunu kabul etmekteyiz. Bu çerçevede, gözetim, fon verenin sağladığı tutarın kişisel servet ve gelir düzeyi bakımından önemli olmasını gerekli kılmakta; kontrol ise, bunun yanında yeterli kontrol gücünün elde toplanması için fon verilen tutarın şirketin varlıklarının değeri bakımından önemli bir tutar olmasını gerekli kılmaktadır. Kontrol için aranan bu ek koşul, verilen fonun şirkette kontrol sağlamaya yetmeyecek kadar küçük olması halinde kontrol girişimlerinin sonuçsuz kalacak olmasını önlemenin bir gereğidir. Dolayısıyla, kontrol amaçlı girişimler için, öncelikle fon veren bakımından bu

yönde girişimde bulunmaya yetecek bir fon büyüklüğünün olması, bundan sonra da verilen fon tutarı ile şirketin kontrol edilebilir olması gerekmektedir.

Bu koşullar, gözetim ve kontrol amaçlı girişimlerin çok yaygın ve küçük parçalı fon verme durumlarında işlevselliği olmayacak çabalar olarak ortaya çıkabileceğini göstermektedir. Buradan hareketle, rasyonel davranmanın bir gereği olarak, Diamond'ın 1984 tarihli çalışmasında³⁴⁴ açıklanan bedavacılık ve mükerrer maliyet sorunlarının da etkisiyle, çok parçalı ve dağınık fon verme durumlarında, fon verenler bakımından gözetim ve kontrol davranışlarının ortaya çıkmamasını beklemek gerekmektedir. Ancak verilen fon tutarının ve bunun şirket finansmanı içindeki payının gözetim ve kontrol nedeniyle oluşacak maliyetleri katlanılabilir kılmaya başladığı noktadan başlayarak gözetim ve kontrol girişimleri başlayabilecektir.

Bu değerlendirmeler bize gözetim ve kontrol ile ilgili olarak büyüklük koşulunun sağlanması gereğini açıklamaktadır. Bu büyüklük koşulu Diamond'ın 1984 tarihli çalışmasında³⁴⁵ ilk kez formüle edilen finansal aracının gözetim görevinin temel açıklaması niteliğindedir. Bu büyüklük koşulu, ancak “büyük” yatırımcıların, yatırımları ile ilgili bir gözetim davranışı içine girmelerinin anlamlı olacağını göstermektedir. Büyük olma koşulu bireysel yatırımcı bakımından “profesyonel” ya da “nitelikli” olmayı gerekli kılmaktadır.*

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’nun öngördüğü “nitelikli” yatırımcı tanımı diğer bazı ülkelerde de kurala bağlanmış ve uygulanmaktadır.†

Avrupa Birliği düzenlemelerinde³⁴⁶, menkul kıymet yatırımı için ayrılan nakit dâhil 500.000 Euro birikim, son yıl içindeki her üç aylık dönemde, önemli tutarda en az 10’ar menkul kıymet işlemi yapmış olmak ve en az bir yıl süreyle menkul kıymet

* Nitelikli yatırımcı tanımına, kurumsal yatırımcılar, finansal araçlar gibi iş alanı itibarıyla karmaşık finansal araçları ve işlemleri kavramak ve gerçekleştirmek konusunda bilgi ve tecrübe eksikliği olmayan veya olması beklenmeyen kurumlar bir şarta bağlı olmaksızın dâhildir. Bireylerle ilgili koşullar ülkeler bakımından farklılık gösterebilmektedir. Açıklamalarımızda, bazı ülkelerin bireysel yatırımcılar bakımından benimsedikleri “nitelikli yatırımcı” tanımları örnek olarak verilmekte, kurumsal yatırımcılar ve finansal araçlarla ilgili tanımlar ve değerlendirmeler ihmal edilmektedir.

† Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: V No: 90 “Vadeli İşlemler Aracılık Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ”i, Seri: VI No: 15 “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”, Seri: VI No: 24 “Alt Yapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”, Seri: VII No: 10 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” uyarınca, gerçek kişiler bakımından, en az 1 milyon TL. tutarında sermaye piyasası aracına sahip kişiler “nitelikli yatırımcı” kabul edilmektedir.

işlemlerine vakıf olacak şekilde bir menkul kıymet aracılık şirketinde profesyonel olarak çalışmış olmak şartlarından en az iki tanesini sağlayan gerçek kişiler üye ülkeler tarafından “profesyonel müşteri” (professional customer) olarak kabul edilebilecektir.

ABD’de SEC düzenlemeleri³⁴⁷ uyarınca bir gerçek kişinin tek başına veya eşi ile birlikte varlıklarının net değeri (konut, para, menkul kıymet gibi tüm varlıklarından borç ve yükümlülükleri düşülerek bulunan tutar) 1 milyon ABD Dolarından fazla ise veya bir gerçek kişinin kendisine ait geliri geçmiş iki yılda 200.000 ABD Dolarını aşmış veya eşi ile birlikte elde ettikleri gelir 300.000 ABD Dolarını aşmış ve bu düzeylerin cari yılda da aynı şekilde gerçekleşeceği beklenmekte ise bu gerçek kişiler “nitelikli yatırımcı” (accredited investor) olarak kabul edilmektedir.

Nitelikli yatırımcı tanımı konusunda düzenlemeleri bulunan ülkelerde, bu grup yatırımcılara yönelik menkul kıymet satış işlemlerinde bilgilendirme ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bakımından finansal aracılar ve ihraççı şirketler daha esnek kurallara tabi tutulmakta, nitelikli yatırımcılara yönelik birçok bilgilendirme ve kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirilmesinde istisna tanınmaktadır.

Açıktır ki bu gibi düzenlemeler yatırımları belli büyüklüklere ulaşmış yatırımcıların bilgi edinme ve gözetim bakımından kamu gücü tarafından korunmaya muhtaç olmadıkları kabulüne dayanmaktadır. Yukarıda belirtildiği gibi, Avrupa Birliği ülkeleri bakımından menkul kıymet işlemleri için ayrılmış nakit dâhil en az 500.000 Euro ile birlikte belli bir işlem sıklığının veya meslekî tecrübenin varlığının aranmasının, ABD’de kişinin tüm varlıkları ve yükümlülükleri net olarak dikkate alınarak en az 1 milyon ABD Doları tutarında net varlığa sahip olması gereğinin, “nitelikli yatırımcı”nın servetinin ve yatırım tecrübesinin kendi çabasıyla gözetim yapmaya yetecek düzeyde olduğu kabulüne dayandığını göstermesi konusunda, kanaatimizce, ek bir açıklamaya gerek bulunmamaktadır.

Menkul kıymet yatırımları bakımından hukuk kuralı olarak belirlenmiş bu eşiklerin, tasarruf sahibi ile finansal aracılar arasındaki ilişkilerin yürütülmesi ve bunlar arasında çıkan ihtilaflar bakımından önem arz etmekle birlikte, şirketler üzerinde yürütülecek gözetim faaliyeti bakımından bir referans olup olmayacağı hususu

gözetimin maliyeti ile getirisi arasındaki ilişkiye bağlı olacaktır. Gözetim amaçları bakımından profesyonel ya da nitelikli yatırımcı olarak kabul edilecek ve gözetim faaliyetini kendi başına yürütmeye kendi bilgi ve fon birikimi imkân veren tasarruf sahipleri olabilecektir. Bu kapsama girmeyen ve gerekli “büyük”lük kıstasını sağlayamayan tasarruf sahipleri için, Diamond’ın 1984 tarihli çalışmasıyla başlayan ve Bölüm 1.5’te açıkladığımız çalışmaların işaret ettiği şekilde, **kanaatimizce, finansal aracılarn gözetim faaliyetini görev olarak üstlenmelerinin gerekli olduğu önerisinden daha güçlü ve tutarlı bir öneri geliştirme olanağı bulunmamaktadır.**

Diamond³⁴⁸ ve konuyla ilgili olarak yukarıda Bölüm 1.5’te ele alınan diğer çalışmaların hemen hemen hepsinde banka kaynaklı finansman bakımından konu ele alınmıştır. Bizim bu çalışmadaki amacımız, Diamond’la başlayan konu ile ilgili çalışmalardan yola çıkarak, fon verenin gözetim ihtiyacını piyasa kaynaklı finansman modelinde küçük parçalı yatırımlarla sistemde yer alan tasarruf sahipleri ile ilişkilendirerek ele almaktır. Buradan yola çıkarak, konuyu şirketlerde kontrol konusu ile de ilişkilendirerek ele almak çalışmadaki temel amacımızın olmazsa olmaz bir çıktısı olmaktadır. Sermaye piyasası yoluyla finansmanda (piyasa kaynaklı finansman modelinde) küçük parçalı yatırımlarla yer alan tasarruf sahibinin bilgisel sorunlarını çözmeye yarayacak ve bu küçük tasarruf sahibi için gerektiğinde koruma sağlayacak doğrudan mekanizmaların bulunmaması temel çıkış noktalarımızdan birisidir. Bu bakımdan, dağınık ve küçük parçalı yatırımların sahibi olan yatırımcının yerine gözetim görevinin finansal aracılarca yürütölme koşullarının araştırılması bu kapsamdaki akıl yürütmenin ortak sonucu olmaktadır. Diamond’ın 1984 tarihli çalışmasından başlayarak, yukarıda Bölüm 1.5’te çalışmalarını ele aldığımız birçok yazar bu ortak sonuçta birleşmektedir.

Ancak, piyasa kaynaklı finansmana özgü olarak, dağınık ve parçalı yatırımların sahibi adına finansal aracılarca yapılacak gözetimin örgütlenme biçimi ve işleyiş mekanizmaları hakkında bugüne kadar yapılmış bir çalışma dikkatimizi çekmemiştir. Dahası finansal aracılarn gözetim görevi, banka tipi finansman modeli kapsamında ticari bankacılık bakımından çeşitli açılardan analizlere tabi tutulmuş olmakla birlikte, piyasa kaynaklı finansman modeli bakımından yeterli derinlikte ve yoğunlukta ele

alınmamış bulunmaktadır. Piyasa kaynaklı finansman modeli, genellikle ve çoğunlukla, **gözetimsiz** finansman modeli olarak ele alınmış ve incelenmiştir.

Çalışmamızın amacı, piyasa kaynaklı finansmanda küçük ve dağınık yatırımcının korunaksız durumunu ortadan kaldırmaya yönelik bir girişim olmasını hedefleyerek, finansal araçların küçük ve dağınık yatırımcılar adına üstlenecekleri gözetim görevi ile ilgili uygulanabilir bir model geliştirilebilmesine yönelik bir ilk adımı atmak olacaktır.

Değerlendirmelerimiz, yukarıdaki bölümlerde ayrıntılı bir şekilde açıklandığı üzere, özet ve temel olarak şu çıkarımlara ve gerekçelere dayanmaktadır:

Piyasa kaynaklı finansman sisteminde, fon elde eden şirketlerin gözetiminin banka kaynaklı finansmandaki gibi doğrudan ve bankacılık faaliyetleri ile içselleştirilmiş bir şekilde yürütülmediği; bunun yerine, dışsal kurumların ve mekanizmaların hizmetlerinden yararlanılarak dolaylı bir gözetim faaliyetinin yürütüldüğü Bölüm 1.6.3'te açıklanmıştır. Derecelendirme hizmeti, bağımsız denetim hizmeti, kamuya açık bilgi kaynakları (şirketçe kamuyu aydınlatma amaçlı yapılan açıklamalar) ve kurumsal yönetim ilkeleri olarak sınıflandırdığımız piyasa kaynaklı finansmanın dolaylı gözetim mekanizmaları kendisinden beklenen amaçları gerçekleştirmede yetersiz kalmaktadır. Bu yetersizliği, en yakın örnekler olması bakımından, 1990'lardan bu yana gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede yaşanmakta olan şirket yönetim, muhasebe ve denetim skandalları pratik olarak göstermiştir. Bundan da bağımsız olarak, her bir mekanizmanın tarihsel süreç içindeki gelişim çizgisi ve içsel amaçları dikkate alındığında, her bir mekanizmanın birlikte veya ayrı ayrı, piyasa kaynaklı finansmanın gerektirdiği gözetim ihtiyaçlarını karşılamak için yeterli ve yetkin olmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla, piyasa kaynaklı finansmanın dolaylı gözetim mekanizmalarının piyasaların ihtiyaç duyduğu gözetim işlevini yerine getirmek için yeterli olmadığına ilişkin kabulümüz çalışmamızın temel çıkış noktasını oluşturmaktadır.

Banka kaynaklı finansmanda gözetim bakımından bir kaygısı olmayan tasarruf sahibi ya da nihaî yatırımcı piyasa kaynaklı finansmanda gözetimi birçok bakımdan

kendi başına yürütmek durumunda kalmaktadır. Genel olarak sermaye piyasalarının düzenlenmesi ve denetlenmesi şeffaflık (transparency) kavramı çerçevesinde ele alınmaktadır. Bununla amaçlanan, menkul kıymetlere yatırım yapma kararı verecek tasarruf sahiplerinin kararlarının doğru bilgiye dayanması için mümkün olduğu kadar açık ve doğru bir biçimde bilgi akışı ve bilgilenme ortamı sağlayarak, tasarruf sahiplerinin bilgiye ulaşmalarını kolaylaştırmak olarak özetlenebilir. Düzenlemelerin genel amacı kamuoyuna açıklanacak bilgilerin doğruluğunun sağlanmasına yönelik önlem niteliğinde uygulamalar ve bu bilgilerin ulaşacağı kanalların belirlenmesi çerçevesinde gelişmektedir. Böylece bilginin akışının düzgünlüğü ve düzenliliği sağlandıktan sonra bu bilgiye ulaşmak için çaba göstermek ve bu bilgiyi kullanmak tasarruf sahibinin kendi kararına bırakılmış olmaktadır. Doğaldır ki bu durum tasarruf sahibini önemli bir karar süreci ve sorumlulukla baş başa bırakmaktadır. Tasarruf miktarı görece düşük tasarruf sahipleri bakımından bilgiye ulaşmanın maliyeti de önemli bir etken olmaktadır. Aynı şekilde, küçük tutarlı tasarruf sahibinin bilgiyi kullanma becerilerinin de düşük olması ve bu tasarruf sahibinin gözetime yönelik girişimlerinin ihmal edilebilir olması genel bir durum niteliğindedir. Banka kaynaklı finansmanda tasarruf sahibinin ticarî bankaya devretmiş olduğu bu gibi sorumluluklar, piyasa kaynaklı finansmanda genel olarak tasarruf sahibini ve özellikle de küçük tasarrufların sahibini bilgiye ulaşmada ve bilgiyi kullanmada, savunmasız ve donanımsız bir durumda, ciddi bir şekilde dikkate alınması gereken bir yükü karşı karşıya bırakmaktadır.

Özellikle bilgi yükünün ve bilgilenme ile ilgili karmaşık yapı ve durumların ortaya çıkmasının sonucu olarak, uygulamada, hisseleri piyasalarda alınıp satılan şirketlerin bünyesinde hisse sahiplerinin bilgilendirilmelerini sağlamaya yönelik “yatırımcı ilişkileri” (investor relations) veya “hissedar hizmetleri” (shareholder services) birimleri bulunmakta ve bu gibi şirketlerin internet sayfalarında da bu amaca hizmet eden bölümler bulunmaktadır.

Bu internet sayfalarına ilişkin örnekler Ek.1’de yer almaktadır. Dünyanın en büyük şirketlerinden birisinin ve Türkiye’nin en büyük ve şeffaf şirketlerinden birisinin internet sitelerinden alınan ekteki bilgiler nihaî yatırımcı olarak tasarruf sahiplerinin

bilgilendirilmesi bakımından yeterli olgunlukta bir ortamın bulunmadığını bize işaret etmektedir. Her iki bilgi setinde ortak olan husus, tasarruf sahibinin ulaşabileceği bilgilerin daha önce kamuya açıklanmış ve kamuya mal olmuş olan bilgilerle sınırlı olması ve bu bilgileri topladıktan sonraki süreçte tasarruf sahibinin ya bu şekilde edindiği bilgiler ile yetinecek olması ya da profesyonel bir danışmanlık hizmetine yönelmesi gereğidir.

Elektronik olanaklar sayesinde elde edilmesi oldukça kolay hale gelen kamuya açıklanmış bilgileri bu şekilde derleyecek olan küçük ve dağınık yatırımcı, en iyi durumda bile, ağır bir bilgi yüküyle baş başa kalmaktadır. Küçük ve dağınık yatırımcı için gözetim faaliyeti bu aşamadan sonra başlamaktadır. Açıktır ki ulaştığı bilgileri işleme ve kullanılabilir bilgi haline getirme konusunda eğitilmiş ve donanımlı olan sınırlı sayıdaki küçük ve dağınık yatırımcı dışında, genel olarak, bir yetersizlik ve çaresizlik durumundan söz etmekteyiz. Sermaye piyasasındaki nihaî yatırımcının bu teçhizatsız ve büyük bir veri ve bilgi yükü altında tek başına kalmışlık durumunu, banka kaynaklı finansmanın gözetim bakımından ayrıcalıklı konumundan destek alarak, hafifletmenin mümkün olduğu tezini ileri sürmekteyiz.

Bu çerçevede, piyasa kaynaklı finansman sisteminin kendi bünyesinde içselleştirerek geliştirebileceği bir gözetim sisteminin temel unsurlarını aşağıdaki alt bölümlerde açıklamaya çalışacağız. Bundan önce, tarihin az bulunur tesadüflerinden birisi olarak bu çalışmanın planlanmasından ve yazımına başlanmasından sonraki yaklaşık 1 yıllık süre içinde başlayan dünya kredi ve finansman krizinin gösterdiği, bu kriz olmasaydı iddia ve ispat etmekte güçlük çekeceğimiz hususların tezimizi güçlendiren yönlerini öne çıkararak krizden aldığımız dersleri açıklamaya çalışacağız.

3.4. Gözetim ve Kontrol Araçları

Bu bölümde, fon elde eden şirketin ya da projenin gözetiminde yararlanılabilecek bilgi kaynakları, temel analiz yaklaşımları ve kontrol amaçlı olarak kullanılagelen usuller hakkında genel açıklamalar yapılacaktır. Amacımız gözetim ve kontrol amaçlı yöntem ve araçların tam bir listesini vermek değildir. Ekonominin ve piyasaların gelişen koşullarının ve teknolojiye ilerlemelerin sağlayacağı olanakların

gözetim ve kontrol araçlarını sürekli geliştirmeye devam edeceği açıktır. Bu çerçevede, bu bölümde, çalışmamız kapsamında yararlandığımız kaynaklarda öne çıkan gözetim ve kontrol araçları ile şirketler tarihinde uygulamaları görülmüş olan yönetsel ve hukuksal kontrol yöntemlerini mümkün olduğunca özetlemeye çalışacağız.

Yukarıda Bölüm 2.3'te ele alınan Berle ve Means'in 1932 tarihli çalışmalarında,³⁴⁹ şirketlerin kontrolüne yönelik araçlar şu sınıflandırmayla ele alınmıştır:

- i) özel mülkiyet,
- ii) çoğunluk kontrolü,
- iii) azlık kontrolü,
- iv) hukukî araçla kontrol
- v) yönetici kontrolü,
- vi) yeddi emin (güvenilir kişi) kontrolü.

1930'ların başına kadarki süreçte ABD'deki şirketleşme gelişmelerinden yola çıkarak Berle ve Means'in yaptıkları bu sınıflama esas özellikleri itibariyle geçerliliğini korumaktadır.

Türkiye'deki sanayi şirketlerinde kullanılan çeşitli kontrol araçları ile temsil maliyetleri arasındaki ilişkileri inceleyen **Uğurlu**, 2000 tarihli çalışmasında³⁵⁰, şirket yöneticilerinin disipline edilmesi için temel araçların sermaye piyasasında, yönetici işgücü piyasasında ve şirket ele geçirme piyasasında kaynağını bulduğunu belirtmektedir. Uğurlu, yöneticilerle pay sahiplerinin çatışan çıkarlarını dengelemek için kullanılan kontrol araçlarını

- i) kurumsal pay sahipleri,
- ii) büyük pay sahipleri,
- iii) pay sahibi yöneticiler,
- iv) şirket dışından yönetim kurulu üyeleri,

v) şirketin borçlanması ve

vi) yöneticilere teşvikler sağlanması

olarak sıralamaktadır. Uğurlu'nun sıraladığı bu kontrol araçları, yukarıdaki bölümlerde de açıkladığımız çerçevede, literatürde temel olarak üzerinde durulan ve değerlendirilen araçlardır.

Çalışmamızda, gözetim ve kontrol konularını, birbirini izleyen ve bunun yanında ileri ve geri yönlü olarak birbirini besleyen aşamalı süreçler olarak ele almaktayız. Bu bakımdan, gözetimin bilgi edinme ile karakterize edilebilecek ilk aşamalarından başlayarak, kontrolün son aşamalarına kadar başvurulabilecek gözetim ve kontrol araçları birlikte ele alınacaktır. Temel kabullerimiz gereği, kontrol ve gerektiğinde yönetim etkileri göstermeyecek bir gözetim faaliyetinin yeterli ve etkin olamayacağından hareketle, gözetim araçlarının kontrol etki ve sonuçları da doğurabiliyor olması ve kontrol amaçlarına da hizmet edebilir olması değerlendirmelerimizde belirleyicidir.

Bu genel çerçeve içinde kontrol araçları olarak dikkate alabileceğimiz yöntemler ve araçlar aşağıdaki belirleyici üst konu başlıkları itibariyle sınıflandırılarak ele alınmaktadır.

3.4.1. Finansal Bilgi Kaynakları

Piyasa kaynaklı finansmanda en temel ve önemli bilgi kaynağı olarak, finansman aracı olarak çıkarılan menkul kıymetlerin (hisse senetleri, tahviller ve bunların türevleri) piyasada alım-satım kararları sonucunda oluşan fiyatları dikkate alınmaktadır. Hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının bilgisel etkinliği konusunda, özellikle etkin piyasalar hipotezi kapsamında, çok sayıda kuramsal ve uygulamalı çalışma yapılmış ve yapılmaktadır.

Bizim bu çalışmadaki savımız, piyasa fiyat bilgisinin belirlenmesinde ve fiyat bilgilerinin etkinlik düzeyinin artırılmasında belirleyici nitelikteki bilgi kaynaklarının kalitesinin ve etkinliğini artırma gereğidir. Açıktır ki bu savın gereği olarak, piyasaların etkin olmadığı kabulü yaklaşımımızın temelini oluşturmaktadır. Bu çerçevede

çalışmamız bakımından aslolan, piyasa fiyat bilgisinin şirkete ilişkin bilgileri tam olarak yansıtmaması bakımından gerekli kalite düzeyine ulaşmayı hedefleyecek bir gözetim ve kontrol sisteminin inşasına yönelik araçların tespiti.

Dolayısıyla, piyasa fiyat bilgisi, piyasaların etkinlik derecesine bağlı olarak değişmekle birlikte, birçok bakımdan önemli bir bilgi kaynağıdır. Piyasa fiyat bilgisini, alım-satım kararlarını verenlerin başvurdukları başka birçok bilgi kaynağına bağlı olarak oluşan bir türeme bilgi kaynağı olarak değerlendirmekteyiz. Bu bakımdan, çalışmamızda, piyasa fiyatlarının bilgisel özellik ve nitelikleri ile ilgili olarak bir değerlendirmeye girilmemektedir. Bunun yerine, piyasa fiyatlarının aşağıda ele alacağımız bilgi kaynaklarına dayalı bir türeme bilgi olduğu kabul edilerek “şirket bilgisi” olarak ifade ettiğimiz temel bilgi kaynakları ve bilgi unsurlarının etkinliği üzerinde durulmaktadır.

i) Serbest Nakit Akımları

Michael C. Jensen³⁵¹ tarafından geliştirilen Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flow) kavramı ve yaklaşımı uygulamalı finasta kabul görmüş olup, finansal analiz uygulamalarında etkili ve kullanışlı bir yöntem olarak yaygın bir şekilde başvurulmaktadır.³⁵² Jensen, temsil teorisi (agency theory) temelinde ele aldığı serbest nakit akımı (free cash flow) kavramından yola çıkarak bir ‘kontrol hipotezi’ geliştirmektedir. Serbest nakit akımı, uygun bir sermaye maliyeti ile iskonto edildiğinde net bugünkü değeri pozitif olan bütün projeler finanse edildikten sonra kalan fazla nakit akımını ifade etmektedir.

Bu tanım çerçevesinde, serbest nakit akımı için aşağıdaki formül geçerli olacaktır.

Net Kâr + Amortisman ve Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler ± İşletme Sermayesindeki Değişim – **Net** Sermaye (Yatırım) Harcamaları = Serbest Nakit Akımı

Bölüm 2.6’da değerlendirildiği üzere, şirket yöneticisi, kendi tasarrufunda olan şirket kaynaklarının ve gelir akımlarının bu kaynak ve akımların sağlanması için gerekli olan giderlerden sonra kalan kısmını kontrol gücüne sahiptir. Serbest nakit akımları

olarak, yukarıda verilen eşitlikteki gibi formüle edilen bu kaynaklar ve gelir akımlarının büyüklüğü ile yöneticinin şirket yöneticisi olmaktan sağladığı fayda doğru orantılı olarak artan bir seyir gösterecektir.

Bölüm 1.2 ve Bölüm 2.3’de belirtildiği gibi, temsil teorisinin ortaya çıkaracağı yönetici davranış kalıpları yöneticilerin kendi kontrolleri altındaki kaynakları artırma ve şirketi bu şekilde, optimal büyüklüğün ötesinde de olsa, mümkün olduğu kadar büyütme eğiliminde olduklarına işaret etmektedir. Şirketin varlık ve kaynaklarının büyümesi, yöneticiye, en temel bir fayda olarak saygınlık ve sosyal kabul olanakları sunacaktır.

Ülkedeki şirketler hukukunun ve diğer yazılı hukuk kurallarının ve yazılı olmayan iş kurallarının sağladığı çerçevede, şirket yöneticisi, kendi karar ve tasarruf alanına girdiği sürece bu kaynak ve varlıklardan parayla ifade edilebilen faydalar da sağlayacaktır. Hukukî ve sosyal kurallar bakımından kabul edilebilir olduğu sürece, şirket yöneticisi, şirket kaynak ve varlıklarının tasarrufu ve harcanması konusundaki hareket alanını genişletmek için mevcut sınırları zorlama çabasında olacaktır.* Böylece, şirket varlık ve kaynaklarının büyümesi, yöneticiye, sürekli yeni faydalar sağlamaya devam edecektir. Dolayısıyla, yöneticiler sermaye maliyetinin altında getirisi olsa bile serbest nakit akımlarını, mümkün olduğu kadar artan bir şekilde, şirketin kendi kontrollerindeki varlıklarının ve kaynaklarının büyütülmesi ve çoğaltılması için harcayacaklardır.

Bu değerlendirmeler, bize, serbest nakit akımlarının şirkette kontrolü sağlamaya yönelik bir araç olarak kullanılma olanakları konusunda fikir vermektedir. Jensen’ın geliştirdiği ve “kontrol hipotezi”nin dayanağı olarak ele aldığı serbest nakit akımlarından, bu bilginin izlenmesi suretiyle, şirket dışındakilerin kullanabileceği bir gözetim aracı olarak yararlanılabilecektir.

Jensen’ın değerlendirmelerinden yararlanarak, serbest nakit akımının düzeyi şirket yöneticisinin şirket varlık ve kaynakları ile ilgili kontrol düzeyinin de bir

* Bu kabuller, Jensen ve Meckling (1976) ve Jensen (1986)’den yola çıkarak, çok ortaklı anonim şirket tipi örgütlenmelerde yöneticinin göstereceği ortalama bir davranış kalıbı olarak ele alınmaktadır. Yöneticinin bu davranış kalıbını göstermeyeceğinin kabulü halinde şirket kontrolü konusunu başka bir bakış açısıyla yeniden ele almak gerekmektedir.

göstergesi olacaktır. Çok yüksek serbest nakit akımı düzeyi şirket yöneticisinin şirket varlık ve kaynakları üzerindeki kontrolünün de yüksek düzeyde olduğunu gösterecektir.

Eğer şirket yöneticisi şirket net kârının ve işletme sermayesindeki değişimin dikkate değer bir bölümünü yatırım harcamalarına yönlendirmiyor ise muhtemeldir ki şirket ortaklarının ve şirkete borç verenlerin orta ve uzun vadede kazançlarını artıracak yatırımlar yerine, şirket bünyesinde nakit ve kolay nakde dönüşebilir varlıklar olarak tutarak bu nakit ve benzeri varlıkların sağladığı olanaklardan kişisel olarak yararlanmayı hedeflemiş olacaktır. Serbest nakit akımlarının yüksek düzeyi, şirket yöneticisine, kendi ofis konforunu artıran harcamalar ile başlayıp aile üyelerinin eğitime yönelik ve sosyal harcamaları dâhil birçok kişisel harcamayı yapabilme olanağını kapsayabilen ve şirkete ait özel jetlerle seyahat edebilmeye kadar giden bir dizi kişisel refah artırıcı harcamayı kolaylıkla yapabilme fırsatı sağlayacaktır. Dolayısıyla, çok yüksek serbest nakit akımı düzeyi şirket yöneticisinin, şirket ortaklarının ve şirkete borç verenlerin çıkarlarına uygun davranmıyor olabileceği konusunda bilgi sağlayan bir gözetim aracı olarak kullanılmaya uygundur.

Aynı durum, serbest nakit akımlarının düşük değerler alması halinde, şirket yöneticisinin kendi kişisel faydasından daha çok, şirket ortaklarının ve şirkete borç verenlerin çıkarlarını dikkate alıyor olabileceğini gösteren bir bilgi olarak da geçerliliğini korumaktadır. Düşük serbest nakit akımları tutarı, şirketin üretim yaparak stoklara veya satışlardan kaynaklanan kısa vadeli alacaklara bağlanmış cari varlıkları olduğunu ve/veya şirketin üretim kapasitesini ve olanaklarını artırmak için sabit sermaye yatırımları yaptığını gösterecektir. Bu da şirket yöneticisinin kendi kişisel faydasını artıracak şekilde serbest nakit akımı yaratmak yerine, elde edilen nakit akımlarını üretim ve yatırıma yönlendirerek şirket ortakları ve şirkete borç verenler için fayda sağlayacak sonuçlar elde etmeye çalıştığına işaret edecektir.

Bu çerçevede, serbest nakit akımları bilgisini, aşağı yönlü veya yukarı yönlü alacağı değerler bakımından geçerli olmak üzere, şirket yönetiminin şirket kaynak ve varlıkları ile ilgili kararlarının kendi kişisel faydasını artırma veya ortakların ve şirkete borç verenlerin faydalarını artırma sonucu verebilecek davranışlardan hangisine yönelik

olabileceği konusunda uygun bir gözetim aracı olarak kullanmak mümkün bulunmaktadır.

ii) Borçlanma Düzeyi

Şirkete borç verenler, yukarıda Bölüm 1.2.3 ve Bölüm 1.2.4'teki değerlendirmelerden de görüleceği üzere, şirkete sermaye koyanlara kıyasla, daha düşük yoğunluklu bir gözetim davranışı içinde olacaklar ve gözetimin ileri aşamalarına gitmekten elde edecekleri fayda beklentisi görece daha düşük olacağından ileri düzey gözetim davranışından uzak duracaklardır. Bölüm 2.6.2'de, borçlanma ile kontrol arasındaki ilişkinin, ancak borç anapara ve faiz tutarının geri ödenmesinin tehlikeye girmesi ile birlikte önemli bir şekilde ortaya çıkacağını değerlendirmiştik. Bu değerlendirmeler çerçevesinde, borçlanma düzeyi belirli eşikleri aşmadıkça esasen borç verenlerin bir gözetim ve kontrol ihtiyacı duymayacaklarını söylemek gerekmektedir.

Bu durum, Bölüm 2.1.1'de sermaye yapısı teorisi kapsamında ele aldığımız Değiş-Tokuş Teorisi ile ilgili değerlendirmeleri de hatırlamamızı sağlamaktadır. Değiş-Tokuş Teorisi, vergi avantajlarından yararlanmak üzere şirketlerin bu avantajın kaybolacağı düzeye kadar borçlanmakla daha yüksek sermaye kârlılığı elde edeceklerini, borç düzeyinin belli bir aşamaya ulaşması ile birlikte hem vergi avantajının ortadan kalkacak olması ve hem de borcu ödeyememe ve iflas riskinin ortaya çıkması nedeniyle borçlanmanın maliyetinin giderek artacağını; şirketin artan risk düzeyi nedeniyle borçlanma maliyetinin artacak olmasının da bunda önemli bir etken olacağını ileri sürmektedir.

Bölüm 2.6.2'de ele alınan Jensen'in 1986 tarihli çalışmasında³⁵³ borçlanmanın kontrolle ilişkisi, borçlanmanın maliyetleri ile avantajları arasında uygun bir dengenin şirket yöneticisi tarafından kurulacağı ve borcun faizinin ve anaparasının geri ödenmesi gereğinin şirket yöneticisi üzerinde yaratacağı baskının yönetici üzerinde bir kontrol aracı olarak kullanabileceği açısından kurulmaktadır. Öte yandan, Jensen'in aynı çalışmasındaki serbest nakit akımı ile ilgili değerlendirmelerinden de yararlanarak, borçlanmanın maliyetini aşan bir getiri sağlanabildiği sürece borç/sermaye oranının

artırılmasının yöneticinin şirket kaynakları üzerindeki kontrol olanaklarını artırıcı etkide bulunacağı sonucunu çıkarmak gerekmektedir.

Bölüm 2.1.2’de sermaye yapısı teorisi kapsamında ele alınan Sıralı Tercih (Finansman Hiyerarşisi) Teorisi, dengesiz bilgi dağılımının geçerli olduğu bir piyasa ortamında, menkul kıymetin düşük fiyatlanması etkisinden ve düşük yatırımdan kurtulmak için, şirketlerin sırasıyla, önce içsel kaynakları kullanarak finansman sağlayacağını, sonra riski düşük borçlanma senedi ihraç edeceğini, daha sonra riskli borç senedi ihraç edeceğini ve son çare olarak yeni hisse senedi ihraç etmek suretiyle en uygun finansman sağlama sıralamasını tercih edeceğini iddia etmektedir. Sıralı Tercih Teorisi’nin bu önermesinin temelinde gözetim ve kontrol etkilerinden kaçınmanın var olduğunu gözden uzak tutmamak gerekmektedir.

Anlaşılabacağı üzere, Sıralı Tercih Teorisi çerçevesinde önce içsel kaynaklardan finansman sağlama tercihi gözetim açısından mevcut durumda değişiklik yaratmayan, dolayısıyla gözetim ve kontrol sonuçları bakımından şirket yönetimlerince en tercih edilir finansman yöntemi olacaktır. Bu tercih önceliği, şirket yöneticisinin gözetim ve kontrol açısından mevcut durumunu koruma güdüsüne dayanmaktadır. Çünkü diğer bütün finansman yöntem tercihleri içsel finansmana kıyasla daha yüksek bir gözetim ve kontrol düzeyi olasılığını ifade edecektir.

İkinci aşama olarak, içsel finansman kaynaklarının tükenmesi ile birlikte, riski düşük borçlanma senedi ihracı yoluyla finansman sağlanması, risk durumu itibarıyla ödenmeme veya iflas olasılığı düşük bir finansmanın borç verende gözetim ve kontrol ihtiyacı doğurmayacak bir düzeyde olmasını sağlayacaktır. Böylece şirket yönetimi düşük risk içeren borçlanmanın düşük gözetim ve kontrol sonuçlarından yararlanıyor olacaktır. Bu şekilde finansmanın devamında, risk düzeyi düşük borçlanmanın artışıyla ulaşılan yeni borç düzeyleri şirketin risk düzeyini de artıracığından, şirket ancak daha yüksek risk içeren borçlanma senetleri ile finansman sağlayabiliyor hale gelecektir.

Üçüncü aşamada, öncekine kıyasla daha yüksek düzeyde risk içeren borçlanmalar nedeniyle, şirket yönetiminin daha ileri düzey bir gözetim ve kontrol etkisine maruz kalması beklenmelidir. Dolayısıyla, borcun artan risk düzeyi, borç alan

üzerinde borç verenler tarafından ciddi bir gözetim ve kontrol davranışı ortaya çıkaracaktır.

Sıralı Tercih Teorisi kapsamında son aşama olarak, şirkete özgü borçlanma maliyetlerinin giderek artması sonucu hisse senedi ile finansman yönteminin tercih edilecek olması gözetim ve kontrol bakımından da yoğun bir düzeyi doğuracaktır. Yeni hisse senedi finansmanı, mevcut ve muhtemel pay sahiplerine yönelik olarak, öncelikle mevcut durum ve finansmandan sağlanacak fonların kullanımına yönelik planlar konusunda ikna edici bilgilendirme yapılmasını gerektirecektir. Şirketin finansman olanaklarının son aşamasına gelmiş olması, şirketin bütün paydaşları (stakeholder) tarafından daha yoğun bir gözetime ve kontrole tabi tutulur hale gelmesi sonucunu doğuracaktır.

Görüldüğü üzere, Sıralı Tercih Teorisi, finansman yöntemlerinin değişmesi ile açıklanan bir gözetim ve kontrol etkisine dayanmaktadır. Finansman yönteminin gözetim ve kontrol sonuçları ile ilişkisi, borçlanarak finansman sağlamanın, özellikle şirketin risk düzeyinin düşük olduğu aşamalarda, hisse senedi finansmanına kıyasla şirket yönetimine daha düşük düzeyde bir gözetim ve kontrol ortamı sağlayacağı sonucu çıkmaktadır. Şirketin risk düzeyi arttıkça, borcun geri ödenmesini sağlamaya yönelik gözetim ve kontrol düzeyi artacağından, şirket yönetimi üzerindeki baskı artacaktır. Hisse senedi finansmanı, yukarıdaki bölümlerde açıklanan sebepleri de dikkate alarak, getiri beklentisinde teorik bir sınır söz konusu olmayan fon verenlerin şirket üzerinde sürekli ve daha yoğun bir gözetim ve kontrol çabası içinde olmaları sonucunu doğuracaktır.

Sonuç olarak, özellikle şirketin risk düzeyinin görece düşük olduğu durumlarda borçlanarak finansman sağlanması şirket yönetimi üzerindeki gözetim ve kontrolün düşük düzeyde gerçekleşmesini doğuracaktır. Şirketin risk düzeyi arttıkça bu gözetim ve kontrol düzeyi artacak; hisse senedi çıkararak finansman yönteminin tercihi halinde ise gözetim ve kontrol düzeyi belirgin bir şekilde yükselecektir. Buradan hareketle borçlanmanın şirket yönetimleri tarafından bir kontrol aracı olarak kullanılma olanağı ortaya çıkmaktadır. Finans yazınında da yaygın olarak geçerliliği kabul edilen bu yaklaşım, serbest nakit akımı yaklaşımı kapsamındaki değerlendirmelerin de ışığında,

borçlanmanın hisse senedi finansmanına kıyasla şirket yöneticisine şirket kaynakları üzerinde daha yüksek bir kontrol imkânı vereceğini göstermektedir. Dolayısıyla, borç düzeyi ödeyememe veya iflas riski doğuracak düzeylere henüz ulaşmamış olan şirketlerde yeni borçlanmaların şirket yönetimlerinin kontrol gücünü artıran bir finansman yöntemi olacağı anlaşılmaktadır.

Özetlersek, şirket üzerinde, şirketin borçlanma düzeyi ile birlikte aynı yönlü artan ve azalan bir gözetim ve kontrol davranışı beklemek gerekmektedir. Yüksek borç düzeyi şirketin risk düzeyini artıran etkisi dolayısıyla daha yüksek bir gözetim ve kontrol yoğunluk düzeyini gerektirmektedir. Yüksek borçlanma düzeyi, şirket yöneticisinin kullanabileceği serbest nakit akımlarının artışı anlamına gelmesi bakımından da gözetimi teşvik eden bir etken olarak değerlendirilmektedir. Bu bakımlardan, daha yüksek borç düzeyi daha yüksek yoğunluklu bir gözetim ve kontrol düzeyini gerektirecektir.

iii) Temettü Ödemeleri, Büyüklüğü ve Dağıtım Sıklığı

Şirket yönetiminin şirket kârının dağıtımı ile ilgili öneri ve kararları da yönetimin şirket ortaklarının fayda sağlaması yönündeki eğilimleri konusunda bir gözetim aracı olabilecektir. Temettü ödemesi serbest nakit akımlarının tersi bir yaklaşımla da ele alınabilir. Serbest nakit akımları hesaplamasında bütün nakit ve kolay nakde dönüşebilen kalemlerdeki giriş ve çıkışlar “işletme sermayesindeki değişim” kalemi içinde değerlendirilmektedir. Böylece temettü ödemeleri serbest nakit akımlarında bir azalışı ifade etmektedir. Bu da şirkete ait serbest nakit akımlarını kontrol etme gücünü elinde bulunduran yöneticinin veya yönetici ortağın kontrol gücünü azaltan ve bu gücü bütün ortaklara payları oranında veren bir sonuç doğurmaktadır. Şöyle ki şirketin kârını ağırlıklı olarak şirket pay sahiplerine dağıtma eğiliminde olan bir şirket yönetimi şirket varlık ve kaynaklarının kontrol edilmesinden kişisel fayda sağlamaktan çok, şirket ortaklarının faydasının elde edecekleri temettü geliri yoluyla artırılmasını sağlamaya eğilimli olduğunu göstermiş olmaktadır.

Bu değerlendirmelerin teorik olarak halen tartışılmakta olan bir konuyu içerdiğini belirtmemiz gerekmektedir. Temettü politikası ve sinyal teorisi çerçevesinde

ele alınan bu tartışmalı konu ile ilgili olarak şirketlerin temettü politikası bakımından sinyal teorisinin* geçerli olduğu kabulünden yola çıkmaktayız.

Konu ile ilgili yapılan çalışmalar sayesinde, temettü ödemelerinin şirketin faaliyetleri ve faaliyet sonucu ile ilgili bir bilgi aktarma mekanizması olduğu hususu, özellikle hisseleri piyasalarda alım satıma konu olan şirketler için, geniş bir literatürün ortaya çıkmasını sağlamıştır. Şirketin temettü politikasının sadece geçmiş ve cari dönem sonuçları ile ilgili bir karar olmadığı, aynı zamanda, şirketin gelecekteki gelir beklentileri ile ilgili olarak yöneticilerin sahip olduğu bilginin piyasaya aktarılması rolünün de bulunduğu değerlendirilmiştir.³⁵⁴ Sinyal teorisi konusundaki çalışmaların değerlendirilmesi çalışmamızın kapsamı dışındadır. Ancak, “sinyal etkisi (signalling effect)” olarak ele alınan ve “sinyal teorisi (signalling theory)” şeklinde ciddi bir çalışma alanı bulan temettü ödemelerinin şirketin gelecek beklentileri hakkında bilgi aktarma işlevinin, dengesiz bilgi dağılımını azaltıcı etkisi bakımından gözetim ve kontrol sorunlarını hafifletici bir rol üstlenmiş olduğunu kabul ederek konuya yaklaşmaktayız.

Baskin’de³⁵⁵ ortağın bilgilenme hakkının ve ihtiyacının karşılanması olarak ele alınan temettü dağıtımı konusu, Jensen’de³⁵⁶ serbest nakit akımlarının öne çıkardığı kontrol olanakları bakımından ele alınmıştır. Baskin, tarihteki ilk şirketleşme örneklerinde temettü ödemelerinin şirket kurucuları ve yöneticilerinin hisse sahiplerine güven verme aracı olarak işlev gördüğüne işaret etmektedir. Girişimci, düzenli temettü ödemeleri yaparak, kendilerinden para topladığı kişiler nezdinde güven sağlama olanağı elde etmektedir. Dengesiz bilgi dağılımının varlığında, girişimci ve yöneticinin temsil sorunlarını azaltmayı hedefleyen bir temettü politikasının varlığını ve işlevselliğini kabul etmek hem Baskin ve hem de Jensen’in analizleri bakımından anlamlı gözükmektedir. Bu çerçevede, şirketin temettü politikasının bir gözetim ve kontrol aracı olarak ele alınmaya uygun olduğunu değerlendirmekteyiz.

* Sinyal teorisi (signalling theory) dengesiz bilgi dağılımı ortamında, bilgi üstünlüğü olan temsilcinin aldığı kararlar ve gösterdiği davranışlar yoluyla temsil edilene gerçek durum hakkında örtülü bir şekilde bilgi işaretleri verdiği yaklaşımına dayanmaktadır. Böylece, temsil edilen, temsilci tarafından gönderilen sinyalleri doğru algılayıp değerlendirebildiği takdirde, temsilcinin gerçek niyeti ve amacı konusunda çıkarımlar yapabilecektir. İşgücü piyasası ile ilgili analiz ve sinyal teorisinin ekonomik teoriye ilk uygulaması için bkz. Michael Spence, “Job Market Signalling”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3, August 1973, ss. 355-374.

Temettü ile ilgili bu görüşü saadet zinciri tipi veya piramit tarzı bütün organizasyonlar bakımından ele alarak desteklemek mümkündür. Şöyle ki, saadet zinciri oluşumlarının başarısı sisteme katılanlara geri dönecek nakit akımlarının ödenebilirliği ile ilgilidir. İlk katılımlardan sonraki katılımlar, esas olarak, önceki katılımcıların elde ettikleri nakit akımları hikâyeleri ile beslenmektedir. Daha önce sisteme katılanların, yatırdıkları parayı fazlasıyla geri almış olmaları yeni katılımcılara çok önemli bir denetim ve gözetim bilgisi sağlamaktadır. Bu bilgi, yeni katılımcılar bakımından yatırdıkları fonların kontrolünü kaybetmeyeceklerine yönelik bir güven etkisi yaratmaktadır. Kendileri kontrol etmiyor olsalar bile, kendilerine veya kendileri gibi para yatıran diğerlerine dönen paraların sağladığı, sistemin gözetim altında tutuluyor olduğu sanısı ve parasal akışın devamının bu bilgi akımını besler nitelikte olması kontrolle ilgili bu güven etkisini destekleyen ve sürdüren bir mekanizmadır. Gerçekten de, saadet zincirinin organizatörü bakımından, geri ödemelerin yapılabiliyor olması bir güven sağlama aracıdır. Tümüyle önceki katılımcılara yönelik nakit akımlarının bilgi aktarma gücü ve etkisi ile sağlanan bu güven, nakit akımlarının kesintiye uğraması ile birlikte ortadan kalkmakta ve saadet zincirinin kopuşunu hazırlamaktadır. Bu şekilde, nakit akımları saadet zincirinde de bir kontrol etkisi yaratmaktadır. Önceki katılımcılara yönelik nakit akımlarının devamlılığı sistemin kontrolünün katılımcılarda olduğu sanısını doğurmaktadır.

Kanaatimizce, bu sanının gerçek bir durumun görünüşü olmadığını ispata kalkışmak yersizdir. Zira özellikle zincirin başlangıç aşamalarında, katılımcılara düzenli ve yüksek nakit akımları sağlama zorunluluğu organizatörlerin tercihlerinin ötesinde katılımcıların kontrol gücüne, beklentisine ve isteklerine göre ayarlanan bir durum olarak düşünülmelidir. Başlangıçta ve devamında, katılımcıların istek ve beklentilerinin karşılanmaması ve nakit akımlarının kesintiye uğraması zincirin kopmasına ve sistemin çökmesine yol açabilecektir. Tarihteki Ponzi* usulü büyük zincirler† bu yaklaşımı

* Ponzi usulü finansman ya da Ponzi yöntemi (Ponzi scheme), İtalya'dan ABD'ye göç ederek gerçekleştiği dönemde tarihin en büyük, şaibeli ve kurnazca planlanmış sahtekârlık zincirlerinden veya piramitlerinden birini oluşturan ve bunu uzun süre devam ettirebilen Charles Ponzi (1882-1949)'den esinlenerek yerleşmiş bir terimdir.

† 2008 yılının son ayında ortaya çıkan, ABD'deki en büyük borsalardan biri olan NASDAQ'ın bir süre başkanlığını da yapmış olan Bernard L. Madoff adlı şahsın yönettiği fonlar yoluyla Ponzi usulü finansman (saadet zinciri) yöntemini kullanarak müşterilerinin 50 milyar ABD Doları kaybetmesine yol açması tarihi en büyük boyutlu saadet zinciri olayı olarak geçmiştir. Bernard L. Madoff, çok uzun yıllar, sürekli olarak aynı düzeyde ve piyasa koşullarına göre normal bir getiri oranı sağlamış, seçkin bir müşteri kitlesini hedefleyerek buna uygun pazarlama yöntemleri ile dünya çapında ünlü ve/veya varlıklı kişilerin ve hatta müşterilerine ait fonları yöneten

doğrulayan örnekleri bol miktarda sunmaktadır.³⁵⁷ Bu olaylar da göstermektedir ki bir getiri elde etme ümidiyle para yatırılan bir saadet zincirinde (bunların başlangıçta gerçek birer yatırımmış gibi tanıtıldığını ve kabul edildiğini akılda tutmak gerekir) yatırımdan sağlanan geri dönüşlerin sürekliliği bir güven unsuru olarak yer almaktadır. Bu şekilde nakit akımlarının saadet zincirlerinde de kontrol ile ilgili bir gösterge olabileceği düşünülmektedir. Kontrol organizatörde iken nakit akışı esas olarak organizatöre doğru olacak ve kontrol katılımcılarda olduğunda nakit akışı katılımcılara doğru olacaktır. Bu şekilde, nakit akımlarının yönüne bağlı bir kontrol gücü etkisinden saadet zinciri ve piramit tarzı finansman organizasyonlarında da söz etmek yanlış olmayacaktır. Bu yaklaşım ile öne çıkarmak istediğimiz husus, bir yatırımla ilgili nakit akımlarının ve/veya nakit geri dönüşlerinin yatırımla ilgili kontrol gücü açısından bir gösterge olarak kullanılabilmesidir. Nitekim Baskin'in yukarıda sözünü ettiğimiz çalışması, ilk şirketleşme örneklerinde de uygulamanın şirketin her yeni seferinin* sonrasında kazancın ortaklar arasında paylaşılması şeklinde olduğunu açıklamaktadır. Hem uzun süreli ve karmaşık kayıt ve muhasebe işlemlerinden kaçınmayı ve hem de yatırımcıların güvenlerini kazanarak sonraki seferler için de kolaylıkla fon toplayabilmeyi sağlayan bu uygulama temettü ödemeleri ve nakit akımlarının yönüne bağlı olarak ortaya çıkan gözetim ve kontrol durumunu bize göstermektedir.

Böylece, şirketlerin temettü ödemelerinin şirketin yatırım kararları ve şirket yöneticilerinin yatırım ve getiri beklentileri hakkında bir bilgi içerdiği görüşünden yola çıkarak temettü ödemelerinin şirket üzerinde bir gözetim ve kontrol aracı olarak kullanılabilmesi sonucuna ulaşılabilmektedir.

iv) Şirketin Finansal Raporlama Bilgileri

Şirketin finansal raporlarından ve bu kapsamda finansal tablolarından elde edilen her türlü bilgi şirketin faaliyetleri ve bunların sonuçları hakkında bize fikir

büyük finansal kurumların fonlarını toplamıştır. 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers adlı oldukça köklü ve büyük yatırım bankasının batması ile yoğunluğu artan kriz ortamında para akışının azalması nedeniyle zinciri döndüremeyeceğini gören Madoff, durumu kendi şirketlerinde çalışan oğullarına açıklayarak kendi oluşturduğu saadet zincirinin ortaya çıkmasını sağlamıştır. Bu hikâye, ortaya çıktığı günlerde ve sonraki aylarda basın yayın organlarında geniş yer bulmuştur. Bu olayda vurgulamak istediğimiz husus, müşterilere para akışının sağlanamaması sonucu ortaya çıkması olası durumun zinciri yönetenin bizzat kendisi tarafından önceden görülerek zincirin ortaya çıkarılması durumudur.

* İlk şirket örneklerinin özellikle İngiltere'de deniz aşırı ülkelere yapılacak ticaret seferlerini finanse etmek isteyen girişimciler tarafından yapılan geçici organizasyonlar olduğunu dikkate almamız gerekmektedir.

vermekte ve bu bilgiler şirketi ve faaliyetlerini değerlendirmeyi amaçlayanlarca kullanılan ilk ve temel bilgi kaynağı olmaktadır.

Finansal raporlama bilgileri şirketlere fon aktarımında aracı olan bütün finansal araçlar bakımından da temel bir bilgilenme ve gözetim aracıdır. Ticarî bankacılıkta, bankadan kredi alan şirketin finansal raporlama bilgileri düzenli aralarla (3 aylık, 6 aylık gibi) bankaya ulaştırılmakta ve banka tarafından düzenli olarak incelemeye tabi tutulmaktadır. Ticarî banka tarafından gerek görüldüğünde ek finansal bilgiler de temin edilerek daha ayrıntılı değerlendirmeler yapılabilmektedir.

Piyasa kaynaklı finansman sistemi ise şirket finansal raporlarının tüm piyasa katılımcıları tarafından kolaylıkla ulaşılabilir olmasını sağlamaya yönelik düzenlemelere ve mekanizmalara dayanmaktadır. Elektronik haberleşme ve bilgilendirme olanaklarının gelişmesi ile birlikte giderek daha fazla bir şekilde elektronik ortamda ulaşılabilirliği sağlanmaya çalışılan bu bilgi kaynakları piyasa kaynaklı finansmanın en önemli ve temel bilgi kaynağı niteliğindedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu (SEC)'nce 1996'dan beri yürütülmekte olan (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval) EDGAR³⁵⁸ sistemi, İngiltere'de Finansal Hizmetler Kurulu (Financial Services Authority) tarafından 30 Eylül 2008'den önce Firms Online adıyla ve bu tarihten sonra (Gathering Better Regulatory Information EElectronically) GABRIEL³⁵⁹ adıyla yürütülmekte olan sistem, Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından Haziran 2009'da uygulamaya geçirilmiş bulunan (Kamuyu Aydınlatma Platformu) KAP³⁶⁰ şirketlere ilişkin bilgilere kamuoyu tarafından kolay ulaşılmasını sağlamaya yönelik mekanizmalara örnek olarak gösterilebilir.

Bu ve benzeri (gazetelerde ilân, şirketlerin kendi elektronik sitelerinde ilân, istendiğinde şirketlerden temin edilebilme gibi) yöntemlerle kamuoyuna açık bulunan şirket bilgilerinden yararlanma yöntemi ve bu amaç için kullanılacak araçlar kullanıcının amaç, beklenti ve özelliklerine bağlı olarak değişecektir. Finansal analizin temel bir kuralı olarak, işlenmemiş finansal bilgilerin nasıl bir işleme tabi tutulacağı kullanıcının hedeflerine bağlı olarak değişen bir nitelik göstermektedir. Bu çerçevede, örneğin bir ticarî banka bir şirketin finansal raporlama bilgilerini şirkete verilen borcun

geri ödenme süresi içinde şirketin elde edeceği nakit akımlarının bu borcu ödemeye yeterli olup olmayacağını araştıran genellikle kısa vadeli bir bakış açısıyla işleme tabi tutarken, şirketin uzun vadeli kârlılığı ve büyümesinden fayda sağlamak üzere şirket hissesi almış olan tasarruf sahibi şirketin uzun vadeli verimlilik ve kârlılık (performans) beklentileri ve buna yönelik sabit yatırımları gibi genellikle uzun vadeli bir bakış açısıyla aynı finansal raporları işleme tabi tutacaktır.

Gerçekte finansal raporların ticarî banka ve tasarruf sahibi tarafından bilgi edinme ve gözetim amaçlı bir analize tabi tutulması ortak bir amaç iken, bu işlemin farklı bakış açıları dolayısıyla farklı bilgileri kullanarak, farklı yöntemlerle yapılması iki kullanıcı arasındaki farklılığı göstermektedir.

Bu kapsamda, şirketler tarafından hazırlanan finansal raporların kullanıcılara yönelik amacı bakımından Uluslararası Muhasebe / Finansal Raporlama Standartlarına (UMS/UFRS) ilişkin Kavramsal Çerçeve metni önemli bir bakış açısı sağlamaktadır. UMS/UFRS'nin çevirisi niteliğindeki Türkiye Muhasebe / Finansal Raporlama Standartlarına (TMS/TFRS) ilişkin Kavramsal Çerçeve'nin 6 numaralı paragrafı şu şekildedir:

“Kavramsal Çerçeve konsolide finansal tabloları da içermek üzere genel amaçlar için hazırlanan finansal tabloları dikkate almaktadır. Burada kullanılan “finansal tablolar” sözü de genel amaçlar için hazırlanan finansal tabloları ifade etmektedir. Bu finansal tablolar en az yılda bir kez yıllık olarak hazırlanıp sunulmakta ve geniş bir kullanıcı yelpazesinin ortak ihtiyaçlarına cevap vermek durumundadırlar. Kullanıcıların bazıları finansal tablolarda yer alan bilgilerin dışında ilave bilgilere ihtiyaç duyabilirler ve bu bilgilerin kendilerine verilmesini şart koşabilecek durumda olabilirler. Birçok kullanıcı ise en önemli bilgi kaynağı olarak sadece finansal tablolara güvenmek zorundadır. Bu nedenle finansal tablolar genel olarak bu tür kullanıcıların ihtiyaçları dikkate alınarak hazırlanmalı ve sunulmalıdır. Özel amaçlı finansal tablolar, örneğin, izahnameler ve vergileme için hazırlanan hesaplamalar, Kavramsal Çerçevenin

kapsamı dışındadırlar. Bununla birlikte, özel amaçlı finansal tabloların hazırlanmasındaki şartların elvermesi halinde de Kavramsal Çerçeve esas alınabilir.”

Aynı yaklaşım, Türkiye Muhasebe Standardı (TMS) 1 – Finansal Tabloların Sunuluşu standardının 9 numaralı paragrafında şu şekilde yer almaktadır:

“Finansal tablolar işletmenin finansal durumunun ve finansal performansının biçimlendirilmiş sunumudur. Finansal tabloların amacı, geniş bir kullanıcı kitlesinin ekonomik kararlar almalarına yardımcı olan işletmenin finansal durumu, finansal performansı ve nakit akışları hakkında bilgi sağlamaktır. Ayrıca finansal tablolar, yöneticilerin kendilerine emanet edilen kaynakları ne etkinlikte kullandıklarını da gösterir. Finansal tablolar bu amaca ulaşmak için işletmeyle ilgili aşağıdaki bilgileri sunar:

- a) Varlıklar;*
- b) Borçlar;*
- c) Özkaynaklar;*
- d) Gelir ve giderler, karlar ve zararlar dâhil;*
- e) Ortakların ortak olmaları sebebiyle yaptıkları katkılar ve ortaklara yapılan dağıtımlar ve*
- f) Nakit akışları.*

Bu bilgi, dipnotlarda yer alan diğer bilgilerle birlikte finansal tablo kullanıcılarının işletmenin gelecekteki nakit akışlarını ve özellikle bunların zamanını ve kesinliklerini tahmin etmelerine yardımcı olur.”

Kamuya açıklanan finansal tabloların ve yapılan finansal raporlamaların bu şekilde genel amaçlara hizmet edecek şekilde hazırlanma gerekliliği kullanıcıların kendi ihtiyaçları için gerekli düzeltme, değerlendirme, ek bilgi toplama gibi işlemleri ayrıca yapmalarını gerekli kılmaktadır. Piyasa kaynaklı finansman modelinde şirketle ilgili finansal bilgi kaynaklarının genel niteliği bu şekilde ortaya çıkmaktadır.

Bu durum ticarî bankacılıkta, bankanın ihtiyaçlarına özgü bir bilgi toplama ve işleme amaçlı bir çerçevede gerçekleşmektedir. Her banka kendi değerlendirme ilkelerine uygun düşen bir bilgi seti elde ederek özel amaçlı hazırlanmış bilgiyi kullanabilmektedir.

Örneğin, mevduat toplamayan ve kredi bankası olarak faaliyet gösteren Karadeniz İşbirliği Kredi Bankası'nda (Yunanistan) proje kredisi değerlendirme sürecinde görev yapan bir uzman ile yaptığımız yüz yüze görüşmede, proje finansmanı (projeye dayalı borç verme) işlemlerinde, borç verme işlemi tamamlandıktan sonra borç alanlardan gözetim amaçlı olarak istenen bilgiler, temel olarak, şu şekilde sınıflandırılmıştır:

Kredi alanın ve projenin durumuna göre daha sık aralıklarla ve gerekirse ek bilgiler de istenmekle birlikte, 3'er aylık dönemler itibariyle, standart olarak, projeye ve projeyi uygulayan şirkete ilişkin

1) *Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr (EBITDA)/(Net/Brüt) Faiz Giderleri Oranı*

2) *Toplam Borçlar/EBITDA < 5 şartı*

3) *Kaldıraç Oranı*

4) *Cari Oran*

bilgileri temin edilmektedir.

Bu değerlendirmelerde, "Toplam Borçlar/EBITDA" oranının 5'ten küçük olması gereğine dikkat edilmekte, (1)'deki şirketin borçlarını ödeme gücünü ifade eden oranın yüksekliği ölçüsünde şirketin ilgili krediyi ödeme gücünün olacağı değerlendirilmekte, (3)'teki borçlanma düzeyini gösteren oranın mümkün olduğunca düşük olması olumlu değerlendirilmekte ve (4)'teki nakit ve kolay nakde dönüşebilir varlıkları gösteren oranın da makul ve standart ölçüler civarında olması aranmaktadır. Bütün bunların yanı sıra, ilgili uzman tarafından, projenin borç ödeme gücünü ölçen en önemli ölçüt "Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akımları" (Cash Flow from Operations) olarak ifade edilmiştir. Verilen borç için kısmen teminat alınmış olduğu durumda bile "nakit akımları" projenin değerlendirilmesinde göz ardı edilmemektedir. Görüşmede,

belki sadece Banka ile arasında iyi bir kredi geçmişı olan çok köklü firmalardan, borcu tamamıyla karşılayan bir teminat alındığı durumlarda nakit akımlarının gözetim amaçlı kullanılmayabileceğı dile getirilmiştir.

Öte yandan hisse senedi değeri kapsamında yapılan analizde, yukarıda belirttiğimiz şekilde kısa vadeli nakit akımlarının ve şirketin likit varlıklarının sağladığı geri ödeme olanaklarından daha farklı olarak, şirketin uzun vadeli gelir yaratma gücünü ve büyüme potansiyelini esas alan daha geniş bir bakış açısıyla şirketin değeri yapılacaktır. Bu kapsamda, şirketin finansal raporlama bilgilerinden yararlanılarak şirketin kârlılığı, likidite olanakları, finansal yapısı, ürün ve hizmet dağıtım kanalları, yöneticilerinin nitelikleri ve becerileri, şirketin rekabet gücü yanı sıra şirketin içinde bulunduğu ortamı (genel ekonomi, piyasalar, sektör) analiz ederek bir şirket değeri tespitine çalışılacaktır. Bu amaçla çok sayıda ve farklı değeri yöntem ve modellerinden yararlanılabilir.³⁶¹

Bu çerçevede, piyasa kaynaklı finansmanda kamuya açıklanan bilgi kaynakları temel bir gözetim aracı işlevi görmektedir. Gözetimin ileri aşamalarında kontrol amaçlı olarak kullanıma olanağı oldukça sınırlı olan ve hatta hiç olmayan bu kaynaklar halen geçerli olan düzenlemeler ve uygulamalar bakımından vazgeçilmez temel bir bilgilenme aracı niteliğindedir.

3.4.2. Finansal Bilgi Niteliğinde Olmayan Gözetim Araçları

Yukarıda Bölüm 1.5'te özetlenen **Repullo ve Suarez**'in 1998 tarihli çalışmalarında³⁶² gözetimin nasıl yapılacağı hususu sınırlı ve standart bir şekilde kısaca yer almaktadır. Buna göre, borç alan girişimci, şirketin ya da projenin başarısına yönelik gayretini borç verenin gözetimi altında yerine getirmekte ve borç veren bu şekilde, borç alanla arasında kurduğu sürekli yakın ilişki düzeninin sonucunda girişimcinin gayreti hakkında bilgi edinebilmektedir. Repullo ve Suarez, bu gözetim sürecinin kapsayabileceğı durumlara örnek olarak şunları saymaktadırlar: şirketin yöneticileri ve büyük müşterileri ile düzenli görüşmeler yapmak, şirketin faaliyet gösterdiği yerlere ziyaretlerde bulunmak, özellikle borç verenin bir banka olduğu durumda şirketin banka hesaplarındaki hareketleri izlemek. Örnek olarak sayılan bu durumlar gözetimi genel bir

yaklaşım ve süreç olarak ele almakta ve gözetimi yapanla gözetime tabi tutulananın yakın ilişkisini esas almaktadır.

Gözetime tabi tutulacak şirketin yönetici ve çalışanları ile yapılacak görüşmeler, şirkete fon sağlayan başka kişi ve kurumlarla, şirkete mal ve hizmet satan ve şirketten mal ve hizmet alan kişi ve kurumlarla kurulacak bilgi sağlama amaçlı ilişkiler doğal olarak gözetim ve kontrol aracı olarak değerlendirilecektir. Ticarî bankacılıkta gayrı resmî bilgi kaynakları olarak değerlendirilen bu ve benzeri yöntemler piyasa kaynaklı finansman yönteminde de farklı şekillerde uygulanabilmektedir. Halka açık şirket yönetici ve çalışanlarının şirketin mevcut ve potansiyel ortaklarına yönelik bilgilendirme toplantıları buna örnek olarak verilebilir. Özellikle büyük fon yöneticilerinin ve bu kapsamda özel sermaye (private equity) fonlarının ve kolektif yatırım kurumlarının (yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi) portföy yöneticilerinin halka açık şirketlerin yöneticilerini veya ortakları bilgilendirme birimlerini ziyaret ederek ya da bunlara değişik haberleşme araçlarıyla (e-posta, telefon gibi) ulaşarak bilgi almaları ve bazı durumlarda özel çalışma sonuçlarını edinmeleri gayrı resmî bilgi edinme yöntemi olarak piyasa kaynaklı finansmanda olağan karşılanır bir araç haline gelmiş bulunmaktadır. Bu gibi görüşmelerde, kamuya açıklanmamış herhangi bir bilgi aktarımı amaçlanmasa bile kamuya açıklanmış konularla ilgili olarak daha ayrıntılı bilgi edinilebilmesi, şirket yöneticileri ile kurulan kişisel temas sayesinde yöneticilerin nitelikleri ve özellikleri hakkında doğrudan gözlem olanağı elde edilmiş olması gözetim ve kontrol bakımından önemli bilgi edinilebilmesini sağlamaktadır.

ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu (SEC), 23 Ekim 2000’de yürürlüğe giren “Dürüst Kamuyu Aydınlatma Düzenlemesi (Regulation Fair Disclosure – Regulation FD)” olarak bilinen bir düzenleme³⁶³ yaparak, halka açık şirketlerin finansal analistler ve yatırım danışmanlarına henüz kamuya açıklanmamış özel bir bilgiyi açıklaması halinde aynı bilginin derhal kamuya duyurulması şartını getirmiştir. SEC’nin bu düzenlemesi 1926 yılından beri geçerli olan düzenlemeler dolayısıyla şirketlerin önemli bilgileri kamuya açıklamadan önce finansal analistlere ve kurumsal yatırımcılara açıkladığı ve daha sonra kamuya açıkladığı; bu durumun dürüst olmayan bir kamuyu aydınlatma sonucu doğurduğu değerlendirmesine dayanmaktadır. Böylece, düzenleme

ile kamuya açıklanmamış özel bilginin öncelikle belirli piyasa katılımcılarına açıklanmasının ortaya çıkardığı düşünülen adil olmayan sonuçların önlenmesi amaçlanmıştır. Bu düzenlemenin etkileri ve sonuçları hakkında çok sayıda akademik çalışma ve araştırma yapılmış olup; konu piyasalardaki bilgi akışı ve bilgisel etkinlik bakımından önemini korumaktadır.³⁶⁴

Avrupa Birliği düzenlemeleri* de menkul kıymetleri çıkaran şirketler tarafından bunları satın alanlara yarayacak şekilde kapsamlı ve doğru finansal raporlama bilgisinin zamanında açıklanmasını ve ayrıca oy haklarını etkileyecek bilgilerin bu hakların sahipleri tarafından hızlı bir şekilde kamuya açıklanmasını öngörmektedir. Avrupa Birliği düzenlemeleri, menkul kıymetleri çıkaranların izahname yanı sıra, finansal raporlamalar ve açıklanması gereken diğer bilgileri mümkün olduğunca elektronik araç ve yöntemleri kullanarak, bütün kullanıcıların bilgiye kolay ulaşmasına imkân verecek şekilde sunmalarının esaslarını içermektedir.

Türkiye’de de Sermaye Piyasası Kurulu’nun düzenlemeleri, kamuya açıklanmamış ve şirketçe açıklanması gerektiği düşünülen bilginin en kısa zaman süresi içerisinde Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) adı verilen elektronik veri tabanı kanalıyla kamuya açıklanması zorunluluğunu getirmektedir. Türkiye’de finansal raporlama bilgilerinin kamuya duyurulma aracı Kamuya Aydınlatma Platformu’dur. Bu şekilde, şirketler hakkında bilgi ihtiyacı duyanların bilgiye elektronik olarak kolayca ulaşmalarının sağlanması amaçlanmaktadır.

Bu düzenleme ve uygulamalarda kamuya duyurulması öngörülen bilgiler esas olarak menkul kıymetin halka arzıyla ilgili izahname, periyodik finansal raporlama bilgileri ve şirketin kontrolü ile ilgili sonuçlar doğuracak büyüklükteki menkul kıymet alım-satımlarına ilişkin bilgileri kapsamaktadır. Bunların dışında, şirketlerin mevcut düzenlemeler gereği kamuya duyurulmasının uygun olacağını düşündüğü bilgilerin de aynı araç ve yöntemlerle kamuya duyurulması beklenmektedir.

* Avrupa Birliği bünyesinde Avrupa Parlamentosu ve Avrupa Konseyi’nin 15 Aralık 2004 tarihli ve 2004/109/EC sayılı Şeffaflık Direktifi (the Transparency Directive) menkul kıymetleri düzenlenmiş bir piyasada işlem gören veya işlem görmek üzere kabul edilen şirketlerin yapacakları kamuya açıklamaların esaslarını düzenlemektedir. Avrupa Komisyonu’nun 2007/14/EC sayılı Direktifi de 2004 tarihli Şeffaflık Direktifini tamamlayıcı hükümler içermektedir.

Bu düzenlemelere karşın, finansal analistlerin ve yatırım danışmanlarının şirket yetkilileri ile yapacakları özel görüşmelerde elde edecekleri bilgiler önemli bir gözetim bilgisi olmaya devam etmeye adaydır. Özellikle bu konuda açık bir yasaklamanın veya düzenlemenin bulunmadığı ülkelerde uygulamanın bu yönde şekillenmesinin bekleneceğini düşünmekteyiz. Bu durum finansal analist ve yatırım danışmanlarına bir bilgi üstünlüğü sağlayabilecek olsa da bu bilginin, kötüye kullanılmadığı sürece, kısa sürede piyasaya açıklanması beklenmelidir. Bu açıklama doğrudan şirket tarafından yapılabileceği gibi, bilgiyi elde eden finansal analist veya yatırım danışmanının değerlendirmeleri yoluyla da yapılabilecektir. *

Bu çerçevede, çoğunlukla finansal raporlama bilgisi olma özelliği düşük bilgiler şirket yetkilileri veya şirket hakkında özel bilgi sahibi olabilecek diğer kişilerle kurulacak özel ilişkilerle elde edilebilme imkânına sahiptir. Örneğin, Enron şirketindeki olumsuz duruma işaret eden ilk kişinin şirket yetkilileri ile görüşmeler yoluyla elde ettiği bilgiler ile piyasaya açıklanmış olan bilgiler arasında bir tutarsızlık olduğunu anlayan ve sorgulayan bir finansal dergi analisti[†] olduğu dikkate alındığında analistlerin rolü daha somut olarak anlaşılabilecektir.

Böylece, finansal analistlerin, kurumsal portföy yöneticilerinin ve gazetecilerin de şirketler üzerinde bir gözetim ve kontrol etkisi yaratacak şekilde bir işlev görebileceklerini dikkate almak gerekmektedir.

3.4.3. Piyasa Araçları

i) Piyasa Likiditesi

* 2010 yılı Kasım ayının sonlarında ABD Federal Soruşturma Bürosu'nun (FBI) içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yürütülmekte olan soruşturma kapsamında bazı büyük serbest (hedge) fon bürolarına baskın düzenlemesi ve bununla birlikte Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu'nun (SEC) birçok yatırım fonu ve danışmanlık şirketinden içerden öğrenenlerin ticaretine yönelik soruşturma kapsamında resmî açıklamalar istemesi ABD tarihindeki en büyük içerden öğrenenlerin ticareti soruşturmasının başlatıldığı şeklinde yorumlanmıştır. Aynı mahiyetteki bir soruşturma kapsamında bu kurumlar için “*farklı içsel bilgi kaynaklarından elde edilecek bilgi karşılığında bir ödeme yapmanın yerleşik bir uygulama haline geldiği*” [“paying for information from a variety of inside sources was an established practice”], SEC Denetleme Dairesi başkanı tarafından beyan edilmiştir. **The Economist**, Nov. 25th 2010, <http://www.economist.com/node/17583133>; The Wall Street Journal, 22 Kasım 2010-30 Kasım 2010 arasındaki günlük yayınlar ve 11.05.2011 tarihinde jurinin 14 konuda suçun oluştuğuna karar vermesine ilişkin sonraki tarihli haberler. <http://online.wsj.com>.

[†] İlki 5 Mart 2001 tarihinde olmak üzere, Enron'daki usulsüzlüklerin ortaya çıkışını sağlayan yorumları Fortune dergisinde yazan Bethany McLean'den söz etmekteyiz.

Yukarıda Bölüm 1.5’te ve Bölüm 2.6.1.2’de açıklandığı üzere, piyasa likiditesi, şirket kontrolü açısından çeşitli araştırmalara konu olmuştur. **Tadesse**’nin çalışması³⁶⁵ hisse senedi piyasalarındaki likidite düzeyinin yüksek olmasının iyi yönetimin ölçüsü olarak hisse senedi piyasaları için bir gösterge olacağını göstermektedir. Tadesse’ye göre, daha yüksek likidite düzeyi aktif yatırımcıların hisse senedi pozisyonu oluşturarak şirket politikaları üzerinde etkiye bulunmalarını kolaylaştırmaktadır.* Ayrıca, Tadesse’ye göre, ikincil hisse senedi piyasalarının şirket kontrolü işlemleri için kullanılabilmesi piyasanın likit olması şartına bağlıdır. Piyasalarda daha yüksek bir likidite daha fazla ve daha iyi bilgi demektir. Likiditenin yüksek olduğu piyasalarda fiyatlar şirket ve yatırım beklentileri hakkındaki bilgileri daha doğru bir şekilde yansıtabilecektir. Piyasalarda artan canlılık piyasa katılımcılarının daha fazla bilgi edinmesini sağlayacak ve hisse senedi fiyatlarının içerdiği bilginin kapsamı genişlemiş olacaktır. Bir hisse senedinin işlem hacmi büyüdükçe ve piyasanın likiditesi arttıkça, bilgi sahibi bir yatırımcının yatırımından iyi bir getiri elde etmesi daha kolay hale gelecektir. Sonuç olarak, piyasaya doğru artan bilgi akışı hisse senedi fiyatlarının bilgilendirici içeriğinde gelişme sağlayacaktır. Tadesse’ye göre, bilgilendirme düzeyindeki artışın hatalı karar verme olasılığını azaltıyor olması bilgilendirme etkinliği düzeyinde bir iyileşmeye işaret etmektedir.

Bu durumu gözetimde etkinlik ile ilişkilendirmek mümkün bulunmaktadır. Hatalı karar verme olasılığının düşmesi bilgilendirme düzeyindeki artışla sağlanan bir gözetim sonucuna işaret edecektir. Tadesse’ye göre, ayrıca, likit piyasalarda menkul kıymet fiyatlarının bilgilendirici özelliği yöneticilerin gözetim altında bulundurulmasını ve yöneticilerin çıkarlarının pay sahiplerinin çıkarları ile uyumlu hale getirilmesini kolaylaştıracaktır.

Holmström ve Tirole³⁶⁶ de hisse senedi fiyatlarının bilgilendirme kabiliyetinin artışı yoluyla piyasa likiditesinin gözetimi nasıl geliştirdiğini açıklamaktadırlar.

Maug³⁶⁷, yukarıda Bölüm 1.8’de ve Bölüm 2.6.1.2’de açıklandığı üzere, likit piyasaların hisselerin piyasadan satın alınmasını kolaylaştırarak büyük pay sahibinin ve

* A. Bhidé, 1993, “The Hidden Cost of Stock Market Liquidity”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, ss.31-51’de, likit piyasaların kolayca elden çıkarmayı kolaylaştırması nedeniyle yönetimin politikalarına müdahale edemeyeceğini düşünen hisse sahiplerinin gözetimlerini azaltmalarına yol açtığı iddia edilmektedir.

bu anlamda kurumsal yatırımcıların (yatırım fonları, özel sermaye fonları, emeklilik fonları ve yatırım ortaklıkları gibi) ortaya çıkışını kolaylaştırdığını; bunun da gözetim etkisini artırdığını belirtmekte ve ayrıca, likidite düzeyinin yüksek olmasının büyük pay sahipleri gözetim yaparken küçük pay sahiplerinin yapmamasından kaynaklanan bedavacılık sorununu da azaltacağı sonucuna ulaşmaktadır. Piyasa likidite düzeyinin yüksek olması, büyük pay sahibine, yapacağı gözetimin kurumsal yönetim etkisinden kendisinin daha büyük ölçüde yararlanmasının yolunu açacaktır. Bu durumun nasıl işleyeceği yukarıda Bölüm 2.6.1.2’de açıklanmıştır.

Piyasa likidite düzeyinin gözetim ile ilişkisine farklı bir yaklaşım olarak, aşağıda Söz Söyle veya Ortaklıktan Çık (Voice or Exit) başlığı altında, pay sahibinin ortaklıktan çıkabilme olanağındaki artışın gözetime yönelik olumsuz etkisine değinilecektir.

ii) Şirket Kontrolü Piyasası

Şirket kontrolü piyasası, Amerika Birleşik Devletleri’nde, 1970’lerde şirket ele geçirme girişimleri ile yaygın bir şekilde ele alınmaya başlamış ve çok sayıda teorik ve uygulamalı çalışmaya konu olmuştur. Hisseleri piyasalarda alınıp satılan şirketlerin hisselerini piyasadaki toplayarak şirket yönetimini değiştirmek isteyen kişilerin girişimleri, 1970’li ve 1980’li yıllarda hisse senedi piyasalarının şirket kontrolü mücadelelerinde sıklıkla kullanılmasını sağlamıştır. Likit bir hisse senetleri piyasasının var olması, yukarıda “piyasa likiditesi” alt başlığında açıkladığımız üzere, hissenin piyasa fiyatında önemli bir etki oluşturmada piyasadaki hisse toplanabilmesini kolaylaştırmaktadır. Bu da “saldırgan ele geçirme” (hostile take-over) girişimlerinin daha kolay işleyebilmesini sağlamaktadır. Şirketin başarılı sonuçlar elde etme potansiyeli olmasına karşın, bunu gerçekleştiremeyen şirket yöneticilerini değiştirerek şirketin performansını artırma amaçlı girişimleri kapsayan şirket kontrolü piyasası hisse senedi piyasaları gelişmiş ve piyasa likiditesi yüksek ekonomilerde etkili bir kontrol aracı olarak kullanılabilmektedir.

Türkiye gibi şirketlerin ortaklık yapısı³⁶⁸ ve hisse senetleri piyasasının likidite düzeyi şirket kontrolü piyasası için pek elverişli olmayan ve şirket kontrolü

mücadelelerinin piyasada yapılmasının oldukça seyrek olarak karşılaşıldığı bir sermaye piyasası ortamında, “şirket kontrolü piyasası” teriminin içini doldurmak oldukça güçleşmektedir. Daha çok ABD ve bir ölçüde İngiltere gibi hisseleri piyasalarda alınıp satılan, şirketlerde sermaye yoğunluğunun düşük olduğu, dolayısıyla dağınık ve küçük ortaklık yapısına daha yaygın bir şekilde rastlanan ülkelerde şirket kontrolü mücadeleleri yaygın olarak ortaya çıkmaktadır.

Şirket kontrolü piyasasına teorik yaklaşımlar yukarıda Bölüm 2.6.1’de kısaca ele alınmıştır. Buradaki değerlendirmelerden çıkarılacağı üzere, şirket kontrolü piyasasının işleyişi, kontrolü elinde bulunduranlar üzerinde dışarıdakilerin sürekli bir gözetiminin varlığı fikrine dayanmaktadır. Şirketin düşük performans göstermesi, hisse fiyatlarının piyasada düşük seyretmesi, yönetim becerisi eksiklikleri görülmesi gibi durumlarda, şirketin mevcut pay sahipleri memnuniyet göstermeyeceklerdir. Hisseleri piyasalarda yaygın olarak alım-satım konu şirketleri bu şekilde sürekli gözetim altında bulunduran saldırgan sermayedar veya yatırımcıların varlığı şirket yöneticileri üzerinde bir gözetim ve kontrol etkisi yaratmaktadır. Sürekli gözetim altında tutulduğunu ve düşük performans gösterdiğinde bu gözetimi yapmakta olan saldırgan yatırımcıların şirketin ortaklarını da ikna ederek şirketin kontrolünü ele geçireceklerini ve kontrolü kaybedeceğini bilen yönetici veya yönetici-ortak şirketin performansını ve pay sahiplerinin memnuniyetini artırmaya yönelik gayretini artıracaktır.

Şirket kontrolü piyasasının etkin bir gözetim ve kontrol aracı olduğunu kabul eden azımsanmayacak sayıda akademisyen ve bu konuda yapılmış çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların konumuzla ilgili olanlarına çalışmamızın çeşitli bölümlerinde yer verilmiştir.

iii) Söz Söyle veya Ortaklıktan Çık (Voice or Exit) Yaklaşımı

Hirschman’ın 1970 tarihli kitabına³⁶⁹ dayandırılan bu yaklaşım, piyasa kaynaklı finansman sisteminde, şirket politikaları ve yönetimin kararları üzerinde etkide bulunmak isteyen pay sahibinin sesini duyurmak amacıyla gayret göstereceği ve girişimlerde bulunacağı; söz söylemeye olanak bulamıyorsa ya da sözleri etkili bir sonuç sağlamıyorsa hisselerini piyasada satarak ortaklıktan çıkabileceği tezini

içermektedir. Diğer bir deyişle, piyasa kaynaklı finansmanda, pay sahibi ya şirkete bağlılığını sürdürecektir ve şirketin başarısı için katılımcı olacak ya da ortaklıktan çıkacaktır.

Dolayısıyla, pay sahibinin kullanabileceği, şirkete ilişkin söz söyleme veya hisselerini satarak pay sahipliğinden çıkma seçeneklerinin var olması, ortaklık haklarını kullanarak etkin bir gözetim sonucu elde edemediği takdirde pay sahibinin şirketi terk edebilmesini sağlamakta, bu da, genel bir durum olarak, pay sahibinin gözetim eğilimini ve tercihini olumsuz etkilemektedir.

Hirschman'ın geliştirdiği bu yaklaşım, esas olarak, hizmeti veya malı talep edenin mal veya hizmetin fiyatı yerine mal veya hizmetin kalitesine göre değişen bir talep fonksiyonuna sahip olması halinde geçerli olmaktadır. Hirschman, analizini, klasik mikroiktisatın denge fiyat ve miktarı belirlemeye yönelik grafiğinde, fiyat yerine “kalite bozulması” değişkenini koyarak yapmaktadır. Bu şekilde, kalite dışında bütün diğer faktörler (fiyat dâhil) sabit kabul edilmekte ve kalitedeki düşüşe (fiyattaki artış yerine) tepki verecek alıcılar, fiyat kaygısı ortadan kalktığı için, kalitesi daha iyi olan alternatif mal ve hizmetlere yönelmektedirler. Hirschman'ın çıkış noktası Nijerya'da devlet tarafından işletilen tren yolu yük taşımacılığındaki kalite düşüklüğünün kamyonlarla kara taşımacılığı ile ikame edilmesi ile ilgili olarak Nijerya'da bizzat yaptığı gözlemlerden oluşmaktadır. Buradan yola çıkarak, analiz, özel sektörde alternatifi bulunabilen tüm kamu hizmetlerine genelleştirilebilmektedir. Kamunun sağladığı eğitim hizmetleri buna güzel bir örnektir. Özel eğitim paralı olsa bile, fiyat kaygısı kalite kaygısına kıyasla oldukça düşük aileler, özel eğitimin fiyatı ne olursa olsun (fiyata duyarlı tüketici olarak) eğer kalitesi devletin sağladığı eğitim hizmetine kıyasla daha yüksekse, çocukları için özel eğitim hizmetini tercih edeceklerdir. Hirschman'ın ifadesinde bu durum “çıkış” (exit) olanağının varlığına ve bu tercihin kullanılmasına işaret etmektedir. Buna karşılık, kaliteden çok fiyata daha fazla duyarlı olan aileler için çıkış olanağı oldukça düşüktür. Fiyat kaygısının baskınlığı, kalite düşüşlerine rağmen, bu ailelerin çıkışına olanak vermeyeceğinden, görece düşük gelirli kesimi oluşturacak bu aileler devletin sağladığı eğitim hizmetlerinden yararlanmaya devam edeceklerdir. Çıkış imkânları bulunmadığından, bu aileler, bir sadakat (loyalty) davranışı

geliştirecekler ve devletin sunduğu eğitim hizmetlerinin kalitesinin artırılmasını sağlamak amacıyla söz söylemeye (voice) yöneleceklerdir. Dolayısıyla, o hizmeti almak dışında imkân ve tercihleri olmayan tüketiciler olarak, kendilerini o hizmete bağımlı hissedecekler ve hizmetin kalitesini artırabilmek için daha katılımcı, eleştirel ve etkilemeye yönelik davranışlar geliştireceklerdir.

Hirschman, bu analizini siyasal parti tipi örgütlenmelere ve şirketlere de uygulayarak şirket pay sahibinin davranışını açıklamaya yarayacak önemli bir araç sunmaktadır. Şirket hisselerinin aktif bir piyasasının bulunduğu, dolayısıyla hisse senetleri piyasasında yüksek likidite düzeyine sahip olan ekonomilerde, şirketin faaliyetleri ve performansı konusunda şikâyetçi olan pay sahibi belki bir miktar söz söyleme ve sözünü duyurma çabasına girebilecektir. Ancak, böyle bir çevrenin içinde yer alan pay sahibi, çok daha büyük bir olasılıkla, paylarını piyasada kolayca satarak şirket pay sahipliğinden çıkacaktır. Dolayısıyla, pay sahibi, eğer söz söylemekten, görüş, istek ve taleplerini dile getirmekten fayda sağlayamıyor veya fayda sağlamayı beklemiyor ise pay sahipliğinden çıkacaktır.

Öte yandan, şirket sermayesi içindeki payı yüksek olan ve söz söylemenin olumlu sonuçlarını gören veya görmeyi bekleyen büyük pay sahibinin davranış tercihi, daha büyük bir olasılık olarak, şirkete karşı bir bağlılık geliştirerek söz söyleme, görüş ve dileklerini dile getirme şeklinde olacaktır. Bu davranış biçimi, sermaye payı büyük ortağın gözetim davranışına işaret etmektedir.

Böylece, likidite düzeyi yüksek menkul kıymet piyasalarında, sermayedeki payı şirketin toplam sermayesine kıyasla düşük olan pay sahibi şirket politikalarını ve performansını kendi kişisel çabası ile etkileme gücünü oldukça zayıf göreceğinden, söz söyleyerek ek maliyetlere katlanması sonucunda elde edeceği faydanın oldukça düşük olması nedeniyle, şirket üzerinde bir gözetim ve kontrol çabası göstermeyecektir.

Bu yaklaşımı savunan yazarlar, ortaklıktan çıkmayı kolaylaştıran likidite düzeyindeki artışın gözetim etkisini azaltan bir sonucu olduğunu savunmaktadırlar. Pay sahibinin sürekli olarak şirket ortaklığından çıkma fırsatına sahip olması, istemediği durumların ortaya çıkması halinde, bir gözetim maliyetine katlanmadan kolaylıkla

şirketteki paylarını satabilmesini sağlamaktadır. Genel olarak piyasaların ve özellikle de ilgili hisse senedi piyasasının likidite düzeyi ne kadar yüksek ise pay sahibinin çıkışı o kadar kolaylaşmakta ve böylece yüksek likidite düzeyi ortaklıktan çıkış maliyetini düşürmektedir.

Bu yaklaşımla, piyasalardaki ve hisselerdeki yüksek likidite düzeyinin şirket sermayesinde yaygın ve dağınık şekilde pay sahibi olan ortağın gözetim eğilimini azaltabileceği iddiasının geçerliliğini sorgulamak bakımından, hisse senetleri piyasalarındaki likidite düzeyi yüksek olan ülkelerde son yıllarda ortaya çıkan şirket yönetim ve muhasebe skandallarının gözetim etkisi ile ilişkisi araştırmaya değer bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Edmans ve Manso'nun 2009 tarihli çalışmaları³⁷⁰ bu yönde bir adım olarak değerlendirilebilir. Edmans ve Manso, yukarıda Bölüm 1.8'de daha ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, aktif (likid) bir hisse senedi piyasası ortamında hisselerin kolayca alım-satıma konu edilebilmesi dolayısıyla, dağınık ve yaygın pay sahipliğinin satış kararlarının yoğunluğunun şirket yönetiminden memnuniyetsizliğin derecesinin yoğunluğu olarak da değerlendirilebileceğini belirtmektedirler. Böylece, aktif hisse senedi piyasasından dağınık hisse sahiplerinin toplu satış davranışı göstermeleri hisse fiyatlarının düşmesi yönünde baskı oluşturarak bu durumdan zarar görecektir yönetici üzerinde bir performans baskısı oluşturacaktır. Böylece, Edmans ve Manso, dağınık ve yaygın pay sahiplerinin alım ve satım yönlü kararlarının, aktif hisse senedi piyasası ortamında, bir gözetim ve kontrol etkisi doğuracağı görüşündedirler. Böylece, Hirschman'ın açıkladığı "çıkış" tepkisi bir gözetim ve kontrol aracı olarak kabul edilir hale gelmiş bulunmaktadır.

Bu bakımdan, tek sahipli işletmeler dışında, farklı çıkarların ortaya çıktığı her ortaklık yapısında, şirketin halka açılması veya hisselerinin piyasada alım satımının yapılabilmesi söz söyleme şeklindeki gözetim ve kontrol etkisini azaltıcı bir etki doğuracaktır. Edmans ve Manso'nun, hisseleri satarak çıkış şeklinde açıkladıkları kontrol etkisi ancak oldukça aktif bir hisse senetleri piyasasında ve hisse fiyatlarında düşüşe yol açacak bir toplu satış ile ve şirket yöneticisi üzerinde performans baskısı oluşturmak suretiyle ortaya çıkabilecektir.

Hisse satışlarının şirket yönetimini rahatsız ve tehdit edecek bir fiyat düşüşüne yol açacak hacim ve önemde olmadığı veya toplu satışın bizzat satışı yapanların zararına olacak şekilde ani fiyat düşüşlerine yol açarak satıştan caydırıcı bir etki doğurması daha muhtemel ya da şirket yönetiminin olası hisse fiyatı düşüşlerine duyarsız olduğu durumlarda Edmans ve Manso'nun argümanları geçerli olmayacaktır. Bu durumlarda, dağınık ve yaygın pay sahiplerinin hisse satışı bir kontrol etkisi doğurmayacak, onların söz söyleme tercihini de kullanmamaları dolayısıyla kontrol etkisi zayıflıyor olacaktır.

Yukarıdaki paragrafta sıraladığımız durum ve koşulların varlığı halinde, aile şirketleri de dâhil olmak üzere, az sayıda büyük pay sahibinin bulunduğu şirketlerde, bu pay sahiplerinin şirket sermayesindeki pay oranlarını azaltacak şekilde hisse senedi piyasasını sulandırıcı yeni pay ihraçları şirketi yönetmekte olanların kontrol gücünü artırıcı etki doğuracaktır. Piyasada artan hisse senedi sayısının da etkisiyle, hisselerin alım-satım piyasasının bu ihraçlar sonrasında öncekine kıyasla daha aktif (likid) hale gelmesi alım-satım işlemlerini kolaylaştıracağından, önceki duruma kıyasla daha yaygın ve küçük paya sahip olan eski pay sahipleri ve yeni pay sahipleri için şirket üzerinde bir gözetim ve kontrol baskısı oluşturmada hisseleri almak ve satmak daha cazip hale gelecektir. Dolayısıyla, özellikle karşit çıkarların bulunduğu az sayıda büyük pay sahiplerinden oluşan bir ortaklık yapısında, az sayıdaki büyük ortağın şirket üzerindeki gözetim ve kontrol etkisini azaltmak için şirket paylarının piyasalarda kolayca alınıp satılabilmesini sağlayacak yollara başvurulması da mümkün bulunmaktadır. Yukarıda Bölüm 1.8'de ele alındığı üzere, büyük pay sahipliğinin sağladığı gözetim ve kontrol üstünlükleri geçerliliğini korumaktadır.

3.4.4. Hukukun Sağladığı Araçlar

i) Azlık Hakları

Anonim şirket pay sahipliği ile ilgili düzenlemelerde şirket sermayesinin en az belirli bir oranını temsil eden pay sahiplerine tanınmış özel haklar bulunmaktadır. Belirli bir oranın üstünde hisse sahibi olmayan şirket pay sahiplerinin teker teker hisse oranları bu belirli orana yetmediğinde birlikte hareket ederek, bu hisse oranına

ulaşamayan ortaklara kıyasla bazı ek haklara sahip olabilmeleri mümkündür. Hukukun belirli bir oranın üstündeki hisse sahiplerine tanıdığı bu haklar ‘azınlık hakkı’ veya ‘azlık hakkı’ olarak adlandırılmaktadır. Türk şirketler hukukunda, genel kurulu olağanüstü toplantıya çağırabilme ve gündeme madde ekletebilme, usulsüzlükler bulunduğuna dair iddiaların araştırılması için özel şirket denetçisi atanmasını isteme, bilançonun genel kurulda görüşülmesinin ertelenmesini talep edebilme, şirket genel kurulunun bazı kararlarını bloke edebilme ve iptali için dava açabilme, şirket denetçisinden şikâyet konusu hususların incelenmesini isteyebilme, şirketten yönetim kurulu üyeleri ve şirket denetçisi aleyhine dava açılmasını isteyebilme gibi haklar bunlara örnektir.³⁷¹

Azlık haklarının konumuz açısından en önemli yönlerinden birisi bilgi alma konusunda sağladığı olanaklar yanı sıra düşük bir pay oranıyla şirket üzerinde değişik düzeylerde kontrol elde edebilme olanağı sağlayabilmesidir. Azlık pay ile şirket kontrolünün sağlanması dağınık ve küçük ortaklık yapısına sahip şirketlerde daha kolaylıkla ulaşılabilen bir durumdur. Bunun örnekleri hisse senetleri piyasasında dağınık ve küçük ortaklık yapısının hâkim olduğu ülkelerde çok daha sık rastlanan bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır.

Örneğin, ABD’de Birinci Dünya Savaşı öncesinde, şirket kontrolü ile ilgili olarak ortaya çıkan “Morgan Teorisi” yukarıda Bölüm 2.6’da finansal kurumların şirket kontrolü ile ilişkisi bakımından ele alınmıştır. Morgan Teorisi’nin özü şirkette sınırlı bir pay oranı ile şirketin kontrolünü elde tutma esasına dayanmaktadır. Dönemin büyük yatırım bankası J.P. Morgan’ın geliştirdiği bir yöntem olması dolayısıyla “Morgan Teorisi” olarak bilinen bu yöntem, dönemin en varlıklı insanların William Henry Vanderbilt’in New York Central Railroad şirketindeki paylarının büyük bölümünü satıp küçük pay oranıyla şirketi kontrol etmeye devam etmesini sağlaması ile anlam kazanmaktadır. Böylece küçük pay oranı ile şirketin kontrolünün devam ettirilebileceği fiilen gösterilmiştir. Kuşkusuz ki bu yöntemin başarısı, şirketin sermayesinin diğer ortaklar arasında bir toplulaşmaya imkân vermeyecek şekilde dağılmış olmasına büyük ölçüde bağlıdır. Şirket sermayesinde azlık oranda paya sahip olmak, düzenlemelerin sağladığı kontrol araçlarını kullanabilme imkânı vermektedir. Ancak bir çoğunluk pay

sahibinin veya pay sahipleri grubunun varlığı halinde, azlık payların kontrol gücünün zayıflayacağı ve hatta çoğunluk pay sahipleri tarafından tamamen bloke edileceği açıktır. Ancak, azlığa tanınmış olan hakların, şirket üzerinde kontrol etkisi doğurmasa da hak sahibine şirket üzerinde ileri düzey bir gözetim gücü vereceğini dikkate almak gerekmektedir.

Türkiye'deki şirketlerde yaygın olan pay sahipliği yapısı azlık paylarının kontrol gücünün zayıflığı konusunda güzel bir örnektir. Azlık haklarının kullanılmasının Türkiye'de şirketler üzerinde kontrolün elde edilmesine etkisi araştırmaya açık bir konudur.* Türkiye'de dağınık ve küçük ortaklık yapısından söz konusu edilemeyecek olması, kanaatimizce, azlık haklarının kontrol gücünü zayıflatan bir durumdur. Borsada hisseleri işlem gören şirketlerde bile her zaman bir çoğunluk pay sahibinin veya grubunun olması azlık payı ile kontrolü oldukça zorlaştırmaktadır.

Aynı şekilde, şirket esas sözleşmesinde veya kanun ve diğer düzenlemelerde, bazı özel işlemler için pay sahiplerinin özel bir çoğunlukla toplanarak karar vermeleri öngörülmüş olabilmektedir. Ağırlaştırılmış çoğunluk şartının ortaya çıktığı bu durumda, azlık payların kararlara etkisi normal çoğunluk durumuna kıyasla daha çok sınırlanmış olmaktadır. Anlaşılabacağı üzere, karar almada ağırlaştırılmış çoğunluk şartı azlık pay sahiplerinin gücünü zayıflatmakta, ancak karşıt pay sahibi grupların varlığı halinde azlık pay sahiplerinin çoğunluk olmaya aday gruplardan birisiyle ittifak sağlayarak kontrol gücü elde etmeleri söz konusu olabilmektedir.

Azlık paylarla ilgili gözetim etkisinin kontrol gücüne dönüşmesi önündeki hukuksal ve pratik engellerin aşılmasını sağlayacak hukuksal mekanizmalar da bulunmaktadır. Bu mekanizmalar, bir pay sahibi grubunun diğer dağınık pay sahiplerini harekete geçirmesi ile işler hale gelen ve oyların toplulaştırılarak kullanılmasını hedefleyen mekanizmalardan oluşmaktadır.

* 6267 sayılı (1958 tarihli) Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nda anonim şirketler bakımından şirket sermayesinde % 10 oranında hisse azlık haklarının harekete geçirilmesi için yeterli görülmüştür. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun düzenlemesi (md. 11) ile halka açık şirketler bakımından TTK'nda belirlenen azlık haklarının kullanımı için % 5 oranında sermaye payı yeterlidir. 13.01.2011 tarihli ve 6102 sayılı yeni TTK md. 411'de bu iki kural birleştirilerek aynı yönde bir ilke benimsenmiştir. Azlık haklarının kullanımı için azlık paylarını temsil eden pay sahibinin kaç kişi olacağı önemli değildir; tek bir kişi olabileceği gibi çok sayıda kişi birlikte azlık paya sahip olabilir.

ii) Oy Toplama Girişimleri ve Birikimli Oy

Genel kurul toplantılarında tek başına sahip olduğu hisselerin temsil ettiği oy hakkı ile kararlar üzerinde etkili olamayacak ortakların vekâletini alarak birçok kişiden topladığı oy haklarının toplam gücü ile kararları etkilemeyi amaçlayan oy toplama (proxy) girişimleri önemli bir kontrol aracıdır. Gözetim faaliyetinin yüksek yoğunluklu aşamasında ortaya çıkabileceğini düşündüğümüz oy toplama girişimleri özellikle ABD’de etkin bir gözetim ve kontrol aracı olarak kullanılabilmektedir. Oy toplama girişimi ülkemizde halka açık şirketler bakımından Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenmiş olup, halka açık şirketlerin pay sahipleri tarafından zaman zaman başvurulmuş bir araçtır.

Birikimli oy sistemi*, şirket genel kurulunda yönetim kuruluna üye seçiminde uygulanan bir sistem olarak ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenmiştir. Birikimli oy sistemi, şirket genel kurullarında yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oy haklarının daha geniş bir temsilini sağlamak amacıyla yönelik bir oy kullanma sistemidir.

Her iki yöntem de hedef şirkette kontrolün ele geçirilmesine veya mevcut kontrol durumunun korunmasına hizmet etmektedir. Oy toplama girişi[†], genel olarak, toplanan oyların kullanılacağı genel kurulda belirli bir kararın alınması veya yönetimde belirli kişi veya gruplara yer verilmesinin sağlanması gibi şirket üzerinde kontrol etkisi doğuran işlemleri hedeflemektedir. Girişim, bu şekilde amaçlanan işlemi doğurabilecek yeterlikte oy toplanması ile ilgilidir. Süreç, toplanacak oyların ne gibi kararların alınmasını sağlamak üzere kullanılacağına ilişkin ayrıntılı açıklamaları da kapsayan bir duyuru şeklinde, diğer pay sahiplerinin oy haklarını girişimde bulunan kişi veya gruba, duyurunun yapıldığı genel kurul toplantısı ile sınırlı olarak, devretmeleri için davet edilmeleri ile başlamaktadır.

* Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: IV No: 29 “Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Birikimli Oy Kullanımına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”i ile düzenlenmiştir. 13.01.2011 tarihli ve 6102 sayılı yeni TTK md. 434/4’de halka açık olmayan şirketlerde uygulanmak üzere birikimli oyu Tebliğle düzenleme konusunda Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’na yetki verilmiştir.

† Oy toplama girişimleri, Türkiye’de 09.03.1994 tarihinde, Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: IV No: 8 “Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekâleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekâlet Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir. Ayrıca, 02.09.2009 tarihinde yayımlanan Seri: IV No: 44 “Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile hisse senetlerinin toplanması için çağrıda bulunma yükümlülüğü ve esasları düzenlenmiştir.

Oy toplama girişiminde bulunanların davetine olumlu cevap veren pay sahipleri oy haklarını devretmekle, tek başlarına elde edemeyecekleri sonuçları oy toplayanların girişimleri sayesinde elde edebilir hale gelmektedirler. Bu durum, girişimi başlatanlar bakımından çok daha öncelikli ve önemli bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır. Şöyle ki şirketin genel kurul toplantısında alınacak kararlarla ilgili olarak daha büyük bir kaygı sahibi olarak girişimi başlatanlar, kendi payları ile ulaşamayacakları sonuçlara, diğer pay sahiplerinin oy haklarını toplamak suretiyle, genel kurulda daha yüksek bir pay oranı ile temsil edilerek ulaşabilme olanağı elde etmektedirler.

Bu çerçevede, oy hakkını devralanların ve devredenlerin ortak çıkarlarının bulunduğu ve toplanan oylar bu ortak çıkarlara hizmet etmek üzere kullanıldığı sürece, oy toplama girişimi, oldukça elverişli bir kontrol aracı haline gelmektedir. Uygulama maliyetinin yüksekliği dolayısıyla gelişmiş ülkelerde dahi yaygın bir kullanımı olmasa da, gerektiğinde başvurulacak bir kontrol aracı niteliğindedir.

Birikimli oy sistemi, azlık pay sahiplerinin şirket genel kurulunda alınacak kararlara daha etkin olarak katılabilmelerini sağlayan bir yöntemdir. Bu yöntemin uygulanması, öncelikle, yöntemin şirket genel kurulunda kabul edilerek buna şirket esas sözleşmesinde yer verilmesine bağlıdır. Dolayısıyla, birikimli oy sisteminin uygulanabilmesi için her şeyden önce pay sahiplerinin çoğunluğu tarafından bağlayıcı bir karar alınmış olması gerekmektedir. Bu gereklilik azlık paylarının şirket genel kurullarındaki etkisinin ve ağırlığının artırılması yönünde şirket pay sahiplerinin çoğunluğu nezdinde bir kabulün var olması gereğinin sonucudur. Bu gereklilik, bir anlamda, azlık paylarının daha ağırlıklı olarak dikkate alınması gereği konusunda şirket pay sahiplerinin, genel olarak, düşünce birliği içinde olmalarını gerektirmektedir.

Birikimli oy sistemi, şirket genel kurullarında, azlık hakkı sınırına (% 10, % 5 oy hakkı gibi) bakılmaksızın birikimli oy kullanmayı tercih eden veya kullanması zorunlu tutulan oy hakkı sahiplerinin tercihlerinin birleştirilmesi ve topluca dikkate alınmasına dayanmaktadır. Sistem azlık ortakların, şirketin yönetim ve denetim kurullarına temsilci seçtirebilmelerine olanak vermeyi amaçlamaktadır. Sistem, yönetim ve denetim kurulu üye seçiminde oy hakkında imtiyaz tanıyan özel bir şartın

bulunmamasını veya bu gibi imtiyazların sınırlandırılmasını gerektirmektedir. Birikimli oy sistemi, her bir oy'un bir veya bir'den fazla adaya verilmesi suretiyle hem blok oylama sisteminin uygulanmasını kaldırmakta, hem de azlık payların işaret ettiği adayın veya adayların, blok oylama sisteminde liste dışı kalmaları olasılığı varken, bu olasılığı yok ederek azlık payların işaret ettiği adayların yönetim ve denetim kurulu üyesi olarak seçilebilmelerine olanak sağlamaktadır. Böylece, normal oylama sisteminde şirket yönetim ve denetimi üzerinde etkili olamayacak pay sahipleri, tek tek oylarının birikimli olarak dikkate alınabilmesi sonucunda destekledikleri adayı, şirket genel kurullarında, şirket yönetim kuruluna veya denetim kuruluna seçtirebilme olanağı bulmaktadırlar.

Bu çerçevede, oy toplama girişimleri ve birikimli oy yönteminin şirket genel kurullarında kullanılması, yaygın pay sahipliği yapısına sahip şirketlerde dikkate değer bir kontrol aracı olarak kullanılabilmektedir.

iii) Adi Pay Sahibinin Hakları

Anonim şirkette adi pay sahibi* olmak şirket üzerinde gözetim ve kontrol etkisi oluşturacak bazı haklar da sunmaktadır. Kısmen azlık hakları kapsamında ele alınabilecek bu haklar kapsamında, azlık hakları kapsamında yer alanlar dışında, bireysel pay sahibi olarak bilgi alma hakkı, oy kullanma hakkı ve özellikle yönetim kurulunun ibra edilmemesi yönünde oy kullanma hakkı, muhalif kalınan genel kurul kararlarının iptali için mahkeme nezdinde dava açma hakkı, genel kurula katılarak ek bilgi isteme hakkı, şirket merkezinde finansal tabloları bir yıl süreyle inceleme ve suretini alma hakkı, gerekli olduğu takdirde genel kuruldan belirli olayların özel denetimle açıklığa kavuşturulmasını isteme hakkı sayılabilir.†

Azlık hakları ile ilişkilendirilerek ele alınmasını tercih edeceğimiz adi pay sahipliği hakları her pay sahibine payı oranında tanınan haklar olmakla, bir pay sahibi

* Adi pay, herhangi imtiyaz veya intifa hakkı (kâr payında imtiyaz gibi) taşımayan ve paya tanınan haklar bakımından üzerinde herhangi bir sınırlama (oydan yoksun paylardaki gibi) bulunmayan payı ifade etmektedir.

† Pay sahibinin bilgi edinme hakları ile ilgili hususlar 13.01.2011 tarihli ve 6102 sayılı yeni TTK md. 437 ve devamında düzenlenmiştir.

için başka bir pay sahibi bakımından temelde bir ayrıcalık sağlamamaktadır. Dolayısıyla, büyük pay sahipliği ya da en azından azlık (azınlık) pay sahipliği durumu bulunmadıkça, adi pay sahipliği hakları şirketin gözetimi ve kontrolü bakımından çalışmamız kapsamında önem atfetmeyi sağlayacak bir araç sunmamaktadır. Bu bakımdan, adi pay sahipliği hakları konusunda ayrıntılı bir değerlendirmeyi tercih etmemekteyiz.

iv) Grup Şirketleri, Holdingler ve Çapraz Ortaklıklar

Hukuk sistemlerinin imkân verdiği yöntemlerden de yararlanılarak, organizasyonel nitelikteki birçok araç, şirket kontrolü amaçlı kullanılmıştır. Özellikle grup şirketleşmesinin ya da holdingleşmenin bulunduğu yapılarda şirket kontrolünü grup şirketleri ile birlikte dikkate alarak değerlendirmek gerekmektedir. Holding yapılanması, diğer yaklaşımlar yanında, güç boşluğundan yararlanarak şirketin kontrolünü sağlamanın bir yöntemi olarak da ele alınmıştır.³⁷² Grup şirketleşmesi veya holdingleşme, günümüzde, Türkiye’de, Güney Kore, Japonya ve Almanya’da yaygın olarak ortaya çıkan ve şirketleşme kültürünü belirleyen özellikler göstermektedir. Grup şirketleri veya holding oluşumlarının ortaklık paylarının sağladığı oy ve yönetimi belirleme haklarının dağılımını sağlamak suretiyle bir kontrol aracı olarak kullanıldığı görülmektedir. Güç boşluğu³⁷³ terimi esas olarak çok sayıda ve dağınık ortaklı ya da atomize ortaklık yapısına sahip şirketler bakımından kullanılmakla birlikte ortak sayısı ve sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı daha az yaygınlık gösteren şirketler için de oy haklarının kullanımında kısıtların ve sınırların bulunması halinde ortaya çıkabilmektedir.

Grup şirketi, holding ve çapraz ortaklık şeklinde ifade edilen ortaklık yapılarında, en üstte bir veya birkaç kişi veya şirketin, ana ortak olarak yer aldıkları bir ağ içinde daha alt şirketlerde küçük oranlı pay sahipliklerine rağmen şirket kontrolünü sağlayabilmeleri mümkün olmaktadır. En tepede payları hâkim konumdaki aileye veya ortaklar grubuna ait bir ana şirketin varlığı ile alttaki şirketlere diğer şirketlerin çapraz ortaklıkları da sağlanarak tüm grup şirketlerinin kontrolü sağlanabilir olmaktadır.

Türkiye’de herhangi bir büyük şirketler grubunda, bu şekilde grup şirketleri yapılanmasının örneğini görmemiz mümkün olduğundan bilineni tekrar etmemek adına daha fazla değerlendirme yapmaya gerek olmadığını düşünmekteyiz.

v) Yönetim Değişiklikleri

Şirket yönetim kurulu üyelerinin değişme sıklığı bir gözetim ve kontrol göstergesi olarak değerlendirilebilir. Yönetim kurulu üyelerinin uzun süreyle aynı kalması şirketin kontrolü konusunda yönetim kurulu üyelerinin gücünü gösterecektir. Buna karşılık, yönetim kurulu üyelerinin sık sık değişmesi şirketin, pay sahipleri tarafından, etkin bir şekilde gözetime tabi tutulduğunu ve pay sahiplerinin şirketi kontrol edebildiklerini gösterecektir. ABD’deki gibi Murahhas Yönetici (CEO – Chief Executive Officer) baskınlığının bulunduğu sistemlerde, Murahhas Yöneticinin etkisi ve gücü ile seçilen yönetim kurulu üyelerinin değişmesi ve bunun sıklıkla gerçekleşmesi Murahhas Yöneticinin şirket üzerindeki kontrol etkisinin zayıf olduğunu ve pay sahiplerinin kontrol etkisinin güçlü olduğunu gösterecektir. Yönetim kurulu üyelerinin Murahhas Yönetici ile birlikte uzun süreyle şirket yönetiminde kalması pay sahiplerinin kontrol gücünün zayıf olduğunu gösterecektir.

4. BÖLÜM

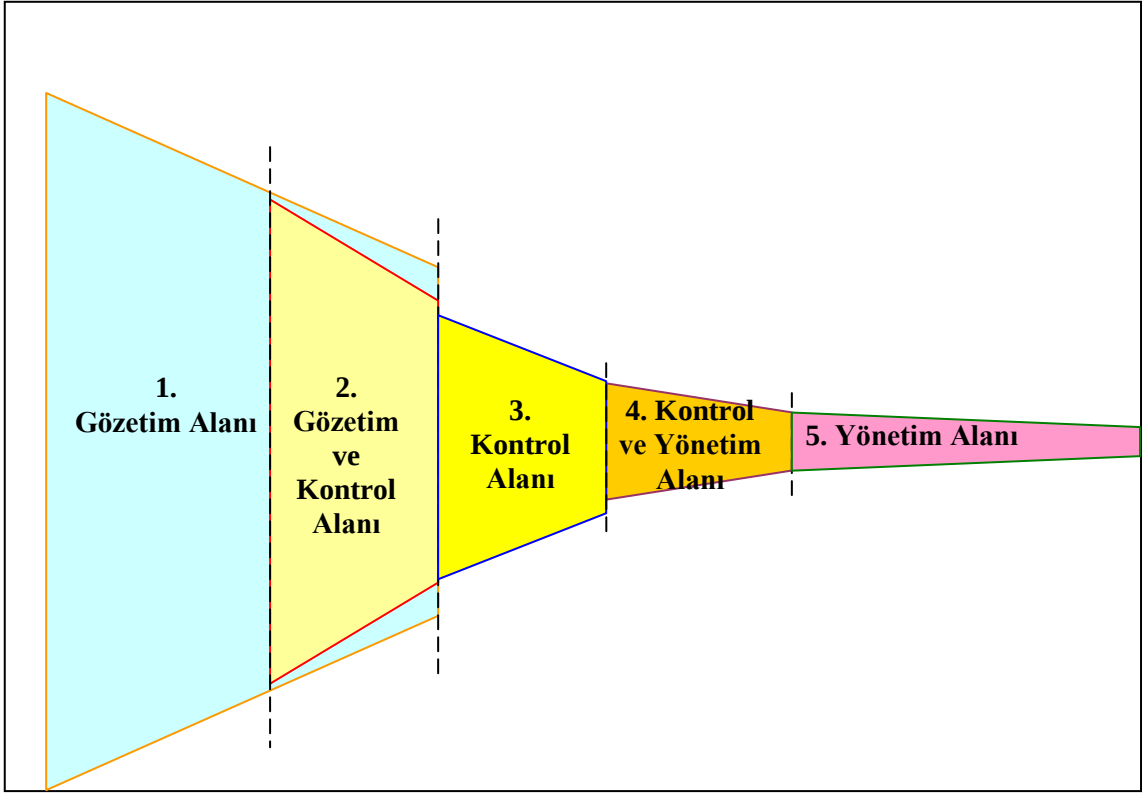
ŞİRKETLERİN GÖZETİM VE KONTROLÜNE İLİŞKİN MODEL ÖNERİSİ

4.1. Gözetim - Kontrol İlişkisi ve Piyasalar

Buraya kadar ele alınan konular ve yapılan değerlendirmeler, gözetim ve kontrol kavramlarının birbirinden ayrı ve bağımsız düşünölemeyeceğini; çoğu durumda birbirinin yerine geçen anlamlar taşıdıklarını göstermektedir. Özellikle gözetim faaliyetinin ileri aşamalarında gözetim ve kontrol aynı kapsamda değerlendirilebilecek birleşik faaliyetler haline gelecektir. Gözetim ve kontrol yoğunluk derecesi olarak birbirini takip edecektir.* Kontrolün ileri aşaması da yönetim ile aynı sonuçları doğurur hale gelecektir. Dolayısıyla gözetim, kontrol ve yönetim, yoğunluk derecesi bakımından, birbirini takip eden ve geçiş aşamalarında birleşik etki gösteren bir sıra izleyecektir. Bu durum aşağıda Şekil 8’de gösterilmektedir.

Şekil 8’in uygulamada ne şekilde işleyebileceğini, özellikle gözetim-kontrol ilişkisi bakımından aşağıdaki paragraflarda ele alacağız. Aşağıdaki şekille görsel olarak dile getirmeyi amaçladığımız husus gözetim, kontrol ve yönetimin bir finansman sağlama işleminde birbirini takip eden süreçler olarak ortaya çıkabileceği ve her bir geçiş aşamasında, ilgili iki sürecin belli bir aşamaya kadar birlikte yürütöleceğidir. *Gözetim* sürecinden başlayarak, sağlanan finansmanın şartlarının gerektirdiği ölçüde ve hızda bir sonraki sürece geçmek gerekebilecektir. Şöyle ki sağlanan finansmanın uygun ve öngörölen şekilde harcanmadığı veya nemalandırılmadığı veya beklenen getirisiyle birlikte geri dönüşünde kuşkuların oluştuğu durumlarda *gözetim sürecinden kontrol sürecine* geçilmesi söz konusu olabilecektir. Bu geçiş aşamasında, durumun özelliklerine göre derecesi ve niteliği değişecek şekilde, gözetim ve kontrol etkileri birlikte ortaya çıkacaktır.

* Jensen ve Meckling’in 1976 tarihli makalelerinde, gözetim harcamalarından yola çıkarak, gözetime ilişkin tanımlamalarında, gözetimin bütçe kısıtlamaları, çalışanlara fayda sağlama politikaları ve iş yapma kuralları gibi yöntemlere başvurarak, temsil edilenin temsilciyi “kontrol” etme çabalarını da kapsadığını kabul ettiklerini bu noktada hatırlamamızda fayda bulunuyor.



Şekil 8. Gözetim, Kontrol ve Yönetim Alanları

Kontrolle ilgili olarak yukarıda Bölüm 2’de yapılan değerlendirmelerden de anlaşılacağı üzere, kontrol ve yönetim süreçleri de benzer bir etkileşimi ortaya çıkaracak şekilde işleyecektir. Şirket kontrolüne yönelik araçların, finansman elde edenin karar ve davranışlarında, finansman sağlayanın çıkarına uygun değişiklikler ve buna uygun sonuçlar ortaya çıkarmadığı durumda, fon veren *yönetim* araçlarını harekete geçirmeye yönelecektir. Sürecin devamında yönetim sürecine girilmesi mümkün olmakla birlikte, tam kapsamlı yönetim sürecine kadarki aşamada kontrol ve yönetim etkileri birlikte ortaya çıkacaktır. Örnek olarak, geçiş aşamasında, pay sahipliği haklarını kullanarak şirket yönetim kurulu kararlarını etkileme, hukukî yollara başvurarak bazı kararları iptal ettirme gibi girişimlerle şirketin kararlarını kontrol etmeye çalışacak olan pay sahibi, sürecin devamında, şirket yönetim kuruluna kendisini veya kendi yerine temsilci olarak başkasını seçerek veya seçilmesini sağlayarak - yönetim etkileri tam olarak ortaya çıkıncaya kadar - kontrol ve yönetim davranışlarını birlikte ve birbiri içine geçmiş olarak göstermeye yönelebilecektir. Aynı şekilde, kredi veren ticarî banka, proje sahibine belli kararları alması ve belli işlemlere girmemesi şeklinde yönlendirmelerde bulunacağı kontrol sürecini devam ettirmesi gerektiğinde, projenin yönetimini tam

olarak ele almadan önce, proje harcamalarının bankanın ön iznine tabi olması, gelirlerin paylaşımında bankanın onayın alınması gibi kontrol ve yönetim araçlarının birlikte ve karmaşık olarak ortaya çıkacağı bir aşamadan geçebilecektir.

Böylece, gözetim süreci bir kez başladıktan sonra yönetim sürecine kadar devam edebilecek ve birbiri içine geçmiş ara aşamaları da bulunan üç aşamalı bir süreçler bütününden söz ediliyor olacaktır. Çünkü gözetim uygulaması, kontrole yönelik araçların kullanılmasını gerektirecek aşamaya geçiş gerekli olduğunda, bu araçların kullanımı için gerekli bilgi donanımını ve süreç olgunluğunu sağlıyor olacaktır. Aynı şekilde, kontrol sürecinden yönetim sürecine geçilmesi gerektiğinde, kontrol sürecinde sağlanan bilgi gücü ve uygulama becerileri yönetim sürecine ilişkin araçların kullanımında kolaylık sağlayacaktır. Bu bilgi gücünü ve uygulama becerilerini artırıcı etkilerin her iki yönlü ortaya çıkacağını da dikkate almak gerekmektedir. Kontrol sürecinden gözetim sürecine geri dönülmesi gerektiğinde kontrol sürecinin sağladığı bilgi gücü ve uygulama becerileri gözetim sürecinin etkinliğine de katkı sağlar olacaktır. Böylece gözetim, kontrol ve yönetim, iki yönlü olarak, birbirini besleyen ve süreklilik arz eden süreçler olarak ortaya çıkacaktır.

Bu çerçevede, gözetim faaliyetinin başlangıç aşamalarında bile, gözetimin kapsamının ve düzeyinin ilerleyebileceği öngörüsü fon elde edenin, gözetimi, bir kontrol tehdidi ya da beklentisi altında karşılaşmasına yol açacaktır. Tıpkı mahallede dolaşan bir polis ekibinin veya mahallede bulunan bir polis karakolunun hırsız suçu işlemekten alıkoyması örneğinde olduğu gibi, gözetim yapacak bir mekanizmanın veya kurumların var olduğunu veya birilerinin gözetim yapmakta olduğunu bilmek fon elde edeni, gözetimin olmadığı duruma kıyasla, fon verenin zararına yol açacak şekilde kendi çıkarını öne çıkaran eylemlere ve işlemlere girişmekten alıkoyacak ve şirketle veya projeye ilgili gayretini azaltmaktan caydıracaktır. Gözetim ve kontrol bu sonuçları sağlamıyorsa, kanaatimiz odur ki, gözetime başlamanın ve sürdürmenin akılcı bir davranış olmayacağını baştan kabul etmek gerekmektedir.

Dolayısıyla gözetim faaliyeti, öncelikle, piyasa kaynaklı fon elde edeni, fon verenin zararına yol açabilecek şekilde kural ve ilkeleri ihlal niteliği taşıyan eylemlere ve işlemlere girişmekten alıkoyma, şirketle veya projeye ilgili gayretini azaltmaktan

caydırma ve şirket yönetiminin şirkete fon verenlerin çıkarlarını ön planda tutmasını sağlama amaçlarına hizmet edecektir. Çok basit bir ifadeyle, “başkasının parasını yönetiyor olma”nın bir sonucu olarak ortaya çıkan temsil sorunlarını ve bundan kaynaklanan temsil maliyetlerini azaltmak gözetimden beklenen temel sonuç olacaktır. Bu çerçevede, gözetim faaliyetinin yürütülmesi bu amaçların gerçekleştirilmesine yönelik katkıları ile anlam kazanacaktır.

Diğer bir ifadeyle, gözetim faaliyeti temsil sorunundan kaynaklanan ahlakî bozulma tehlikesi ve ters seçim sorunlarını, kısaca çıkar çatışması sorunlarını çözmede katkı sağlamadığı sürece gözetim faaliyetine devam etmek ekonomik olarak anlamlı bir davranış olmayacaktır. Gözetim faaliyeti sürdürüldüğü sürece bu faaliyetin getiri sağlamasını ve temsil sorunu kaynaklı sorunları azaltmasını veya ortadan kaldırmasını beklemek gerekecektir. Böylece gözetim, şirket üzerinde kontrol etkileri de gösterebilir hale gelecektir. Bu bakımdan, finansal araçların gözetim görevlerini yaparken, gözetime tabi tutulan üzerinde bir kontrol etkisi yaratmalarını beklemek gerekmektedir.

Bu çerçevede, gözetim faaliyeti, temsil sorunundan kaynaklanan ahlakî bozulma tehlikesi ve ters seçim gibi sorunları ve bunlara ilişkin maliyetleri ortadan kaldırma hedefi ile piyasalarda bilgi sorunlarının aşılmasına yarayacak bir ortam sağlamaya da hizmet edecektir. Gözetim faaliyetini bireysel ve tekil bir çaba olarak kabul ettiğimiz, dolayısıyla dışsal eksi ekonomi kaynağı olarak bedavacılık sorununun ortaya çıktığı durumda bile, gözetim maliyetine katlanmayı göze alan bireysel tasarruf sahibinin buna yönelik faaliyeti piyasalarda bilgi sorunlarının aşılmasına yarayacak sonuçlar doğuracaktır. Gözetimin bu amaçlara ulaşmayı sağlamaması veya sağlamayacak olması gözetim maliyetine katlanılmasını gereksiz kılacaktır.

Gözetim ve kontrol ilişkisine geri dönersek, bunların birbiriyle iç içe geçebilme durumunu, gözetimi diğer faaliyetleri kapsamında içselleştirdiğini kabul ettiğimiz bir ticarî bankanın gözetim davranışı ile açıklamak mümkündür. Kendilerinden mevduat topladığı tasarruf sahiplerinin paralarının güvenliğini sağlama sorumluluğu ile ve onlar adına faaliyet gösteren bir ticarî banka için gözetim faaliyeti günlük faaliyet ve hizmetlerden kopuk olmayan, diğer hizmetlerle birlikte yürütülen bir bilgi üretme ve üretilen bilgiyi kullanma davranışını ifade etmektedir. Gözetim, ticarî bankacılıkta,

diğer faaliyet ve işlemlerin sağladığı bilgilerden de yararlanarak ve sonuçları diğer işlemlerde de kullanılabilecek şekilde yürütülen, dolayısıyla tipik olarak diğer bankacılık faaliyet ve hizmetleri ile birlikte sürdürülen bir faaliyettir.

Bu durumun uygulamada şekillenmesi, ticarî bankaların genel müdürlüklerinde ya da merkezlerinde mutlaka ve genellikle özel bir birim kurarak yürüttükleri kredi istihbarat faaliyetleri ve kredi takip (ya da daha yakın zamanlardaki adıyla ‘risk takip’ veya ‘risk yönetim’) faaliyetleri ve bu iki faaliyetin ister bir alt birim kurulmak suretiyle, isterse bir veya daha çok çalışanın münferiden görevlendirilmesi suretiyle olsun, kredi işlemi yapan her banka şubesinde değişik ölçek ve önemde yürütülüyor olması ile açıklanabilir. Bu şekilde gözetim faaliyeti ticarî bankaların günlük ve olağan faaliyetleri içinde yerleşik ve olağanlaşmış durumdadır. Aglietta ve Breton’un da işaret ettikleri³⁷⁴ resmî olmayan bilgi kaynakları ve bilgi edinme yöntemleri de dâhil olmak üzere, ticarî bankacılığın müşteriye özgü ve çoğu zaman hızlı bilgi elde etme becerileri de ticarî bankacılığa özgü gözetim faaliyetinin etkinliği ile ilgili bir fikir verebilmektedir.

Ticarî bankacılığın, gözetim faaliyetinin ve sürecinin bir parçası olarak bilgi elde etme konusundaki üstünlükleri gözetimin kontrolle ilişkisi bakımından da bize yardımcı olacaktır. Şöyle ki, ticarî banka gözetim sürecinde resmî yollarla olduğu kadar resmî olmayan yollarla da elde ettiği bilgiyi hızlı bir şekilde işleme tabi tutarak kullanma becerisi ve esnekliğine sahiptir. Öyle ki eldeki bilgi, verilen kredinin geri dönüşü konusunda şüphe içerecek bir unsur içerdiğinde, önceden imzalanmış olan kredi sözleşmesinin kapsam ve içeriğine de bağlı olarak, bankayı kontrol etkisi doğuracak adımlar atmaya hızla yöneltmesi olağan ve beklenen bir durumdur. Elinde kredinin geri dönüşünün risk taşıdığına dair bir bilgi mevcut iken, hiçbir ticarî bankanın kredi verdiği kişi veya kurumun alacağı bazı kararları etkileme, bazı işlemleri yapmasını önleme ve hatta varlıklarına el koyma veya varsa, kredinin teminatını nakde çevirme gibi borç alanın varlıkları ve bu varlıklarla ilgili kararları üzerinden doğrudan etkide bulunmaktan geri durması beklenmemelidir. Aksi halde, bankanın mevduat sahiplerinin çıkarını ve kendi kurumsal itibarını dikkate almadığı sonucu yanı sıra, varsayımlarımız gereği, analizimiz dışında kalacak bir gözetim yapmama durumu

ortaya çıkacaktır. Bu şekilde kontrole yönelik kararları verecek olan bankacının, birey olarak, borç alanla bir çıkar birlikteliği bulunmadığı sürece, verdiği kredinin geri dönüşünün risk içerdiğine ilişkin bilgiyi kullanmayacak ve bir harekete dönüştürmeyecek olması beklenmemelidir.*

Bu çerçevede, ticarî bankacılığın bünyesinde doğal olarak mevcut olan gözetim faaliyetinin ve gözetim görev anlayışının, kredinin geri dönüşünde kuşklar ortaya çıktığında, bankacıyı hızlı bir şekilde kontrol davranışına yöneltmesi beklenmelidir. Ticarî bankacılıkta kredi sözleşmelerinde, genellikle, kredinin ödenmesine ilişkin bir veya birkaç durumun ortaya çıkması halinde uygulanmak üzere, kredi alanla üzerinde anlaşılmış kontrol araçları yer almaktadır. Bankaya kontrol gücü veren bu gibi sözleşme koşulları ticarî bankacının gözetim yapabilmedeki hareket gücünün ve serbestisinin gerekçesini de açıklamaktadır. Gerçekte sözleşme ile belirli kontrol araçları belirlenmiş olmasa bile, ticarî bankacılıkta krediyi geri çağırma hakkı her zaman bankanın elindeki bir hak ve güç olarak ortaya çıkmaktadır. Ticarî bankanın kullanabileceği bir kontrol aracı bağitlanmamış olsa bile krediyi vadesinden önce geri çağırma gücü tartışmasız bir kontrol aracı olarak değerlendirilmelidir.

Böylece ticarî banka, mevduat sahiplerinin paralarını verimli alanlara yönlendirerek etkin kaynak dağılımındaki işlevini, günlük olağan faaliyetlerinin içerisinde yerleşik olan gözetim görevini aksatmaksızın ve kontrol gücünü elinde tutarak ve gerektiğinde kullanarak ve bu şekilde kendisine fon verenlerin paralarının güvenliğini sağlayarak yerine getirebilmektedir. Bu şekilde ticarî banka, bu temel işlevin gerçekleştirilmesinde oldukça güçlü bir konumda yer almaktadır.

* Bu gerekliliğe uymayan ticarî banka davranışları, ilgili düzenlemelerle, yaptırımlara tabi tutulmaktadır. Örnek olarak, Türkiye’de 5411 sayılı ve 19.10.2005 tarihli Bankacılık Kanunu’nun Dördüncü Kısım Üçüncü Bölümünde, önceki banka kanunlarına kıyasla biraz daha sıkılaştırılan kurallarla, kredi verilmesindeki genel sınırlar ve ilkeler düzenlenmekte; Onbirinci Kısımda da tedbirsizlik, ağır ihmal veya kasıt sonucu banka malî durumu ile ilgili ciddi tehlike ve sonuçların ortaya çıkması halinde uygulanacak ağır yaptırımlar yer almaktadır. Türkiye’de olağanüstü bankacılık gelişmeleri sonrasında çıkarılan bu Kanunun sert düzenlemelerinin olağanüstü koşulları yansıttığı ifade edilmekte ise de diğer ülke uygulamalarında da benzer örnekleri görmenin mümkün olduğunu düşünmekteyiz. Bu konuda, ABD, İngiltere, Almanya gibi gelişmiş büyük ülkeler yanı sıra diğer gelişmiş ülkelerde de gündemde olan bankacılık kurallarını sıkılaştırma öneri ve çalışmaları yanı sıra, ABD şirketler kesiminde ortaya çıkan olağanüstü gelişmeler sonucu 2002’de çıkarılan Kanun da güzel bir örnektir. The Sarbanes-Oxley Act olarak bilinen Kanun 1990’lı yılların sonları ile 2000’li yılların başlarında yoğunlaşan ve büyüklüğü artan şirket muhasebe ve denetim skandallarına bir tepki olarak oldukça sert önlemler getirmiştir. Çalışmamızın çıkış noktası da, esas itibarıyla, ABD’de Sarbanes-Oxley Act’e sebep olan ve tüm dünya ülkelerinde farklı ölçeklerde ortaya çıkan şirket skandallarından yola çıkarak, bu gibi durumların ortaya çıkmasını önleme amacına hizmet etmek üzere finansal araçların gözetim rollerine ilişkin bir arayıştır.

Ticarî bankanın gözetim işlevinin genel olarak tüm faaliyetleri içindeki yerleşikliği ve kontrol gücü ile iç içe geçmiş olma durumu, ticarî bankayı, finansal araçların gözetim fonksiyonu bakımından, tartışmasız güçlü bir örnek konumuna getirmektedir.

Ticarî bankanın **kredi tayinlama** konusundaki ayrıcalıklı durumu, kanaatimizce, bankanın gözetim gücünü artırıcı bir etkiye sahiptir. Şöyle ki başlangıçta imzalanan kredi sözleşmesinde gözetim ve kontrole ilişkin sözleşme hükümlerine itirazı olan fon talep edenin hiçbir fon elde edememe olasılığının da bulunduğunu dikkate alarak, ticarî banka karşısında güçsüz oluşu sözleşme hükümlerinde gözetim ve kontrole ilişkin bir itiraz göstermesini adeta olanaksız kılmaktadır. Gerçekte sözleşmede olağan olarak yer alabilecek hükümlerin pazarlık konusu edilmesinin başlangıçta, banka nezdinde fon talep eden hakkında bir güven kuşkusu doğuracağını da dikkate almak gerekmektedir. Bu çerçevede ticarî banka, kredi tayinlama gücünü de elinde tutarak, fon elde edenin gözetimi ve kontrolü ile ilgili olarak oldukça güçlü konumda yer almaktadır.

Ticarî bankanın bu konumundan dolayıdır ki ticarî bankanın kredi verdiği bir müşterisinin borcunu ödeyememesi durumunda akla ilk gelen soru, kredi sözleşmesinin imzalanması aşamasındaki ön istihbaratın ve kredinin vadesi boyunca risk takibinin veya risk yönetiminin banka tarafından gereği gibi yapılıp yapılmadığı olmaktadır. Bu soru, ticarî bankanın gözetim görevini tam olarak yerine getirip getirmediği sorusudur. Bu şekilde ticarî bankanın gözetim fonksiyonu, finansal araçların gözetim fonksiyonu konusunu ele alan hemen hemen bütün akademik çalışmalarda olduğu gibi, uygulamada da ticarî banka açısından vazgeçilmez ve ticarî bankaya özgü bir durum olarak ortaya çıkmaktadır.

Piyasa kaynaklı finansman modelinde, bir şirket tahvilinin geri ödenememesi durumunda, gözetimin tam olarak yapılıp yapılmadığına ilişkin bir sorunun sorulup sorulmadığına verilecek cevap ticarî bankanın gözetim fonksiyonu konusundaki ayrıcalıklı durumunu daha açık bir şekilde gösterecektir. Açıktır ki piyasa kaynaklı finansman modelinde (sermaye piyasalarında) finansal araçlara yüklenmiş bir gözetim

fonksiyonu ne düzenlemelerde* ve ne de yatırım bankacılığı faaliyetlerinin vazgeçilmez kuralları arasında yer almamaktadır. Esasen mevcut düzenlemeler ve uygulamalar çerçevesinde, piyasa kaynaklı finansmanda, finansal aracılardan gözetim ile ilgili bir kaygıları, bir sorumluluk tanımlaması veya kabulü bulunmamaktadır. Bu konuyu daha ayrıntılı olarak aşağıdaki bölümde ele alacağız.

4.2. Modelin Unsurları

Finansal aracılardan temel varlık sebebi olarak ele aldığımız gözetim fonksiyonundan yararlanarak şirketlerde kontrol mekanizmaları yoluyla ekonomik etkinliğin artırılabilmesi bu çalışmanın temel önermesi olarak alınmıştır. Buraya kadar ele alınan konular, yaklaşımlar ve değerlendirmeler finansal aracılardan fon aktarımında aracılık yaptığı şirketler, kurumlar veya projelere yönelik olarak, bu fonları kendilerine emanet edenlerin çıkarını gözeterek yürütmeleri gereken bir gözetim ve kontrol görevleri bulunduğunu göstermektedir.

Ticarî bankacılık bakımından günlük olağan faaliyetlerle birlikte yürütülür hale gelmiş olan ve ticarî bankacılık faaliyetine içkin (mündemiç) olan finansal aracılardan gözetim işlevinin piyasa kaynaklı finansman (sermaye piyasasından finansman) sisteminde fon aktarımlarına aracılık eden finansal araçlar bakımından da temel bir işlev olarak olağan faaliyetlerle birlikte içselleştirilerek yürütülmesinin gerekli olduğunu düşünmekteyiz.

Piyasa kaynaklı finansman sisteminde finansal aracılık bakımından dışsal bir faaliyet olarak kabul edile gelen gözetim görevi, mevcut yapısı ve işleyiş mekanizmaları bakımından, hata üretme eğilimli olduğu gibi, etkin bir işleyişe de işaret etmemektedir. Bu çıkarımlara, hem piyasa kaynaklı finansman sisteminde yer alan dolaylı gözetim mekanizmalarının var oluş ve işleyiş özelliklerinden, hem birçok ülkede kapitalizmin tarihi boyunca yaşanan ve ortaya çıkmaya devam eden şirket muhasebe ve yönetim skandallarından ve hem de 2008 dünya kredi ve finansman krizinin sağladığı gerçek

* Sermaye Piyasası Kurulu'nun, 18 Ağustos 2009 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği" ile getirilen "şirket paylarının GİP Listesi'ne kabulü öncesinde GİP Listesi'ne kabul başvurusu için gerekli hazırlıkların tamamlanmasında şirkete yardımcı olmakla, Borsa'ya (İMKB'ye) iletilen ve kamuya açıklanan bilgi ve belgelerin doğruluğunu işlem göreceği şirket ile birlikte onaylamakla görevli" **piyasa danışmanı** kavramı ile ilgili değerlendirmelerimiz aşağıda Bölüm 4.2.3'te yer almaktadır.

hayat gözlemlerinden yola çıkarak ulaşmamız mümkün bulunmaktadır. Çalışma boyunca gerekçelerini ve maddî unsurlarını açıklamaya çalıştığımız bu değerlendirmelerin, konunun önemini ve ihtiyacın önceliğini göstermek bakımından yeterli olduğunu düşünmekteyiz.

Bu çerçevede, piyasa kaynaklı finansman sisteminde var olan dolaylı gözetim mekanizmalarının (bağımsız denetim ve derecelendirme hizmetleri, kurumsal yönetim ilkeleri ve kamuyu aydınlatma düzenlemeleri) etkin olarak işlemediği savı çalışmamızın temel varsayımını oluşturmaktadır.

Piyasa kaynaklı finansman sistemi için gözetim modeli önerisi, çıkış noktası bakımından, Stiglitz'in 1975 tarihli makalesinde³⁷⁵ işgücü piyasası için ele aldığı çerçeveye benzer bir yaklaşımı ifade etmekte, ancak uygulama detayı bakımından farklı bir bakış açısı ve çerçeveyi gerekli kılmaktadır. İşgücü sahibinin kendisi hakkındaki bilgiyi abartarak işvereni yanıltma olasılığına karşı Stiglitz'in okul ve eğitim sistemini etkin bir gözetim mekanizması olarak tanımlamasına karşılık, Stiglitz'in gözetim işlevi ile özdeşleşmiş okul ve eğitim sistemi işlevini görecek bir mekanizma piyasa kaynaklı finansman sisteminde yer almamaktadır. İşgücü sahibinin kendi beceri ve bilgisini abartması ve işvereni yanıltması tehlikesi çalışmamızda ele aldığımız fon talep edenin kendi beceri ve bilgisini abartarak fon vereni yanıltması tehlikesi ile temel bir benzerlik göstermekte ve bu şekilde, sorunu ortadan kaldırmaya yönelik gözetim mekanizmasına duyulan ihtiyaç bakımından ortak bir çıkış noktası sağlamaktadır.

Gözetim, özellikle Bölüm 1.5'te değerlendirdiğimiz çalışmaların ışığında finansal aracılığın temel bir görevi olarak ele alındığında, finans piyasalarında fon verenin yanıltılmasının önüne geçecek olay öncesi (*ex ante*) bir mekanizma işlevi görmemektedir. Oysa gözetim, hizmet ettiği sistemin iyi işlemesi için gerekli bir ön mekanizma olmalıdır ki sistemin unsurları henüz sisteme dâhil olmadan gerekli iyileştirmeler ya da seçme veya tayinlama yapılabilsin. Ticarî bankacılık açısından kredi başvurusunun bireysel olarak reddi veya daha genel bir ölçüte göre tayinlama yoluyla belki bir ölçüde başarılabilen bu işleyişin piyasa kaynaklı finansmanın dolaylı mekanizmaları ile başarılamadığı yukarıdaki bölümlerde açıklanmıştır. Stiglitz'in analizinden yola çıkarak çözemediğimiz durum, eğitim ve okul sistemi gibi, işverenin

gözetim ihtiyacını büyük ölçüde çözecek bir gözetim mekanizmasının, fon verenin gözetim ihtiyacını çözmeye yarayacak bir mekanizma olarak finans piyasaları ve özellikle piyasa kaynaklı finansman piyasaları bakımından bulunmuyor olmasıdır. Temel varsayımımız gereği, piyasa kaynaklı finansmanın dolaylı gözetim mekanizmaları, hepsi birlikte, Stiglitz'in analiz ettiği okul ve eğitim sistemi gibi bir işlev üstlenmemektedir.

Bu çerçevede, piyasa kaynaklı finansman sisteminde gözetim etkinliğini artıracak bir model ya da sistem tasarlanmasının gerekli olduğu sonucuna ulaşmış bulunmaktayız.

Bir modelin tasarlanması, modelin temel unsurlarının tespit edilebilmesini gerekli kılmaktadır. Bunun için gözetimin

- i) amacı,
- ii) kimin görevi olduğu,
- iii) kime hizmet ettiği,
- iv) hangi yöntem ve usullerle hayata geçirilebileceği,
- v) şirkette kontrolün sınırları çerçevesinde hangi noktaya kadar uzanabileceği ve
- vi) gözetimle ilgili piyasa kurgusunun nasıl olacağı

sorularına cevap bulmak gerekmektedir.

Bu temel unsurlar konusunda tespitler yapılabildikten sonra, sağlanacak gözetim hizmetinin sunulması ile ilgili olarak ortaya çıkabilecek sorulara yanıt bulmak mümkün olacaktır.

Özellikle menkul kıymet piyasaları ya da piyasa kaynaklı finansman bakımından, piyasalarda halen gözetim görevi üstlenmiş bulunan bağımsız denetim, derecelendirme, kurumsal yönetim, kamuyu aydınlatma sistemi gibi kurum ve mekanizmaların varlık durumları ile ilgili bir sorgulamaya gitmeme hedefimizi tekrar ediyoruz. Ancak, model ya da sistem önerisi ile, saydığımız kurum ve mekanizmaların piyasalara eklemlenmiş yapısal özellikleri de dâhil olmak üzere, iş yapma biçimleri ve hizmetlerini sunma ve ulaşılabilir olma özelliklerini sorgulamayı gerektirecek bir sistem tasarlanması kaçınılmaz olacaktır. Diğer bir deyişle, önereceğimiz modelin işleyiş

özellikleri gereği olarak, piyasa kaynaklı finansmanın söz konusu dolaylı gözetim mekanizmaları ile ilgili sorgulamaların ve iyileştirmelerin gündeme gelmesi, beklenen bir sonuç olacaktır.

Çalışmamız kapsamında yaptığımız araştırmalar sırasında bu çalışmada amaçladığımız piyasa kaynaklı finansman için piyasa gözetim modeli önerisine benzeyen nitelikte başka bir çalışmaya rastlamadık. Jisoon Lee tarafından yazılan ve *Seoul Journal of Economics* dergisinin Sonbahar 2009 sayısında yayımlanan “Gözetim Endüstrisinin Ekonomik Analizi” başlıklı çalışma³⁷⁶ gözetim faaliyetini ticarî bankacılık bakımından ele almasına rağmen, konuya bir piyasa modeli çerçevesinde yaklaşması dolayısıyla çalışmamızın bu bölümü çerçevesinde söz etmeden geçemeyeceğimiz bir çalışmadır. Jisoon Lee’nin çalışmasının bazı değerlendirmelerimizle birlikte kısa bir özeti Ek. 2.2’de yer almakta olup; bu alt bölümde, piyasa kaynaklı finansman modeli için önerdiğimiz gözetim modelinde J. Lee’nin çalışmasında kendi değerlendirmelerimizi destekleyici bulduğumuz hususlara işaret etmekle yetineceğiz.

4.2.1. Gözetim ve Kontrolün Amaçları

Gözetim, gözetilen hedef üzerinde etki ve güç sahibi olmayı, dolayısıyla derecesi ve düzeyi değişken olabilen bir etki oluşturmayı amaçlayan davranış ya da faaliyetler dizisi olarak anlaşılmak gerekir. Bu gereklilik gözetim maliyetlerine katlanılmasını açıklamak için de gerekli bir koşuldur. Gözetim faaliyetinin gözetim maliyeti ile ilişkisi yukarıda Bölüm 1.3’de ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Yukarıda Bölüm 1.2’de açıklandığı üzere, borç verenin duyarsız olacağı, alacağından daha yüksek şirket geliri, sermaye koyan ortak açısından, mümkün olduğunca yüksek bir getiri hedefi olarak her düzeyde dikkate alınan ve önem verilen bir durum ve değer olacaktır. Şirkete sermaye veren pay sahibi eğer risk ve getiri tercihleri bakımından borç verene benzer bir düzeyde veya yapıda olsaydı veya riskten kaçınan (risk averse) bir yatırımcı olsaydı, parasını şirkete sermaye olarak koyup daha yüksek bir risk düzeyine katlanması tutarlı ve anlaşılır bir davranış olmayacaktı. Daha çok belirlilik içeren borç vermenin getirisi yerine buna kıyasla daha yüksek düzeyde risk ve belirsizlik içeren sermaye koymanın getirisi tercih edildiğinden, şirket pay

sahibinin borç verene kıyasla daha yüksek bir risk ve getiri düzeyinde bulunduğunu kabul etmek gerekmektedir. Bu çerçevede, kendi başına gözetim yapması fayda-maliyet analizi ile ekonomik açıdan anlamlı olmayan küçük pay sahibinin, borç verene kıyasla daha yüksek risk düzeyi nedeniyle gözetime ihtiyaç duyuyor olması, sayıları çok olan bu küçük pay sahipleri için iyi bir gözetim mekanizmasının kurgulanmasını gerektirmektedir. Bu gereklilik hukukî düzenlemelerle gözetim yapma gücü kısıtlanmış kolektif yatırım kuruluşları ve benzeri başka çeşitli kurumlar bakımından da söz konusu olacaktır. Aynı şekilde, kendi başına gözetim yapmayı kârlı ve uygulanabilir bulmayan her türlü şirket ve kurum için de aynı ihtiyaç tartışmasız geçerlidir.

Bu çerçevede, gözetim faaliyeti kendi çabası ile gözetim yapma gücü olmayan ya da yapacağı gözetimin etkinliği düşük gerçekleşecek olan pay sahibinin gözetim ihtiyaçlarını karşılama hedefini öncelik olarak benimsemiş olmalıdır. Literatürde, borç verenin gözetim etkinliği bakımından şirkete sermaye koyana kıyasla üstün bir konumda olduğu genel olarak kabul edilmektedir. Gözetim konusundaki bu üstün konumuna rağmen, kanaatimizce, borç veren de üstlendiği risk-getiri düzeyi ile orantılı bir gözetim ihtiyacı içinde olacaktır. Bu bakımdan, gözetim faaliyetinin borç verenin bu düşük dereceli gözetim ihtiyacını da karşılaması amaçlanmalıdır.

Bu noktadan hareketle, **gözetim faaliyeti borç veren bakımından, borç verilen tutarın getirisi ile birlikte, kararlaştırılmış olan ödeme gününde geri alınmasını sağlamaya; şirkete sermaye koyan bakımından ise uzun vadeli bakış açısıyla, konulan sermayeye mümkün olabilecek en yüksek getiri oranının sağlanması ve şirket değerinin yükseltilmesi hedeflerine ulaşmaya yönelik olmalıdır.** Hem hedeflenen getirinin sağlanması ve hem de şirket değerinin yükseltilmesi gözetimcinin eylem ve işlemleri ile her zaman doğrudan ulaşılabilir olmasa bile, gözetim faaliyetinin şirket yönetiminin bu hedeflere uygun işlem ve kararlarını sağlama hedefinde olması beklenmelidir.

Bu şekilde şirkete borç verenlerin ve şirkete sermaye koyanların getiri hedeflerine ulaşmalarını sağlamaya ve bunu kollamaya yönelik bir faaliyet olarak gözetimin sonuçlarından çıkaracağımız başka amaçlar da olacaktır. Bunlardan ilki **finansal aracılardan kendilerini disiplin altında tutmalarıdır.** Gözetim faaliyetini

kendileri için tanımlanmış bir görev olarak üstlenmiş olmakla, finansal aracılar, gözetimin her fon verenin kendi görevi olduğu kabulünü terk edecek ve gözetim sorumluluğu ile faaliyetlerini yeniden tasarlayacaktır. Finansal araçların üstleneceği gözetim sorumluluğu, özellikle piyasa kaynaklı finansman bakımından, fon verenlerin bireysel çabalarının yerini alacaktır. Böylece, fon verenler gözetimle ilgili beklentilerini finansal araçlara yöneltecekler ve finansal araçların gözetim sorumluluğunu üstlenmede kararsız veya isteksiz davranmalarının önüne geçmiş olacaklardır.

Finansal araçların öz disipline kavuşturulmasına* yönelik bir unsur olarak, gözetim sorumluluğunun, finansal araçların kendi çıkarlarını ve kârlarını ön plana alan açgözlü davranışların kontrol altına alınması bakımından etkili bir araç olacağını düşünmekteyiz. Öncelikle bilgi sorunlarını azaltma hedefi ile hareket edecek olan bir finansal aracı, her şeye rağmen ve hatta hileli işlemlere girişerek veya göz yumarak kazanç elde etme hedefinden uzaklaştırılabilecektir. Halen bir gözetim sorumluluğu üstlenilmeden yürütülen aracılık faaliyetlerinin giderek açgözlülük (greed) etkisine girme tehlikesi taşıması gözetim sorumluluğunun temel bir görev olarak tanımlanması sonrası uzaklaştırılabilecektir. Bu sonucu sağlamadaki en büyük etkenin bir finansal araçtan gözetim bilgisi bekleyen çok sayıda fon verenin söz konusu finansal aracı üzerinde yaratacağı sürekli ve kalıcı bir disiplin etkisi olacağını düşünmekteyiz. Bu durum adeta fon elde edeni gözetleyen finansal aracının aynı şekilde fon veren tarafından sürekli gözetime tabi tutulması şeklinde gerçekleşecektir. Piyasa kaynaklı finansmanın mevcut yapılanmasında, finansal aracı fon verenlerden kendisine yönelmiş bir gözetim davranışı beklemezken, gözetim faaliyetinden elde ettiği bilginin temel sağlayıcısı olarak görevlerini ve sorumluluklarını yeniden tanımladığında kendisini sürekli gözetime tabi bir durumda bulacaktır. Özellikle 2008 krizinin ortaya çıkışında

* Finansal kurumların öz disiplini konusu ile ilgili olarak şu iki kitaba başvurulabilir: Yener Coşkun, **Self Discipline in Financial Markets**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını No. 205, Eylül 2007, Ankara ve Yener Coşkun, **Bankalarda Öz Disiplin Süreçlerinin Etkinliğinin Değerlendirilmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu No. 210, Aralık 2008, Ankara. Aynı yazara ait her iki çalışma da finansal kurumların öz disiplini konusunu risk yönetimi merkezli olarak ele almakta ve bunun etrafında muhasebe ve raporlama, iç kontrol, iç denetim, kurumsal yönetimin yer aldığı bir yaklaşımı benimsemektedir. Bizim yaklaşımımız, risk yönetiminin önemini yok saymamakla birlikte, sosyal sorumluluk çerçevesinde öncelikle başkasının parasını kullanıyor olmanın ve bununla ilgili olarak parası kullanılanın çıkarını kendi çıkarından önce dikkate alma gereğinin sonucu bir bilgi üretim ve doğrulama sürecine ilişkin görev sorumluluğu ve bunun ortaya çıkaracağı öz disiplin etkisine dayanmaktadır. Kanaatimizce, gözetim görevi bu yönüyle de ayrı bir araştırma konusu olma imkânı vermektedir.

Gözetim sorumluluğu, aşağıdaki bölümlerde açıklanacak çerçeve içinde, finansal aracıya kazanç sağlayan bir mekanizma olarak kurulduğunda, başka bir kâr hedefi için feda edilebilir bir faaliyet alanı olmasının önüne geçilebilmesinin araçlarından birisi de sağlanmış olacaktır. Böylece, güvenilir bilgi elde etme ve bu bilgiyi kullanarak getiri sağlama olanağı elde eden finansal aracı, bu görev ve sorumluluğun bilinci ile hareket etmek suretiyle bu faaliyetten elde edeceği kazancı artırma ve aynı zamanda görev ve sorumluluğunu düzgün bir şekilde yerine getirme genel davranışı içinde kendini bulacaktır.

Bu şekilde kurumsal faaliyetin bir parçası ve profesyonel bir faaliyet olarak, süreklilik arz edecek şekilde tasarlanan gözetim, fon verdiği kesim ve projelerle ilgili olarak finansal araçların çok daha dikkatli, özenli ve tutarlı kararlar almasını sağlar olacaktır. Hem kendilerine fon veren hane halkı ve şirketler kesiminin etkin gözetim konusundaki baskı ve taleplerinin etkisi altında, hem gözetim faaliyetinin etkinliği ölçüsünde bu faaliyetten gelir elde etme baskısı altında gözetim faaliyeti yürüten finansal araçlar ekonomide kaynakların etkin dağılımı bakımından kilit bir rol

üstlenmiş olmaktadır. Bu şekilde, finansal araçların gözetim faaliyeti, ekonomide kaynak dağılımının etkinleştirilmesi amacına hizmet eder olacaktır.

Finansal araçların gözetim faaliyeti, diğer yandan, fon aktarılan şirketler kesimi üzerinde, yukarıda Bölüm 4.1’de açıkladığımız bir aşamalar zinciri içerisinde kontrol ve yönetim etkileri de doğurarak şirketler kesiminin fon kullanımı konusunda etkin sonuçlar elde edilmesini sağlıyor olacaktır. Kanaatimizce, özellikle piyasa kaynaklı finansman bakımından, zayıf işleyen dolaylı mekanizmalara dayalı gözetim sisteminin sağlayamadığı etkinlik sonuçları, önerdiğimiz şekilde tasarlanacak bir doğrudan gözetim modeli sayesinde başkasının parasını kullanarak yatırım yapan şirketler kesimini de disiplin altına alacaktır. Böylece, şirketler tarihinde çok sayıda örneği bulunan, başkasının parasını kullanmaktan kaynaklanan özen ve dikkat eksikliğini kontrol altına alacak bir gözetim mekanizması uzun vadede bu nitelikteki şirketlerin daha etkin sonuçlar elde etmelerini sağlar olacaktır.

Bu çerçevede, çalışmamızda önerilen gözetim modeli bireysel fayda artışları ve etkinlikler yoluyla ekonomide kaynak dağılımında genel olarak etkin sonuçlar elde edilmesini sağlar olacaktır. Bu yaklaşımla, gözetim çalışmalarının ekonomideki genel kaynak etkinliği amaçlarına da uygun olarak tasarlanması gerekecektir.

4.2.2. Gözetim ve Kontrolün Yapılabilirliği

Gözetimin kim tarafından yapılacağı hususu yukarıda Bölüm 1.5 ve Bölüm 1.6’da ayrıntılı olarak değerlendirilmiştir. Gözetimle ilgili maliyet unsurları, gözetimin gerektirdiği uzmanlık ve teknik altyapı yatırımları, gözetim faaliyetinde sabit maliyetlerin baskınlığı gibi etkenler gözetimin buna ihtiyaç duyan her bir tasarruf sahibi tarafından ayrı ayrı üstlenilmesinin oldukça maliyetli olacağını ve bu şekilde kaynak ayırmanın önemli verimlilik kayıplarına yol açacağını göstermektedir. Bireysel tasarruf sahibi veya yatırımcı gözetim maliyetlerini tek başına üstlenerek getiri artışı sağlayabilecek finansal güce ve gözetim becerisine sahip değilse, gözetim faaliyetinin her bir tasarruf sahibi yerine geçerek bu görevi üstlenecek sınırlı sayıda finansal aracı tarafından yerine getirilmesinin zorunlu olduğu sonucuna ulaşmış bulunmaktayız.

Diamond'ın sorguladığı ve sonuca bağladığı gibi,³⁷⁷ tek bir finansal aracının gözetim görevini yerine getirmesi daha mı uygundur? Diamond, gözetim görevini tek bir finansal aracıya vererek ahlakî bozulma tehlikesinin de ortadan kaldırılabileceği görüşündedir. Tek bir gözetimci tüm gözetim işlevlerini ve gözetim piyasasını kontrol edebilir ve yönetebilir olacağından, bedavacılar sorunu ve mükerrerlik sorunu da tek bir gözetimci ile ortadan kaldırılmış olacaktır.

Ancak, tek gözetimci modelinde ortaya çıkması muhtemel sorunları da göz ardı etmemek gerekmektedir. Kanaatimizce, Diamond'ın tek bir gözetimci önerisini piyasanın tamamı veya gözetime tabi tüm birimler için tek bir gözetimci şeklinde değerlendirmek bizi tekeli kâr sorununa ve tekelin düzenlenmesi gereğine götürecektir. Tekelci piyasa sorunları finansal piyasaların sık karşılaştığı durumlardan değildir. Özellikle menkul kıymetler piyasaları, tüm dünyada, fiyat oluşumunda rekabeti esas alan düzenleme temellerine ve bu gelenekler üzerine oturmaktadır. Rekabetin olmadığı piyasalarda menkul kıymet fiyatlarının oluşması veya sağlıklı fiyat oluşumu mümkün değildir. Fiyat rekabetini bozucu uygulamalar (örneğin, içerden öğrenenlerin ticareti, fiyatların yapay olarak artırılıp azaltılması olarak karşımıza çıkan manipülatif işlem biçimleri, özel durum açıklamaları konusunda suistimaller) ağır yaptırımlara tabidir. En kolay şekilde tekel gücüne sahip olması söz konusu olabilecek menkul kıymet işlem ortamları (borsalar, işlem platformları gibi), takas kurumları ve saklama kurumları için bile ülkelerin ekonomik durum ve yapılarına bağlı olarak rekabet yaratıcı unsurlar oluşturma arayışları ve çabaları görülmektedir. Bu gibi hizmetlerin tek bir kuruma verilmiş olması durumunda özellikle başvuru bir yöntem olarak tekelci kurumların hizmetlerini fiyatlandırma politikaları ve piyasa katılımcılarına karşı politikaları sıkı düzenlemelere ve kamusal otoritelerin kontrolüne tabidir. Gerçekte, finansal piyasalara giriş sınırlanmıştır ve genel olarak çok sıkı düzenleme ve denetime tabidir. Ancak rekabeti artırıcı unsurlar da özellikle 1970'lerden başlayarak giderek artan bir şekilde teşvik bulmuştur. Bütün bu çevre içinde gözetim yapacak finansal aracının tekel pozisyonuna sahip olmasını beklemenin doğru olmayacağını düşünmekteyiz. Standartlaştırılması oldukça zor olan ve ölçülmesinde güçlükler bulunan bir hizmetin üretimi ve satışında oluşacak tekel durumu bu tekel gücünün çok sıkı düzenlenmesini ve kamusal gözetimini zorunlu kılacaktır. Bu şekilde bir kamu gücü kullanımındansa

piyasanın rekabetçi disiplininin hizmetin üretiminde verimlilik ve doğru fiyatlama açısından daha uygun olacağını düşünmekteyiz. Ayrıca aşağıda ele alacağımız üzere, gözetim görevini tasarruf sahipleri adına yürütecek olan kurumların rekabeti gözetim hizmet kalitesini olumlu etkileme potansiyeline de sahiptir.

Ayrıca, piyasalarda düzenleyici kurumun sağladığı lisans ile faaliyet göstermekte olan çok sayıda finansal aracı var iken bunların hangisinin gözetimci olarak seçilebileceği hususu da uygulama güçlükleri yaratacak ağır bir sorun ve sorumluluk olacaktır. Aynı düzenleyici kurumun verdiği aynı lisansa veya lisanslara ya da yetkilere sahip finansal araçlardan hangisinin gözetimle görevlendirileceği ve bu seçimde ne gibi ölçütlerin geçerli olacağı gibi sorular gözetimin etkinliğini azaltıcı etkileri olabilecek, çözümü kolay olmayan sorunlar haline gelebilecektir. Gözetim faaliyetinin kendisiyle ilgili sorunların önüne geçebilecek bu gibi çevresel soru ve sorunların çözümü için katlanılacak maliyetlerin finansal işlem maliyetlerini artırıcı etkilerinin olabileceğini de dikkate almak gerekmektedir. Bu bakımdan da gözetim faaliyetinin rekabetçi bir piyasa yapısı içinde ve rekabete dayalı fiyatlamaya olanak verecek şekilde tasarlanması uygun düşecektir.

Modelimizde, Millon ve Thakor'da³⁷⁸ önerilen sadece bilgi üretimi ve doğrulaması işlemlerinde yer alan ve fon sağlama işleminde yer almayan finansal araçların da bulunabileceği kabul edilmektedir. Ancak tercihimiz, temel olarak, daha etkin bir sonuç vereceği Campbell ve Kracaw'da³⁷⁹ değerlendirilmiş bulunan, bilgi üretimi ve doğrulaması ile birlikte fon temininde aracılık hizmetinin de verildiği bir finansal aracılık modeli yönündedir. Bilginin doğrulanması konusu aşağıda Bölüm 4.2.6'da ele alınacaktır.

Kanaatimizce, ilgili piyasada faaliyet gösteren tüm finansal araçların gözetim yapmasına izin verilen rekabetçi bir sistem çok daha etkin sonuçlar sağlayacaktır. Gözetim hizmeti verme tercihi, ilgili finansal aracının kendi hizmet ağına ve müşteri tabanına bağlı olarak finansal araçların vereceği bir karara bağlı olmalıdır.

4.2.3. Gözetim Bilgisinin Üretimi

Finansal araçların bilgi üretme fonksiyonu yukarıda Bölüm 1.4.4.2’de açıklandığı üzere birçok yazar tarafından değerlendirilmiştir. Bu çalışmaların ortak sonucu, finansal araçların bilgi üretme görevlerinin bulunduğudır. Bazı yazarlar (örneğin, Leland ve Pyle, Diamond) bilgi üretimini finansal aracılığın temel veya tek varlık sebebi olarak ele alırken, diğer bazı yazarlar (örneğin, Campbell ve Kracaw) bunu önemli ancak başka faaliyetlerle birlikte yürütülmesi gereken bir faaliyet olarak ele almaktadırlar. Ramakrishnan ve Thakor, finansal araçların bilgi üretmesini finansal aracılığın olağan faaliyetlerinden birisi olarak, bilginin güvenilirliği çerçevesinde ele almaktadırlar.³⁸⁰

Leland ve Pyle³⁸¹ ve Diamond³⁸² tarafından daha basit modeller çerçevesinde temelleri atılan ve diğer yazarlarca değişik yönleri ile değerlendirilen finansal aracının gözetim görevi kapsamındaki bilgi üretme işlevinin günümüz finansal piyasalarının durumu ile bir uyumsuzluk ortaya çıkarmayacağı kanaatindeyiz. Aşağıdaki alt bölümde, “gözetimin kurgusu” başlığı ile açıklanan bilgi ve gözetim piyasa yapısı çerçevesinde, bilgi üretimi ve gözetim konusunda uzmanlaşma eğiliminde ve tercihinde olan finansal araçların yürüteceği bir bilgi üretim ve gözetim modeli uygulanabilir bir model olarak gözükmektedir. Modelin temel bir unsuru olarak, bilgi üretimi esaslarının öncelikle açıklığa kavuşturulması uygun olacaktır.

4.2.3.1. Bilgi Üretiminde Rekabet Sorusu

Ramakrishnan ve Thakor’un 1984 tarihli makalelerinde³⁸³ ele alınan temel yaklaşım ve analizin açıklayacağımız hususlar çerçevesinde uygulanabilir olduğu düşünülmektedir.* Ancak, Ramakrishnan ve Thakor’un bilgi üreticisi (information producer) finansal araçlarının işbirliği yapma zorunluluğu yerine her bir *gözetimci finansal aracının* kendi başına bilgi üretim ve gözetim işlevini yürüteceği bir modelin daha iyi sonuçlar vereceğini düşünmekteyiz. Gözetimci finansal aracı, piyasaya çıkacak bilgiyi üreten ya da bu bilginin üretilmesinde bilgi kaynağı şirket ile birlikte yer alan ve bu bilgiyi kullanarak gözetim yapan finansal aracıyı ifade etmektedir.

* Modelle ilgili önerilerimiz ve ayrıca konuyla ilgili bir piyasa modeline ilişkin açıklamalar için Ek.2’ye bakınız.

Lee de 2009 tarihli makalesinde³⁸⁴ banka kaynaklı finansman sistemine özgü bir gözetim piyasasının kurgulanması bakımından, bilginin rekabetçi birçok firma tarafından üretilmesi yerine tekelci bir firma tarafından üretilmesinin, bilginin yeniden üretimi ve dolayısıyla mükerrer maliyet sorunlarını önleyeceği görüşündedir. Ancak, Lee, bedavacılar (free-riding) sorununun önüne geçilmesini sağlayacak ve aynı zamanda rekabet ortamını koruyacak bir çözüm bulunması halinde, mümkün olan en düşük maliyetli bir rekabetçi denge çözümünün olabileceğine de işaret etmektedir. Bu çözüme yönelik olarak önerdiği bilgi üretiminin tek bir kurum (Lee'nin önerdiği bir kamu kurumu veya tekelci bir özel kurum) tarafından ve bilgi ürünleri satışının rekabetçi birçok firmanın bulunduğu başka bir piyasa ortamında yapılmasının beklenen en düşük maliyetli rekabetçi denge sonucunu sağlayabileceğini ifade etmektedir.

Bizim önerimiz, bilgi üretimi ile bilginin işlenmesi ve dağıtımı konusunda ayrıştırılmış bir piyasa yapısının oluşturulması şeklindedir. Bilgi üreticisi kurumlar ile bilgi işleyicisi ve dağıtıcısı kurumlar arasında bilginin ara depolayıcısı olarak hareket edecek bir tekelci yapının (bir şirket veya başka bir organizasyon veya bunların bir alt birimi olarak) bilgi üretimi ile işleme ve dağıtım işlevlerinin aynı piyasa yapısı içerisinde hareket etmesinin yol açacağı bedavacılık ve mükerrer bilgi üretim maliyeti sorunlarının aşılmasına yardımcı olacağını düşünmekteyiz.

Bunu sağlamak için bilgi üreticisi için ayrı ve bilgi işleyici-dağıtıcısı için ayrı bir fiyatlama sürecinin uygulanabilir olması kanaatimizce büyük ölçüde yeterli olacaktır. Bilgi üreticisi için ayrı ve bilgi işleyici-dağıtıcısı için ayrı bir fiyatlama sürecinin uygulanabilir olduğu yaklaşımı bilgi üretimi ile bilgi işleme-dağıtım faaliyetlerinin birbirlerinden bağımsız ve farklı ölçülebilir ve fiyatlanabilir katma değer sağladıkları ön kabulümüze dayanmaktadır. Böylece, bilgi üretimi için ayrı ve bilgi işleme-dağıtım için ayrı birer piyasa ortamı yaratarak sadece bilgi üreticileri arasında rekabetin sürdürüldüğü bir rekabetçi bilgi üretim piyasasının sağlanabileceğini düşünmekteyiz. Aynı şekilde, halen bilgi işleme-dağıtım faaliyeti gösteren farklı kurumların oluşturduğu muhtelif rekabetçi piyasa ortamlarının varlığı da dikkate alınarak; Lee'nin de yapılabilirliğini kabul ettiği bir rekabetçi bilgi işleme-dağıtım piyasasının uygulanabilir olduğunu değerlendirmekteyiz. Bilgi üretimi piyasası ile bilgi

işleme-dağıtım piyasaları aradaki bu yapı sayesinde birbirinden ayrılmış olacaktır. Bu şekilde bölüntülenmiş piyasa yapısı bilgi üretimi-işleme-dağıtım süreçlerinin bir arada yürütülmesi halinde doğal olarak ortaya çıkabilecek mükerrerlik ve bedavacılık sorunlarını çok büyük ölçüde ortadan kaldıracaktır.

Gözetimin uygulaması hakkında bu çalışmada dikkate alınan yazarların genel olarak öngördükleri bilgi üretiminde ve dağıtımında tekелci piyasa yapısından beklenen faydaların, önerdiğimiz şekilde, bilgi üretimi piyasası ile bilgi işleme-dağıtım piyasası arasında üreticilerden işleyici-dağıtıcılara bilginin aktarılması işlevini görecek tekелci bir yapının oluşturulmasıyla sağlanabileceği kanaatindeyiz. İki piyasa arasındaki bu tekелci yapı bir elektronik ortam, bir borsa inisiyatifi, piyasa kurumlarının oluşturduğu bir kurum veya özel bir şirket gibi değişik şekillerde olabilir. Kanaatimizce, tekелci yapının piyasa gücünün kötüye kullanılmasına yol açacak davranışlardan alıkonulmasına yönelik önlemlerin varlığı etkin ve sürekli olarak sağlanabildiği sürece bu yapının alacağı şeklin belirleyici bir önemi olmayacaktır.

Böyle bir ara kurumun varlığının bedavacılar sorununun çözümünde etkinlik sağlaması şu şekilde açıklanabilir. Bilginin üretilmesi için kendi aralarında rekabet eden finansal araçlar, bilginin işlenmesi ve dağıtımında ya hiç yer almayacak ya da başka finansal araçlarla başka bir piyasa ortamında rekabet ediyor olacaktır. Her bir veya sadece birkaç finansal aracıya belirli şirketlerle sınırlı olarak bilgi üretme görevi verilerek hem bireysel şirketler itibariyle uzmanlaşma sağlanması mümkün olacak ve hem de her bir şirket için tekелci bir piyasa yapısı veya oligopolcü rekabetin söz konusu olacağı bir piyasa yapısı sağlanabilecektir. Özellikle bilgi üretme maliyeti yüksek olması beklenen büyük hacimli şirketler bakımından birkaç finansal aracının bilgi üretimi konusunda rekabet ediyor olması oligopolcü rekabetin ortaya çıkaracağı hizmet veya ürün farklılaştırmasına yönelik ve bu şekilde kalite artırıcı arayışlara imkân verebilecektir. Kanaatimizce, böyle bir yapı Lee'nin piyasa modeli ile ilgili değerlendirmeleri ile de uyumludur.

Bilgi üretiminde piyasa yapısının şekli konusundaki değerlendirmelerde piyasanın kapsamı ile ilgili temel bir konuya dikkat çekmemiz gerekmektedir. Kanaatimizce, bilgi üretimi ile ilgili analizler her bir şirketle ilgili olarak diğerlerinden

ayrı bir piyasa değerlendirmesini esas almalıdır. Konu ile ilgili olarak görüşlerini dikkate aldığımız yazarların çalışmalarında, bütün şirketlere ilişkin bilgi üretimi piyasası tek bir piyasa olarak analiz edilmektedir. Çok sayıda şirket bilgisinin üretiminin tek bir piyasa ortamında dikkate alınması durumunda çok sayıda rekabetçi firmanın bilgi üretim sürecinde, doğal olarak, bedavacılık ve mükerrerlik sorunlarının ortaya çıkması daha kolay beklenir bir durum olacaktır. Oysa her bir şirkete ilişkin bilgi üretiminin ayrı bir piyasa ortamında analiz edilmesi bu sorunların ortaya çıkma olasılığını azaltacaktır. Çünkü her bir şirkete özgü bilgi üretimi başlangıçta rekabetçi bir piyasa ortamıyla sağlanmaya çalışılsa bile bilgi hacmi ve bilgi üretim maliyeti görece yüksek olabilecek sınırlı sayıdaki şirket dışında zaman içinde doğal tekel yapısı ortaya çıkması beklenmelidir. Çünkü bilgi üretim maliyetinin yüksekliği piyasaya girişte önemli bir engel olacaktır.

Ayrıca, her bir şirket bilgisi bir diğer şirkete ait bilgiden ayrı ve başka nitelikte bir bilgi olmakla ve bu bilginin modelimizde esas aldığımız tek bir alıcısı (depolayıcısı) olmakla, üretilen bilginin üretildikten sonraki ilk kullanımıyla birlikte “kamu malı”na dönüşme olasılığı da azalacaktır. Bilginin kamu malına dönüşmesi durumu daha çok bilginin işlenmesi-dağıtımı ile ilgili piyasanın sorunu olacaktır. Böylece bilginin üretilmesinin önündeki en büyük engel olan bir kez kullanımla kamu malına dönüşme durumu bilgi üreticisi bakımından ortadan kalkmış olacaktır. Bu durumla uğraşacak olanlar olsa olsa bilginin işlenmesi-dağıtımı ile ilgili piyasada faaliyet gösteren finansal araçlar olacaktır.

Böylece, bilginin üretilmesi ile bilginin işlenmesi-dağıtılması piyasalarını birbirinden ayırmakla bilginin üretilmesinin önündeki önemli bir engeli aşmamız mümkün hale gelmektedir. Bilgi tek alıcılı bir piyasada üretiliyor olacaktır. Bu şekilde bilginin üretilmesi ile ilgili temel sorun üretilen bilginin fiyatlanması ile sınırlı hale gelecektir. Bilginin kamu malı haline gelme tehlikesinin ortadan kalkması bu bilginin fiyatlanabilmesini de sağlayacaktır. Başka bir deyişle, bilginin kamu malı olması halinde piyasa fiyatlama mekanizması ile çözülemeyecek olan fiyatlama sorunu, bilgi üretiminin tek alıcılı bir piyasa için yapıyor olması sonucunda çözülmesi beklenen

temel konu haline alacaktır. Böylece bilginin fiyatlanabilmesi bilginin ticarete konu mal olmasını da sağlayan bir süreç olacaktır.

Bu çalışmada, bilginin fiyatlanması konusunda ayrıntılı bir yaklaşım geliştirmenin çalışmamızın boyutları bakımından yerinde olmayacağını düşünüyoruz.* Bu bakımdan tek alıcılı bir piyasa için üretilen şirket veya proje bilgisinin fiyatlanması konusunu konuyla ilgili olarak yapılacak çalışmalara bırakmanın uygun olacağını değerlendirmekteyiz.

4.2.3.2. Bilgi Üretimi ve Gözetim İlişkisi

Bilgi üretimini gözetim ile ilişkilendirmek bakımından, bilgi üretimi işinin belirli finansal araçlara yüklenmesinin bilginin üretilmesi sürecinin gözetim faaliyeti ile bütünleşmesini de sağlar olacağı kanaatindeyiz. Model önerimizde, bilgi üretiminde görev alan finansal aracının aynı zamanda üretilen bilginin doğruluğunun sağlanmasına ilişkin olarak da görev üstlenmesi gerektiği görüşündeyiz. Böylece, bilgi üretimi ile doğruluk testlerinin yapılmasını da gerekli kılan bir gözetim süreci başlamış olacaktır. Çalışmamız boyunca muhtelif yerlerde sözünü ettiğimiz doğrulama yükümlülüğünün gözetimin bir parçası olduğu konusunu burada tekrar etmeyeceğiz.

Bu çalışmanın yazımı sürecinde, 18 Ağustos 2009 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu'nun İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliğinde, İMKB'nin “kotasyon şartlarını sağlayamayan, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem görebileceği” bir Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) kurulması ve buna ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Bu Yönetmelikte “şirket paylarının GİP Listesi'ne kabulü öncesinde GİP Listesi'ne kabul başvurusu için gerekli hazırlıkların tamamlanmasında şirkete yardımcı olmakla, Borsa'ya (İMKB'ye) iletilen ve kamuya açıklanan bilgi ve belgelerin doğruluğunu işlem görecektir şirket ile birlikte onaylamakla görevli” *piyasa danışmanı* kavramı getirilmiştir. Piyasa danışmanına yüklenen bu görevin bilginin doğruluğunun

* Aşağıda Bölüm 4.2.6'da gözetim bilgisinin fiyatlanması konusu kısaca ele alınacaktır.

onaylanması gereğinin bir sonucu olarak bilgi üretimine fiilen dâhil olma sonucunu doğurması beklenmelidir.*

Gözetim ve bu kapsamda bilgi üretimi faaliyetlerinin, esas olarak, finansal araçlar tarafından yürütüleceği kabul edildikten sonra finansal araçların bu görevin yürütülmesinde alacakları konum ve görevlerini yerine getirme biçimlerini tanımlamak yararlı olacaktır.

Finansal araçlar, menkul kıymetleri piyasalarda işlem görmekte olan veya işlem görmeye hazırlanan bütün şirketlerle ilgili her türlü bilginin üretiminden, derlenmesinden ve doğrulanmasından sorumlu olmalıdır. Sadece düzenleyici kurumlar tarafından yetkilendirilmiş ve yardımcı bilgi hizmetlerini (bağımsız denetim, derecelendirme gibi hizmetleri) veren kurumlardan elde edilen bilgiler doğrulamanın kapsamı dışında tutulmalıdır. Diğer bir deyişle, doğrulama kapsamı dışında sadece yetkili bağımsız denetim ve derecelendirme kurumları ve benzeri kurumlarca üretilen bilgiler yer almalıdır. Bu koşul, her bir bilgi üreten ve bilgi işleyen kurumun kendi görev kurgusu ve sorumluluğu ile hareket etmesini sağlamanın bir gereğidir. Ayrıca, iş yapma tarzları ve işlevsel konumları itibarıyla doğru bilginin elde edilmesine veya bilginin doğrulanarak kullanılmasına yönelik sorumlulukları bulunan kurumlarca

* SPK'nın 18 Ağustos 2009 tarihli Yönetmelik ile öngördüğü sistem, gelişen (start-up) şirketlerin işlem göreceği özel bir piyasa için çalışmamızda işaret ettiğimiz gözetim görevini üstlenen bilgi üreticisi finansal aracıya oldukça benzeyen bir kurumun varlığını şart koşmaktadır. GİP kapsamındaki piyasa danışmanının üstleneceği görev, hangi nitelik ve özelliklere sahip olması gerektiği gibi hususlar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın 05 Mart 2010 tarihli ve 327 numaralı Genelge'si ile duyurulmuştur. Genelge'de, menkul kıymetlerinin GİP Listesine kabulü için başvuru yapan veya menkul kıymetleri halen GİP Listesinde bulunan gelişme ve büyüme potansiyeline sahip anonim şirketlerle ilgili olarak, piyasa danışmanı için i) şirket paylarının GİP Listesi'ne kabulü öncesinde, GİP Listesi'ne başvurusu için gerekli hazırlıkların tamamlanmasında şirkete yardımcı olunmasını ve başvuru esnasında İMKB'ye iletilen ve kamuya açıklanan bilgi ve belgelerin doğruluğunun işlem göreceği şirket ile birlikte onaylanmasını, ii) şirket paylarının GİP Listesi'ne kabul başvurusunda, İMKB'ye sunulacak belgelerin, beyan ve şirket raporunun hazırlanması ve onaylanmasını, iii) şirket paylarının GİP Listesi'ne kabulü sonrasında, SPK ve İMKB düzenlemelerine uyum konusunda yardımcı olunmasını kapsayan görevler tanımlanmıştır. Genelge'de piyasa danışmanı olabilecek şirketin SPK düzenlemeleri kapsamında faaliyet gösteren i) "Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesi" veya "Halka Arza Aracılık Yetki Belgesi" sahibi olan aracı kurumlar ve bankalar, ii) "Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesi"ne sahip portföy yönetim şirketleri, iii) Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, iv) sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili kuruluşlar arasından istekli olanların İMKB'ye başvurmaları ile seçileceği düzenlenmiştir. Genelge'de piyasa danışmanlarının performanslarının ölçülmesi için kurallar belirlenmiş ve piyasa danışmanının bir şirket hakkında vereceği Onay ve Uyumluluk Beyanı'nda diğerleri yanında şu beyanların da yer alması öngörülmüştür: "Piyasa Danışmanı olarak, Şirket paylarının GİP Listesi'ne kabul başvurusu için gerekli hazırlıkların tamamlanmasında Şirkete yardımcı olduğumuzu, başvuru esnasında İMKB'ye iletilen ve kamuya açıklanan bilgi ve belgelerin doğruluğunu işlem göreceği Şirket ile birlikte onayladığımızı" ve ayrıca, "Piyasa Danışmanı olarak, Şirket raporunda yaptığımız incelemeler sonucunda Şirket hakkında ulaştığımız tespitlere kendimizin veya başkalarının doğrudan veya dolaylı çıkarlarını düşünmeksizin, tam ve doğru olarak yer verdiğimizizi" kabul, beyan ve taahhüt ederiz. Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/Regulations/Circulars.aspx>

sağlanan bilginin doğruluğunun başka bir kurumca araştırılmasının etkin bir sonuç doğurmayacağı kanaatindeyiz. Böylece piyasalara bilgi sağlamakla görevli mevcut kurumsal yapıların, bilgi üretimi rekabetine girerek, hizmetlerini geliştirerek sürdürmelerine de yardımcı olunacaktır. Bilgi üreticisi finansal araçlar, piyasalarda bilgi hizmetlerini sağlayan yerleşik kurumların yerini almadan ve bunlarla yapıcı bir rekabet içerisinde olarak bilgi üretiminde ve dağıtımında etkinliği artırabilecektir.

Finansal araçların, şirketler hakkında ürettikleri ve derledikleri bilgileri kullanabilmesine ve hukuk kuralları ile yasaklanmış (manipülasyon, içerden öğrenenlerin ticareti, müşteri emirlerinin önüne geçen emirler gibi) işlemlere girişmemek koşuluyla, kendi hesaplarına gelir elde etme amacıyla kullanabilmesine izin verilmesi konusunda oldukça dikkatli bir yaklaşım benimsenmelidir. Üretilen bilginin öncelikli kullanılabilmesi olanağı, finansal araçlar tarafından gözetim maliyetlerinin müşterilere yansıtılan kısmının düşük tutulmasını sağlayabilecektir. Ancak uygulamada ortaya çıkabilecek sorunlar bakımından bu konu üzerinde çok dikkatle durulması gerekmektedir. Öyle ki bilginin bu şekilde öncelikli kullanımına izin verilmesi, iyi düzenleme ve denetim ile desteklenmediği takdirde, kalıcı güven sorunlarına yol açabilecek niteliktedir. Bu bakımdan, bilginin bilgi üreticisi finansal aracı tarafından öncelikle kullanılmasına izin vermemek de başlangıçta kural olarak benimsenebilir. Bu tercihin her bir piyasadaki düzenlemeler bütünü ve iş yapma tarzları dikkate alınarak değerlendirilmesi daha akılcı gözükmektedir.

Finansal araçların yürüteceği bilgi üretme ve derleme faaliyetinin bir parçası olan “bilgi doğrulama” süreci esasen bir gözetim süreci olarak değerlendirilmelidir. Şirketle ilgili olarak elde edilen her türlü işlenmemiş bilgi bir doğrulama sürecinden geçirileceğinden bu süreçte bir gözetim hizmeti verilmesi beklenmelidir. Gözetim sürecinin basit ve orta yoğunluk aşamalarını kapsayacak olan bu süreç finansal araçların yüksek yoğunluklu gözetim ve kontrol amaçlı işlem ve süreçlerde görev üstlenmelerine engel değildir. Finansal araçlardan beklenen, işlenmemiş bilginin doğrulanması işlemleri kapsamında basit ve orta yoğunluklu gözetim hizmetinin sağlanması olmalıdır.

Yukarıda Bölüm 1.5’te ele aldığımız finansal araçların gözetim görevi ile ilgili çalışmalar piyasalarda bilgi dağılımında dengesizliğin aşılmasında kilit rol oynayan finansal araçların, bilgi toplamanın ve dağıtmanın bir gereği olarak gözetim işini de yapıyor olmaları gereğine işaret etmektedir. Bu değerlendirmelerde finansal araçların gözetim görevi bilgi toplamanın ve dağıtmanın kendiliğinden ortaya çıkan bir sonucu olarak değil, finansal aracılığın varlık sebebi olarak ortaya çıkan bir durum olarak ele alınmıştır.

Bilgi toplama işinin, Leland ve Pyle’in analizinde³⁸⁵, toplanan bilginin doğruluğunun test edilmesini gerekli kılan bir süreci de kapsadığına yukarıda Bölüm 1.5’te değinilmiş idi. Bilginin doğruluğunun test edilmesi gereği, her şeyden önce, finansal aracının kendi menfaati için gereklidir. Finansal aracının, ilke olarak, bilgiyi kendi menfaati için de kullanabileceği kabul edildiğinden, bilginin doğrulanması finansal aracının kendi getiri olanakları açısından da gerekli olmaktadır. Aksi halde finansal aracı, yanlış ve yanıltıcı bilgiyi kullanarak zarar etme durumunda kalabilecektir.

Bilginin doğrulanması gerekliliği, bilgi dağılımındaki dengesizliğin azaltılması çerçevesinde, finansal aracılığın varlık sebebi olarak da ortaya çıkmaktadır. Dengesizliği azaltılacak olan bilgi, kuşkusuz ki, doğru ve yeterli bilgi olmak gerekir. Aksi halde, finansal araçlar güven kaybı sorunu yaşayacaklar ve finansal aracılığın tamamen işlevsiz kalması tehlikesi ortaya çıkacaktır.

4.2.4. Gözetimin Kurumsal Yapısı (Kurgusu)

Hangi finansal aracıya hangi şirket(ler) hakkında bilgi üretimi sorumluluğu verileceği, isteyen finansal araçların katılacağı bir açık artırma veya açık eksiltme gibi yarışmaya tabi bir yöntemle belirlenebilir. Piyasaya bu şekilde bir giriş, genel olarak rekabetçi bilgi üretimi tercihimiz bakımından da anlamlı gözükmektedir. Böylece, rekabetçi bir ortamda, daha düşük fiyatla hizmet verecek gözetim sorumluları belirlenebilir olacaktır.

Kanaatimizce, her finansal aracıya mutlaka gözetim sorumluluğunun verilmesi gerekli değildir. Gözetim maliyet yükleyen bir faaliyet olduğundan, bazı finansal

aracların gözetim sorumluluğu üstlenmekten kaçınması beklenmelidir. Bu durum, bazı finansal aracların gözetim faaliyetinde daha fazla uzmanlaşarak faaliyet yoğunluklarını gözetim faaliyetine kaydırmaları sonucu da doğurabilir. Böyle bir sonuç gözetimin daha etkin bir şekilde yürütülebilmesini de sağlayabilir. Gözetim, finansal aracılar tarafından kazanç sağlayan bir faaliyet olarak değerlendirildiği sürece, bu şekilde bir uzmanlaşmanın ortaya çıkması da mümkün olabilecektir.

Finansal aracılar gözetim faaliyetini yürütebilecek uzman ve teknik personeli istihdam etme sorumluluğunda olmalı ve buna uygun eğitim ve teknoloji altyapısını sağlamalıdır. Bağımsız denetim ve derecelendirme faaliyetleri ile menkul kıymet analizi hizmetlerinin uyguladığı bilgi toplama ve işleme yöntemleri de dâhil olmak üzere, mümkün olan ve kural ve düzenlemelere uygun olan her türlü bilgi toplama ve edinme yöntemini kullanarak şirketler üzerinde gözetim yapmak finansal aracların temel görevlerinden birisi olarak tanımlanmalıdır. Bu tanımlama hukukî düzenlemelerle destekleneceği gibi piyasadaki iş yapma kültüründe finansal araclara ait bir gözetim görevi algılamasının yerleştirilmesi için çalışmalar yürütülmelidir.

Finansal aracların topladıkları bütün bilgiler ve gözetim sürecinde uyguladıkları bütün yöntemlerin sonuçları bilgi toplama ve dağıtım merkezi olarak işlev görecek olan “**bilgi merkezi**”ne aktarılmalıdır.

“Bilgi merkezi”, finansal aracların, gözetiminden sorumlu oldukları şirketlerle ilgili elde ettikleri bütün bilgilerin aktarıldığı ve toplandığı bir merkez olmalıdır. Ayrıca, şirketlerle ilgili her türlü bilgi kaynağından elde edilen bilgiler “bilgi merkezi”nde toplanmalıdır.

Halen piyasalara bilgi sağlamak üzere faaliyet göstermekte olan kurumların hizmetlerinden yararlanılmaya devam edilmelidir. Bu kurumlar da ürettikleri bütün şirket bilgilerini, değerlendirme ve raporlarını “bilgi merkezi”ne aktarmalıdır.

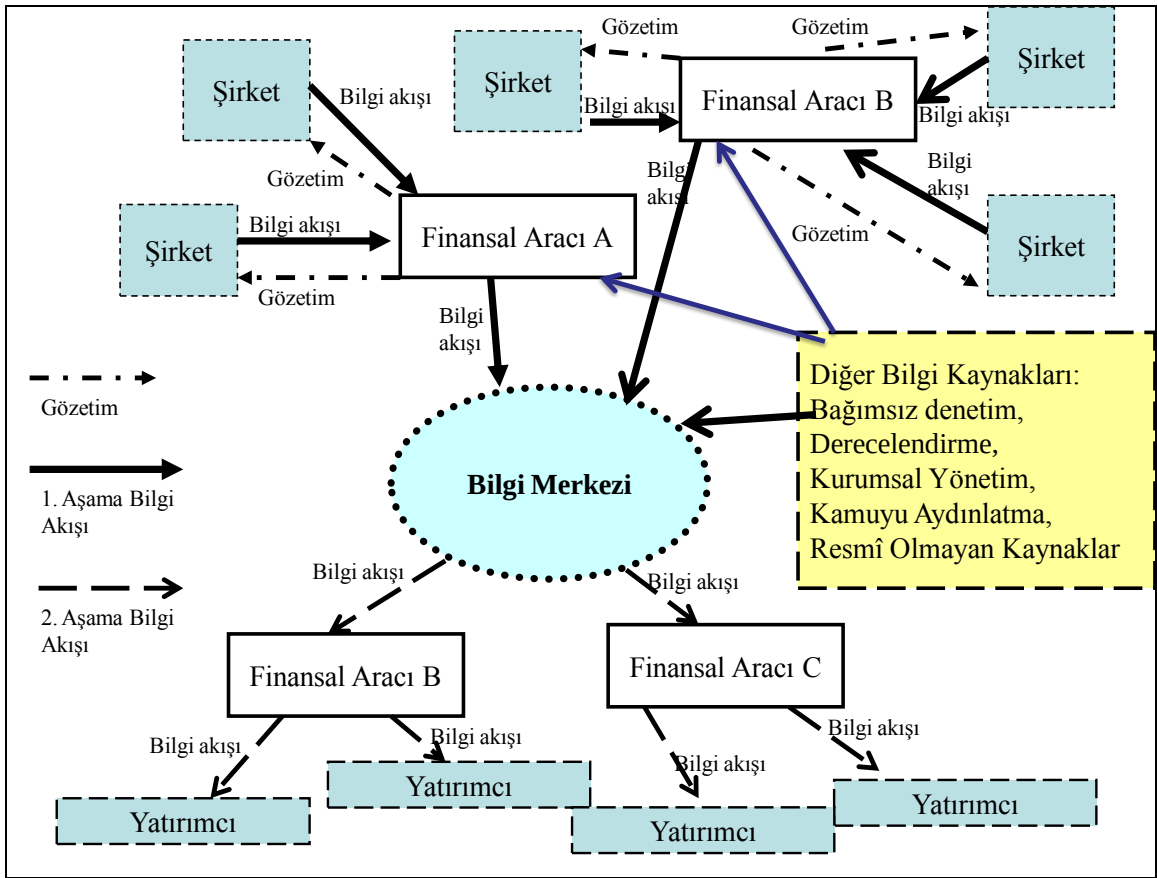
“Bilgi merkezi”, menkul kıymetleri piyasalarda alınıp satılmak üzere kaydedilmiş bulunan bütün şirketlerin faaliyetine, performansına, yönetimine, pazarlama ve satışına ve ilgili diğer bütün alanlara ilişkin bilgilerin depolanacağı bir merkez olmalıdır. şirketler hakkındaki bilgilerin her bir şirketin gözetiminden sorumlu

finansal aracı tarafından ya da doğru bilgiyi sağlamak üzere halen faaliyet gösteren kurumlar tarafından doğruluğu da sağlanarak mümkün olduğu kadar işlenmeden aktarılması esastır. Yardımcı bilgi hizmet (bağımsız denetim, derecelendirme gibi) kurumları tarafından sağlanan bilgiler işlenmiş bilgi olabilecektir. Ancak bu kurumlar da bilgi işlemede kullandıkları yöntemleri, nihai görüşlerine veya puanlamaya ulaşırken dikkate aldıkları veri ve bilgi setini de “bilgi merkezi”ne aktarmak zorunda olmalıdır. Böylece şirketlerle ilgili bütün bilgilerin toplu olarak, doğrulanmış şekliyle yer aldığı bir bilgi deposu oluşturulmuş olmalıdır.

“Bilgi merkezi”nin bilgiyi işleme sorumluluğu olmayacağından, örgütlenmesi bakımından karmaşık bir yapı öngörülmemelidir. “Bilgi merkezi” şirket şeklinde örgütlenmiş bir hukukî yapı olabileceği gibi, ülkedeki borsalar ve işlem platformlarının birisinin tek başına veya bir kısmının ortaklaşa olarak oluşturduğu bir kurumsal yapı veya bu kurumların bünyesinde veya yan kuruluşu olarak bir merkez de olabilmelidir. Bilgi merkezinin hukuksal konumu ve kurumsal yapısı konusunda öncelikli bir tercihimiz bulunmamaktadır. Esas olan, bu yapının bilgi üreticisi finansal araçlar ile bilgi işleyici-dağıtıcısı finansal araçlar arasında bir duvar örerek iki farklı ve ayrı piyasanın oluşmasına yönelik işlevleridir.

Aşağıda Şekil 9’da şematik olarak çerçevesi çizilen gözetimin piyasa kurgusu ile ilgili önerimiz, gözetim faaliyeti ile ilgili temel olarak iki farklı finansal aracı tipini göstermektedir. Bilgi üretim piyasasında faaliyet gösteren finansal araçlar şirketlerden gelen bilgi akışına karşılık şirketlere yönelik doğrulama sürecinin de içinde bulunduğu bir gözetim davranışı da gösteriyor olacaktır. Böylece gözetim görevi, esas olarak, bilgi toplamakla görevli finansal araçlara yüklenmiş bir faaliyet olarak karşımıza çıkacaktır. Bu araçlara gözetim görevinin etkin bir şekilde yerine getirilebilmesini sağlamaya yönelik teknik altyapı kullanımı ve uzman personel çalıştırılması hak ve görevlerinin yüklenmesi gerekmektedir. Yukarıdaki bölümlerde açıklandığı üzere, gözetim faaliyeti, teknolojik ve insan kaynakları yatırımları bakımından yüksek maliyet ortaya çıkarabilecek bir faaliyettir. Bu yüzden finansal gücü gözetim faaliyetini yürütmeye yeterli finansal araçların öncelikli olarak gözetim konusunda istekli olmalarının sağlanması için teşvikler sağlanması da mümkün bulunmaktadır.

Finansal aracının vereceği basit ve orta yoğunluktaki gözetim hizmetinin maliyetini karşılayacak ve finansal aracıya makul bir kâr oranı sağlayacak şekilde bir ödemenin, sağladığı bilginin ve gözetim hizmetinin kapsamı ölçüsünde, “bilgi merkezi” tarafından yapılması mümkündür. Ancak, bilgiyi üreten ve derleyen finansal aracının bu bilgiyi alım-satım işlemlerinde kendi lehine kullanarak gözetim bilgisinden gelir elde etme olanağı da var olabileceğinden bu iki gelir unsuru arasındaki denge ve ilişkiyi dikkate alarak finansal aracının aşırı kâr elde etmesini önleyecek bir sistemin kurulması uygun olacaktır.



Şekil 9. Gözetimin Piyasa Kurgusu

“Bilgi merkezi”nde toplanan bilgiler düzenleyici kurumun da onayından geçecek bir ücretlendirme sistemi ile talep eden finansal araclara, işlenmemiş olarak, satılabilmelidir. “Bilgi merkezi” bilgi işleme merkezi olarak örgütlenmemelidir. “Bilgi merkezi” şirketlerle ilgili bütün bilgilerin ve gözetim sonuçlarının ulaşılabilir olduğu bir merkezi sistem olarak tasarlanmalıdır.

“Bilgi merkezi”nde depolanan bilgiler ve gözetim sonuçları bundan yararlanmak isteyen finansal aracılarda, işlenmemiş olarak, “bilgi merkezi”nden satın alınabilir olmalıdır. “Bilgi merkezi”, böylece, bilgiyi derleyen ve gözetimi yapan finansal aracıya ödenen tutar ile bilgiyi kullanmak üzere satın alan finansal aracının tahsil ettiği tutar arasındaki farkın sağladığı ölçüde bir gelir-gider farkı ile faaliyetini sürdürebilmelidir.

İşleyerek kullanmak üzere, “bilgi merkezi”nden bilgi satın alan finansal aracı, tek bir kaynaktan bilgi elde etmenin maliyet avantajı dolayısıyla bilgilenme maliyetinde düşüş sağlamış olacaktır. Bilginin işlenmesi konusunda da uzmanlaşması beklenen bu finansal aracı, bu uzmanlaşma sonucunda bilgi işleme hizmetinde etkinlik ve tasarruf sağlayabilecektir. Böylece, bilgi üretme ve derleme ve bu kapsamda gözetim hizmetlerinde ve bilgi işleme hizmetlerinde etkinlik ve maliyet avantajları sağlanması beklenmelidir. Bilgi işleme konusunda uzmanlaşmış olan finansal aracı, bu kapsamdaki hizmetlerini kendi müşterilerine satabileceği gibi bilgi işleme konusunda uzmanlaşmamış olan finansal araçlara, kurumsal yatırımcılara ve büyük pay sahiplerine de satabilecektir.

Böylece, gözetim sürecini de kapsayacak şekilde bilgi üretim faaliyetini ayrı bir piyasa ortamında ve bilgi işleme ve dağıtım süreçlerini ayrı bir piyasa ortamında kurgulamak mümkün olacaktır. Bu sayede bedavacılık ve mükerrer maliyet sorunlarının aşılması sağlanmış olacağı gibi, bilgi üretiminde uzmanlaşmış finansal araçlar ve bilgi işleme ve dağıtımında uzmanlaşmış finansal araçlar iki ayrı piyasa ortamında faaliyetlerinde etkinlik sağlama imkânına kavuşmuş olacaktır.

Gözetim piyasasının bu şekilde kurgulanması kanaatimizce bireysel şirketlere ait bilginin üretiminde tekeli bir yapı oluşmasını sağlayarak bilgi üretiminde tekel olanaklarından yararlanabilmeyi de sağlayacaktır. Piyasaya giriş konusunda sağlanacak rekabetçi yapı tekel gücünü kötüye kullanan ya da bilgi üretiminde etkinliği sağlayamayan finansal araçların yerini başka adayların almasını sağlıyor olacaktır.

Piyasaya girişte rekabetçi etkinliğin ve bilgi üretiminde tekelci etkinliğin sağlayacağı faydanın bilgi üretim piyasasında başka bir ekonomik yapıya kıyasla daha üstün bir sonuç verip vermeyeceğini araştırmak ayrı bir çalışma konusu olabilecektir.

4.2.5. Gözetimin ve Kontrolün Sınırları

Gözetim süreci bilginin aranması, edinilmesi, incelenmesi, doğrulanması, değerlendirilmesi ve kullanılması şeklinde sınıflanabilecek aşamalardan oluşmaktadır. Kontrol süreci ise bilginin kullanılması aşamasını da içine alacak şekilde, fon sağlanmasından beklenen faydaları sağlayacak şekilde, fonu kullananın kararlarını, davranışlarını etkilemeyi, hedefe uygun olmayan işlem ve faaliyetlerin başlamadan önlenmesini veya başlamışsa sonlandırılmasını sağlamak üzere uygun eylem ve işlemlerde bulunmayı ve son aşamada, fonu kullananın kontrol ettiği kaynakların ve faaliyetin kontrolünü ele geçirmeye kadar uzanan çeşitli aşama ve süreçleri içine almaktadır.

Gözetim, yukarıda Bölüm 4.1’de, yoğunluk bakımından üç aşamalı bir faaliyet olarak tanımlanmıştır. Buna göre, en düşük yoğunluk düzeyi olarak kabul ettiğimiz basit yoğunluk düzeyinde, gözetim, şirket hakkında kamuoyuna açıklanmış bulunan bilgilerin incelenmesi ve değerlendirilmesi ile sınırlı bir faaliyet olacaktır. Bu aşamada, gözetim maliyetleri ihmal edilebilecek düzeyde düşük gerçekleşecektir. Basit yoğunluktaki gözetim, bir bakıma pasif gözetim faaliyeti olarak değerlendirilebilir.

Orta yoğunluktaki gözetim faaliyetinde, şirket hakkında kamuoyuna açıklanmış olup elektronik ortamlardan veya basın yayın organlarından kolayca erişilebilen bilgilerin ötesinde daha fazla bilgi veya kamuya açık bilgilerin ayrıntılarını ve arkasındaki durum ve işlemleri bilme eğiliminde olan gözetimcinin davranışı söz konusudur. Bu gözetim düzeyinde, gözetim amaçlı bilgi sağlanması için bir miktar maliyete katlanmak zorunlu olacaktır. Orta yoğunluklu gözetim, gözetimcinin şirketin genel kurul toplantılarına katılacağı, düzenlemelerin sağladığı bilgi alma hakkını kullanarak şirketten ek bilgiler isteyebileceği, şirket yönetimini tanıma amaçlı görüşmeler yapacağı, şirketin üretim koşullarını ve potansiyelini görmek için ziyaretler

gerçekleştireceği, bilgi almak ve izlemek için ek yollar deneyeceği ve bunlarla sınırlı olmayan faaliyetleri kapsayacaktır.

Gözetimin ileri aşaması olan yüksek yoğunluklu gözetim aşamasında, gözetimci, şirketin faaliyetine ilişkin politikaları ve kararları etkilemek amacıyla girişimlerde bulunacak, genel kurul toplantıları için oy toplama (proxy) girişimleri, azlık haklarının harekete geçirilmesi için pay sahipleri arasında toplu girişim örgütlenmeleri, şirket yönetim kuruluna üye seçiminde etkili olmak için genel kurul öncesi ve sonrası çalışmalar gibi aktif hisse sahipliği (shareholder activism) kapsamında değerlendirilebilecek çalışmalar yapacaktır. Yüksek derecede yoğun gözetim düzeyinin birçok faaliyeti şirket kontrolü kapsamında değerlendirilebileceğinden ve şirketi kontrol etme sonucu doğuracak işlem ve süreçler olacağından, yüksek yoğunluklu gözetimin ileri aşamaları şirkette kontrol ile aynı kapsamda olacaktır.

Gözetim faaliyeti çerçevesinde yürütülecek eylem ve işlemlerin alacağı kapsam ve şekil uygulamada gözetimcinin karar ve tercihlerine bağlı olacaktır. Ancak, gözetim, genel olarak, şirket ve faaliyetleri, yönetimi ve durumu hakkında bilgi edinme ve gözetimin yüksek yoğunluk düzeylerinde şirketi bu bakımlardan gözetimin hizmet ettiği tasarruf sahiplerinin (hane halkının) uzun vadeli çıkarlarına uygun hale getirmek veya iyileştirmek yönünde etkilemek amacı ile sınırlanmalıdır.

Gözetimin şirketi ele geçirme ya da kontrol gücünün ileri düzeylerinde şirketin yönetilmesi sonucunu doğuracak eylem ve işlemlere girişme gibi amaçlara hizmet edecek şekil ve kapsama girmemesi gerekmektedir. Dolayısıyla gözetim, şirketin yönetilmesi sonuçlarını doğuracak bir şekil almamalıdır. Gözetimin şirket yönetimini etkileme veya zaman zaman yönetime müdahale sonucu doğuracak işlem ve süreçler içermesi beklenen bir durum olacaktır, ancak gözetimin şirket yönetiminin yerine geçecek şekil ve içerik alması gözetimin amaçları ile uyumlu olmayacaktır. Bu hassas çizginin iyi gözlenmesi ve şirketin yönetilmesi sonucunu doğuracak süreçleri kapsamaması esastır.

Bu çerçevede gözetim faaliyetinin, bilginin doğrulanması sürecini de kapsayacak şekilde, kontrol aşamasına kadar giden bir süreçle sınırının çizilmiş olması

kanaatimizce yeterli olacaktır. Gözetim sonuçlarından ve gözetim bilgisinden kontrol amaçlı yararlanacak kişi veya grupların bulunması gözetimin hedefleri ve kapsamı dışında düşünülmelidir. Gözetim bilgisinin ve sonuçlarının kontrol amaçlı kullanılması gözetim faaliyetinin amaçlarını belirleyici olmamalıdır.

Gözetim bilgisinin ve gözetim sonuçlarının, yukarıda Bölüm 4.1’de ele alınan aşamalı yapıda, kontrol ve yönetim süreçlerini de besler nitelikte olması beklenmelidir. Böylece gözetim bilgisinden ve sonuçlarından kontrol ve yönetim aşamalarına yönelik girişimler için de yararlanılması bekleneceğinden gözetim faaliyetinin yürütülmesinde bu durum göz önünde bulundurulmalıdır. Ancak bu etkileşim gözetim faaliyetinin kontrole yönelik hedefler üstlenmesine yol açmayacak şekilde ayarlanmalı ve uygulanmalıdır.

4.2.6. Gözetim Hizmetinin Sunulmasının Esasları

i) Fiyatlama Sorunu

Gözetim bilgisinin, gözetimci finansal araçlar tarafından “bilgi merkezi”ne, bilgi merkezi tarafından bilgiyi işleyen finansal araçlara ve bu araçlar tarafından bilgiyi kullanacak olan bireysel ve kurumsal yatırımcılara ve diğer finansal araçlara satışında bu bilginin nihaî kullanıcıya ulaşmasında katma değer yaratan her birime gelir getirecek bir mekanizma oluşturulmalıdır. Bilgiyi kullananın bilginin bedelini ödemesi esasının benimsenmesi kanaatimizce doğru bir yöntem olacaktır. Böylece gözetim bilgisinden fayda sağlayacak olan tasarruf sahibi gözetimin maliyetini ilk üstlenecek kesim olacaktır. Ancak, tasarruf sahibi gözetim maliyetleri nedeniyle azalan getirisini talep edeceği getiri oranı ile telafi etmeye çalışacaktır. Bu da gözetim maliyetlerinin nihai olarak girişimcinin üstünde kalması sonucunu doğurabilecektir. Bu sonuç, Lee’nin 2009 tarihli çalışmasında³⁸⁶ öngördüğü sonuca uygundur.

Gözetim faaliyetinin, hizmet ürünü olarak kabul edebileceğimiz iki çıktısı olacaktır. Bunlardan birisi gözetimden elde edilen ve bazı sınırlar içinde parçalara ayrılıp birimler haline getirilerek satışı yapılabilecek olan bilgi dosyaları olarak kabul edilebilir. Gözetimin diğer çıktısı ise gözetimin iyileştirici etkileri ve performans artışı olarak değerlendirilebilir.

Gözetimin bilgi dosyaları çıktısı, gözetimci finansal aracı tarafından üretilen ve derlenen bilgilerin, “bilgi merkezi”nde depolanan bilgilerin ve bilgi işleyen finansal aracılardan ürettikleri işlenmiş bilgilerin bilgi paketleri şeklinde tanımlanabilmesine ve satılabilmesine imkân verecektir. Bu bilgilere ulaşım koşulları elektronik güvenlik süreçleri ile kontrol edilebilecek ve *bit (byte)* gibi elektronik ölçü birimleri ile birimlere ayrılabilir. Bilgi setleri farklılaştırılarak, bilgi içeriğine ve bilgiyi talep edenin (bireysel yatırımcı, kurumsal yatırımcı, finansal aracı gibi) niteliklerine göre ölçü birimi başına farklı fiyatlar belirlenebilecektir. Fiyatlama sistemi düzenleyici kamu kurumlarının onayına ve sürekli gözetimine (supervision) tabi olacağından, bilgiyi sağlayanın rekabetsiz ortamda ortaya çıkabilecek olumsuz fiyatlamaya davranışları önlenilebilecektir. Bilgi işleme hizmeti veren finansal aracılardan müşteri grupları arasında fiyat farklılaştırması yaparken oligopolistik piyasaların kâr ençoklaştırma araçlarına başvurmaları söz konusu olabilir. Bu bakımdan, ürün fiyatlamaya süreci düzenleyici kurumun onayı ve sürekli gözetimi altında olmalıdır. Böylece, oligopolcü piyasa gücünün toplumsal faydayı azaltıcı etkilerinin kontrol altına alınması sağlanabilmelidir.

Gözetimin bilgi dosyaları çıktısının içerik tespiti ve fiyatlaması görece kolay bir işlem olarak değerlendirilebilecek iken performans artışı çıktısının içerik tespiti ve fiyatlamasında ciddi güçlükler bulunmaktadır. Performans artışı dönemler arası karşılaştırmayı gerektirmesi nedeniyle dönem sonunda ölçülebilecek ve fiyatı belirlenebilecek bir hizmet olarak değerlendirilebilir. Gözetimin performans artışı çıktısının etkileri dönem içinde ortaya çıkarak sonucu dönem sonunda tespit edilebilecektir. Böylece dönem içinde etkileri oluşacak performans artışı dışsal ekonomiler yaratacaktır. Bu bakımdan, performans artışı çıktısını ayrıca fiyatlamak piyasa ekonomisi kuralları çerçevesinde etkin bir sonuç sağlamayacaktır. Önerdiğimiz modelde, kamu müdahalesi gerektirecek durumları, piyasa kurallarının kendi işleyişinin olumsuz sonuçlar doğurmasının beklendiği durumlar ile sınırlı tutma eğilimindeyiz. Bu çerçevede, gözetimin performans çıktısını ayrıca fiyatlamak yerine gözetimin bilgi çıktısı ile birleştirilerek fiyatlamak uygun bir yol olarak ortaya çıkmaktadır.

Gözetimin performans çıktısının bilgi çıktısı ile birlikte paketlenerek fiyatlanacak olması, gözetim araçları ve bilgi üretim süreçlerinin performans artırıcı

sonuçları ile ilgili olarak tutarlı sebep-sonuç tespitlerinin yapılmış olmasını gerektirmektedir. Her bir gözetim aracının ve her bir gözetim bilgisi üretim ve derleme sürecinin şirket performansını etkilemedeki gücü ölçülmeli ve gözetimin toplam çıktıları fiyatlanırken kullanılacak referans ölçüler tespit edilmelidir. Bu gereklilik gözetim araçlarının ve bilgi üretim süreçlerinin doğru tespitini ve bunların performans sonuçlarının da doğru analizini gerekli kılmaktadır.

Fiyatlama konusunda halen bilgi üretimi hizmetleri vermekte olan muhtelif kurumlarının (veri yayın şirketleri, danışmanlık şirketleri gibi) ürün fiyatlama davranışları da yol gösterici olabilecektir.

Gözetim faaliyetinin ürünlerinin fiyatlaması ile ilgili analizler bu çalışmanın kapsamını aşmaktadır. Bu bakımdan, gözetimin fiyatlanmasına yönelik araştırmaların konuyla ilgili yapılacak sonraki çalışmalara bırakılması daha uygun bir yol olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu aşamada belirtmemiz gereken husus, bilginin üretilmesinde ve bilginin işlenmesi-dağıtılmasında görev alacak finansal araçların bu faaliyetlerden kazanç sağlamalarına imkân verecek fiyatlama mekanizmasının yerleştirilmesi gereğidir. Finansal araçların bu işlemlerden elde edecekleri kazanç, bu işlemlere girişmeye teşvik edici boyut ve nitelikte olmalıdır ki hem piyasaya giriş için rekabet yaratılabilsin ve hem de bilgisel etkinliği artırıcı yatırımların yapılması bakımından caydırıcı bir fiyatlama mekanizması ortaya çıkmamış olsun.

Fiyatlama bakımından, menkul kıymetleri işlem gören şirketlerin gözetim piyasasına yapacağı parasal katkı da önemlidir. Üretilecek bilgiye olan talebin yetersiz olması ve dolayısıyla bilgi üretimi için yeterli piyasa teşvikinin bulunmaması durumunda halen hemen hemen bütün bilgilendirme maliyetlerini üstlenmeleri beklenen şirketler kesiminin de talep yetersizliğinden kaynaklanan eksikliği giderecek şekilde parasal destek sağlaması uygun olacaktır. Bu bakımdan halen katlandıkları bilgi üretim maliyetlerini büyük ölçüde gözetimci finansal araçlara devredecek olan şirketler, finansal araçların gözetim maliyetlerinin bir kısmını üstleniyor olmalıdır.

ii) Gözetim Bilgisinin Dağıtımı

Gözetim bilgisi, gözetimci finansal aracının ürettiği işlenmemiş (ham) bilgi ve ham bilgiyi işleme konusunda uzmanlaşmış finansal aracının ürettiği işlenmiş bilgi olarak iki farklı ürün şeklinde ele alınabilir.

Ham bilginin dağıtımı doğrudan “bilgi merkezi”ne aktarım şeklinde olacağından, kural olarak, ham bilginin dağıtılması ile ilgili olarak özellikli bir durum ortaya çıkmayacağı kabul edilebilir. Ham bilginin, herhangi bir işleme tabi tutulmadan, bir değere dönüştürülebilir olması halinde bu değer paraya çevrilmesi ile ilgili kuralların da belirlenmiş olması gerekecektir.

Ham bilgi, bilgi merkezi bünyesinde herhangi bir işleme tabi tutulmadan, dağıtım kanalı veya kanalları yoluyla talep edenlerin kullanımına hazır hale getirilmelidir. Ham bilgi talebi, alıcısının kendi ihtiyaçları ve müşterilerinin talep ve ihtiyaçları ile belirlenecektir. Ham bilginin alıcısı durumundakilerin sadece finansal araçlar olması hedeflenmelidir. Bu araçların ham bilgiyi işleyebilecek teknik altyapıya ve uzman personel kadrosuna sahip olmaları şartı aranmalıdır. Ham bilginin satışından normalüstü gelir ya da aşırı kâr elde edebilecek tek kurum “bilgi merkezi” niteliğindeki altyapıyı sağlayan ve yürüten kurum olmalıdır. Nitelikli yatırımcı veya olağan yatırımcı kategorisinde olup olmadığına bakılmaksızın, ham bilginin satışı hiçbir nihaî yatırımcıya doğrudan yapılmamalıdır. Bunların ham bilgiye ulaşmaları ancak ve ancak bilgi işleme ve işlenmiş bilginin satışı konusunda yetkili ve uzman finansal aracı kanalıyla mümkün olmalıdır.

Ham bilgiyi işleme konusunda yetkili kurumların, bilgiyi alan tarafından aksi açıkça talep edilmedikçe, işlenmiş bilgi ile birlikte ham bilgiyi de alıcının ulaşabileceği ve kullanabileceği bir şekilde tutmaları zorunlu olmalıdır. Bu koşul çok önemli bir amaca hizmet edecektir: Ham bilgiyi işleme konusunda bilgi ve beceri veya kadro ve altyapı sahibi kişi veya kurumlar ham bilgiyi işlemeye yetkili kurumların performansının kontrolünü yapmış olacaklardır. Bu performans değerlendirmesi işlenmiş bilgi alıcılarının bu bilgiye dayanarak aldıkları yatırım kararlarının performansı ile de ölçülüyor olacaktır. İşlenmiş bilgi ile birlikte ham bilginin de hazır

bulundurulması bilginin nihaî kullanıcıları tarafından bilgi işlemeden kaynaklanan teknik hataların ve genel doğrulara aykırı durumların ortaya çıkarılmasına, doğrulamaların yapılabilmesine ve bu gibi geri beslemelerle bilgi işleme sürecinin etkinliğinin artırılmasına yardımcı olacaktır.

İşlenmiş bilginin dağıtımı ayrıca değerlendirmeyi gerekli kılmaktadır. İşlenmiş bilgiye oluşacak talep gözetim ihtiyacını ve içeriğini belirleyen ana taleptir. Bu bakımdan, gözetim sürecinin varlığını açıklayan temel unsur, gözetim faaliyetinin üreteceği bilgi ve performans çıktılarına ekonomideki tasarruf sahiplerinin duyacağı ihtiyaç olacaktır. Ekonomide doğru bilginin üretilmesi ve gözetim yoluyla performans artışı sağlanması yönünde bir talep olmaması gözetim faaliyetinin çıktılarına olan talebi azaltacağından veya tamamen ortadan kaldıracığından, bu durumda, gözetime gerek kalmayabilecektir. Ancak gözetimin performans çıktısı mevcut olduğu sürece, performans artışı tasarruf sahiplerinin yatırım kararlarını belirleyen temel unsur olması gerektiğinden, bu yönüyle bir talep sürekliliğinin sağlanmasını beklemek gerekmektedir.

Gözetimden, talep yaratan bir bilgi çıktısı elde edilememesine rağmen, performans artışı çıktısının elde edilebiliyor olması durumunda, kanaatimizce sosyal fayda bakımından, gözetim bilgisinin üretiminin ve dağıtımının sürdürülmesi gerekir. Performans artışı ile kastettiğimiz sonuç gözetim faaliyetinin etkisinden kaynaklanan genel bir şirketler kesimi performansı olduğuna göre, bu şekilde sağlanacak sosyal faydadan vazgeçmek istenen ve beklenen bir eylem olmayacaktır.

iii) Toplanan Bilginin Kurum İçi Kullanımı

Dengesiz bilgi dağılımını azaltmaya yönelik işlemlerde, üretilecek bilginin bilgiyi edinen finansal aracının kendi alım-satım işlemlerinde veya diğer gelir getirici işlemlerinde kullanılabilmesi Leland ve Pyle'in analizinde³⁸⁷ izin verilen bir durumdur. Üretilen bilgilerin finansal araçlar tarafından kurum içi kullanımına izin verilmesi gözetim çıktılarının fiyatlanmasında daha düşük fiyat tespiti bakımından da yarar sağlayabilecektir. Ancak, hukukî düzenlemelerle yasaklanmış bulunan içerden öğrenenlerin ticareti, manipülasyon, müşteri emirlerinin önüne geçilerek emir verilmesi

(front-running) gibi uygulamaların ortaya çıkmaması için finansal aracılardan ürettikleri ve elde ettikleri gözetim bilgilerini kullanma biçimlerine ilişkin sıkı kuralların getirilmesi ve finansal araçlar bünyesinde, bu amaca yönelik, etkin iç kontrol sistemlerinin kurulması ve uygulanması gerekmektedir.

Bilginin öncelikli kullanımı ile ilgili olarak etkin düzenlemeler ve mekanizmalar kurulmadan, bilgi üreten finansal aracının ürettiği bilgiyi bilgi merkezine aktarmadan önce kendi faydası için kullanmasına izin verilmesine yönelik bir kurgu, sistemi ciddi şekilde yaralayacak ve sistemin işlemlerini önleyecek sonuçlara yol açabilecek tehlikeleri içermektedir. Bu bakımdan uygulama alanının kendine özgü koşulları göz önüne alınarak bilginin, üreticisi tarafından öncelikli kullanımı konusunun dikkatle değerlendirilmesi gerekmektedir.

iv) Bilginin Doğruluğunun Sağlanması

Gözetim sürecinden elde edilen bilginin doğruluğunun sağlanması gözetim faaliyetinin bilgi çıktısının temel unsurudur. Gözetim, bir doğrulama işlevi görmektedir. Doğruluğu sağlanmamış her bilginin yanlış olması gerekmeyecektir. Ancak doğruluğu sağlanmamış bilginin yanlış olma olasılığının yaratacağı belirsizlik gözetim faaliyetinin kendisinin sorgulanması sonucunu getirebilecektir. Bu bakımdan gözetim sürecinde sağlanan bilginin doğrulanması sürecin bir parçası olarak ele alınmalıdır.

Bilgi doğrulaması, halen mevcut kurumsal düzen ve ilgili kurumların çalışma sistemi içinde, olsa olsa gecikmeli olarak yapılabilen ve genellikle olaydan sonra gerçekleşen bir işlem olmaktadır.* Olaydan sonra yapılan doğrulamanın olası zararları önleme gücü oldukça zayıf olduğu gibi, çoğu kez zarar oluşmuş olacağından zararın telafisini sağlama imkânı da oldukça zayıflamış olmaktadır. Önerdiğimiz modelde, bilginin üretilmesi ile birlikte doğrulaması yapılan ve esas olarak doğrulanmamış bilginin üretilmemiş kabul edileceği bir sürecin esas alınması önem taşımaktadır.

* ABD’de Lehman Brothers adlı yatırım bankasının Eylül 2008’de batışından 30 ay kadar sonra anlaşılmıştır ki Lehman 50 milyar dolarlık repo (geri satın alma taahhüdüyle menkul kıymet satışı) işlemini bilançosunda gizleyerek, finansal oranların daha iyi görünmesini sağlamış ve finansal analistlerin olumlu analizler yapmalarını hedeflemiştir. Lehman Brothers’ın, hisseleri borsalarda işlem gören bir şirket olduğu dikkate alınmalıdır. “Repo 105” adıyla bir hesapta gizlenen işlemlerin 30 ay sonra ortaya çıkması sonrasında, Lehman’ın bu uygulamasının kriminal bir işlem mi yoksa bir muhasebe hilesi mi olduğu tartışılmaktadır. (Jennifer Hughes, “Accounting: Fooled again”, **Financial Times**, March 19, 2010, <http://www.ft.com/home/europe>, Erişim: 19 Mart 2010)

Böylece, fon verenler ve piyasalar olası bilgi kirliliği yükü ile karşılaşmamış olacaklardır. Piyasaya ulaşan bilginin doğruluğu ile ilgili tereddütlerin düşük olmasının etkisiyle, risk hesaplamalarında bu durum dikkate alınacak ve finansman maliyetlerinin düşmesine yönelik sonuçlar sağlanabilecektir. Bu durumun da şirketler kesiminin finansman imkânlarında artış sonucu doğurmasını beklemek gerekmektedir.

Doğrulanacak bilgi sadece doğrudan şirketten alınacak bilgilerle sınırlı olmamalıdır. Her türlü yayın organında çıkan her türlü bilgi de, bilginin kaynağında fon elde eden ilgili şirket veya bir şirket yetkilisi olsa bile, doğrulamaya tabi tutulmalıdır. Bu doğrulama gerekliliği yayın organlarında çıkan bilgi veya habere ulaşma olanağı daha kolay olan ve profesyonel olmayan yatırım ve tasarruf sahiplerinin doğru bilgilenme ihtiyaçlarının karşılanması açısından önem arz etmektedir. Halen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından yayın organlarında çıkan ve işlem görmekte olan hissenin fiyatını etkileyebilecek önemde haber ve bilgiyle ilgili olarak, gerektiğinde hissenin işlem görmesi geçici olarak durdurularak, hisseleri işlem gören şirketten bilgi talep edilmesi ve şirketten gelen bilgi kamuya açıklandıktan sonra hissenin alım-satım işlemlerinin yeniden başlatılması uygulaması burada sözünü ettiğimiz doğrulamadır. Türkiye'ye özgü olduğu anlaşılan³⁸⁸ bu uygulamada İMKB gibi bir kuruma yüklenmesi gerekmediği halde İMKB tarafından üstlenilmiş bulunan doğrulama işlevinin etkin sonuçlar vermediği Oral Erdoğan ve Arı Yezegel'in 2009 tarihli çalışmalarının sonuçlarından anlaşılmaktadır.

Önerimiz, şirketle ilgili her türlü bilgi kaynağından gelecek bilginin mutlaka bir doğrulama sürecine tabi tutulmasını sağlayacak şekilde finansal araçlara yüklenecek gözetim sorumluluğu tanımlanmasıdır. Doğrulama gözetim görevinin en önemli ve vazgeçilmez unsuru olarak dikkate alınmalıdır.

SONUÇ

Gözetim, bir fon aktarımı söz konusu olduğunda, fonu alanın fonu kullanım şeklinin ve kullanım amaçlarının fonu verenin beklentilerine uygunluğunu anlamaya ve sağlamaya yönelik olarak başvurulmuş bilgi toplama, bilgiyi doğrulama, bilgiyi değerlendirme ve ulaşılan sonuca uygun eylem geliştirme davranışlarının bütünüdür. Günlük hayattaki birçok borç verme, sermaye koyma, bağış, hibe, harçlık örneğinden yola çıkarak somutlaştırılabileceğimiz bu gözetim davranışı ekonomideki fon aktarımları açısından da temel bir noktayı oluşturmaktadır. Öyle ki ekonomide fon fazlası verenlerin fon talep edenlerin ihtiyaçlarına cevap verebilmesi gözetimin etkinliğine de bağlıdır.

Ekonomide fon aktarımlarının gerçekleştiği finans piyasaları bakımından, esas olarak, ticarî bankacılığa özgü bir davranış olarak kabul görmüş ve yerleşmiş olan fon elde edenin, finansal aracı tarafından fon veren adına, gözetime tabi tutulması gereği, piyasa kaynaklı (sermaye piyasası) finansman modelinde dolaylı bazı mekanizmalar ile ve gecikmeli olarak sağlanmaya çalışılmaktadır. Bağımsız denetim ve derecelendirme hizmetleri, kamuyu aydınlatma uygulamaları ve kurumsal yönetim (corporate governance) ilkeleri olarak belirlediğimiz bu dolaylı gözetim mekanizmalarının piyasa kaynaklı finansman modelinde etkin bir gözetim mekanizması ortaya çıkarmadığı anlaşılmaktadır. Bu sonuca hem bu hizmetlerin ve mekanizmaların işleyiş özelliklerinden ve tarihsel olarak yerleşmiş bulunan amaç fonksiyonlarından yola çıkarak ulaşabileceğimiz gibi hem de yıllardır her gelişme düzeyindeki birçok ülkede birçok büyük veya orta büyüklükteki şirkette ortaya çıkan finansman, muhasebe, kamuyu aydınlatma merkezli skandallardan yola çıkarak ulaşabilmekteyiz.

Finansal araçların gözetim işlevi konusunda yapılan çalışmalar, sözünü ettiğimiz gözetimin analizinde, ticarî bankacılık tipi (banka kaynaklı) finansman yöntemini esas almaktadır. Piyasa kaynaklı finansman modeli, genel bir yaklaşım olarak, ‘gözetimsiz piyasa’ ya da “gözetimsiz finansman” modeli olarak ele alınmakta ve analiz edilmektedir.

Bizim bu çalışmadaki amacımız, piyasa kaynaklı finansman sistemi bakımından dolaylı ya da yardımcı bir faaliyet olarak kabul edilmekle, analize dâhil edilmemiş bulunan finansal aracılarn yürüteceği gözetim faaliyeti konusunda uygulanabilir bir piyasa modeli önerisi geliştirmek olmuştur. Böylece, sermaye piyasasından sağlanan finansmanda fon veren durumundaki menkul kıymet yatırımcılarının ve menkul kıymetlere yatırım kararı vermek üzere olan tasarruf sahiplerinin zamanında, doğru bilgilendirilme ihtiyaçlarının karşılanması kanaatimizce çok büyük ölçüde sağlanmış olacaktır.

Piyasa kaynaklı finansman için gözetim piyasa modeli önerimiz, öncelikle bu piyasalardan fon elde edenler üzerinde finansal aracılardan bir gözetim yapılması sorumluluğunun tanımlanmasını ve bunun düzenlemelerle desteklenmesini gerekli kılmaktadır. Böylece piyasa kaynaklı finansmanda, finansal aracılardan bünyesinde müşterileri yararına gözetim yapma görev ve sorumluluğuna dayanan bir öz disiplin davranışı geliştirilmesi de mümkün olabilecektir. Mevcut piyasa yapısında bu şekilde bir gözetim görevi ve sorumluluğu bulunmayan sermaye piyasası finansal aracılarının ticarî bankalardaki gibi günlük faaliyetlerine içkin (mündemiç) bir gözetim davranışı geliştirmeleri mümkün hale gelebilecektir. Böylece, piyasa kaynaklı finansmanda sürekli olarak piyasaya akan bilgi yükü karşısında özellikle birey olarak tasarruf sahibinin savunmasız ve çaresiz durumu düzeltilerebilecektir. Kurumsal tasarruf sahipleri ve kurumsal yatırımcılar bakımından, finansal aracılardan üstlenilecek gözetim işlevi sayesinde, özellikle bilginin toplanması ve doğrulanması süreçlerinde çok önemli maliyet tasarrufları sağlanabiliyor olacaktır.

Her bir sermaye piyasası yatırımcısının kendi başına yapması mümkün olmayan ya da oldukça yüksek bir maliyetle mümkün olabilen gözetim faaliyetinin finansal aracılardan üstlenilmesi hem uzmanlaşmanın sağladığı kapsam ekonomileri ve hem de finansal aracılardan sağlayacağı ölçek ekonomileri dolayısıyla tartışmasız bir şekilde yapılabilir olacaktır. Böylece, çok sayıda kişinin ayrı ayrı yapacağı gözetimin mükerrer maliyetler nedeniyle ve bedavacılar sorunu nedeniyle yapılamaz olmasının önüne geçilebilecektir.

Çalışmada gözetim bilgisinin üretimi ve doğrulanmasını kapsayan bir piyasa ile bu şekilde elde edilen ham bilginin işlenmesi ve dağıtımını kapsayan bir diğer piyasanın birlikte var olacağı bir gözetim piyasası modeli önermekteyiz. Bu iki piyasayı birbirinden ayıran bir “bilgi merkezi” farklı şekilde işleyecek bu iki piyasanın birbirini etkilemesini önleyecek ve piyasaların düzenli işleyişine katkı sağlayacaktır. Gözetim piyasasının bilgi üretimi ve doğrulama alanında yer alan finansal araçlar fon elde edenler üzerinde gözetimin icrasında doğrudan yer alacaktır. Bilginin doğrulanması ve gözetimin sonuçlarına ilişkin bilgileri ‘bilgi merkezi’ne aktarma görevi ve işlevi bu alanda yer alan finansal araçların görev ve sorumluluğu olacaktır. Bilginin işlenmesi ve dağıtılması sürecinde yer alan finansal araçlar ‘bilgi merkezi’nden elde ettikleri ham bilgiyi işleyerek bilgi talep edenlere, hizmet ve bilginin bedeli karşılığında satmakla uğraşıyor olacaktır.

Finansal araçların hem bilgi üretimi ve doğrulanması ve hem de bilginin işlenmesi ve dağıtılması faaliyetlerinden gelir elde etmeleri esastır. Bu gelirin bilgiye ihtiyaç duyanlardan ve bilgiyi kullananlardan sağlanması da esastır. Ancak, halen bilgiyi üretme ve piyasaya ulaştırma maliyetlerine katlanmakta olan şirketler ve diğer fon elde edenler nezdinde finansal araçların üstlenecekleri gözetim görevi sonrası sağlanacak tasarrufların da sisteme aktarılması ve gözetim maliyetini üstlenen finansal araçların buna ilişkin giderlerinin karşılanmasında kullanılması da sağlanmalıdır.

Modelimizde bilgi üreticisi ve doğrulayıcısı finansal araçlar ürettikleri bilginin ve hizmetlerinin alıcısı olarak tek bir alıcıyla (bilgi merkezi) karşı karşıya olacaklardır. Bilgiyi işleme ve dağıtma konusunda faaliyet gösteren finansal araçlar da ham bilgiyi tek bir satıcıdan (bilgi merkezi) elde edebiliyor olacaktır. Böylece, iki farklı piyasa yapısı sağlanmış olacak ve ‘bilgi merkezi’nin ham bilgiyi alma ve satmadaki tekeli piyasa bozulmalarına karşı bir kontrol mekanizması olarak işlev görecektir.

Ham bilginin fiyatlaması da farklı piyasa yapıları dolayısıyla iki farklı şekilde yapılabilir olacaktır. Tek alıcı olarak ‘bilgi merkezi’ ile birlikte bilgi üreticisi ve doğrulayıcısı finansal araçların yer aldığı piyasada teşvik yetersizliği yaratmadan kaliteli bir gözetim faaliyetinin sağlanacağı ve devam ettirileceği bir fiyatlama sistemi benimsenmelidir. Bilginin işlenmesi ve dağıtımı ile ilgili piyasa bakımından da,

işlenmiş bilgiye yönelik talebin ortaya çıkaracağı fiyatlama davranışlarını dikkate alan ve yüksek bir bilgi işleme kalite düzeyinin sağlanacağı ve devam ettirileceği bir ham bilgi satış fiyatlama politikası benimsenmelidir.

Her iki piyasaya giriş ve çıkış serbest olmalıdır. Bir finansal aracının sorumlu ve yetkili olacağı gözetim hedefindeki şirketin belirlenmesinde ihale yöntemi ile rekabetin sağlanması hizmet kalitesi açısından da yararlı olacaktır. Gözetimin her iki alt piyasasında, ilk girişten sonra zaman içinde gözetim hedefindeki şirket bazında tekelleşmeler olabilecektir. Bir finansal aracının gözetimini yaptığı şirketle ilgili zaman içinde oluşacak bilgi birikimi ve tecrübenin sağlayacağı bilgi üstünlüğü gözetim hedefi bazında tekelleşmeler doğurabilecektir. Kanaatimizce bu gibi tekelleşmeleri ilke olarak piyasayı bozucu olarak değerlendirmemek gerekmektedir. Piyasaya giriş olanaklarını rekabetçi bir şekilde açık tutarak ve ‘bilgi merkezi’nin fiyatlama politikaları yoluyla tekelleşmelerin kontrol edilebilmesini sağlayarak düzgün bir piyasa işleyişinin mümkün olabileceğini düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, finansal kriz sonrası içinde bulunduğumuz yeniden yapılanma sürecinde, finansal piyasaların üretimin ve istihdamın finansmanında aracılık yapmak üzere gerçek fonksiyonlarına geri dönmesi için finansal araçlara tartışmasız ve iyi tanımlanmış bir bilgi ve gözetim sorumluluğu yüklenmesinin gerekli olduğunu düşünmekteyiz. 1970’lerden beri süregelen serbestleşme eğilimlerinin ve 1990’lardan başlayarak ortaya çıkan ekonomik ve teknolojik gelişmelerin katkısıyla yaygınlaşan risk yönetimi merkezli yaklaşımlar sonucu finansal araçların ekonomide mal ve hizmet üreten ve dağıtan kurumlardan önce kendi kurumlarını büyütme ve çalışanlarının parasal olan ve olmayan faydalarını artırmak üzerine yerleştirmeye odaklandıkları çalışma tarzlarının yeniden tanımlanması ve düzenlenmesi gerekmektedir. Üstlendikleri riski başkalarına aktarmak suretiyle yönettikleri zannına kapılarak ve bu anlayışı yayarak temel görevlerini ve sorumluluklarını geri plana atan finansal araçlar için yeni görev tanımlamalarına ve kurumsal yapı tasarımlarına ihtiyaç bulunmaktadır.

Bu çerçevede finansal araçların temel sorumluluğu, fon verdikleri kesimleri sürekli gözetime tabi tutarak nihaî fon sahiplerinin yararına olacak şekilde fon elde edenler hakkında bilgi edinme ve gözetim faaliyetini yürütme olmalıdır. Böylece, bilgi

retimi ve gözetim faaliyetini finansal aracların çalışma biçimlerinin merkezi haline getirmek özellikle sermaye piyasalarındaki bilgilenme sorunlarını aşmak bakımından önemlidir. Dengesiz bilgi dağılımını azaltacak her türlü bilgi ve gözetim çabası risk yönetimi amaçlarına da hizmet ediyor olacaktır. Bu şekilde, gelişmelere daha iyi uyum sağlayabilecek bir finansal aracılık sisteminin ortaya çıkmasına destek sağlanmış olacaktır.

Finansal araclığa bu şekilde yaklaşım, kanaatimizce, gelişmiş veya gelişmekte olan ülke veya piyasa ayrımı yapılmadan bütün ülkelerin acil ihtiyaçlarından birisi olarak önümüzde durmaktadır.

EKLER

Ek 1. Kamuyu Aydınlatma Amaçlı Web Sitelerine İlişkin Not

Dünyanın en büyük üretim ve finansman gruplarından birisi olan General Electric (GE)'in internet sayfasında, yatırımcı ilişkileri sekmesinde ilk okunması gereken mesaj olarak şu ifadeler yer almaktadır³⁸⁹: “*The Bank of New York Mellon Corporation GE’nin transfer kuruluşudur ve GE kayıtlarında tescilli bulunan hisse senetleri ile ilgili bütün hususları yürütür.*

“Bu kuruluşa **The Bank of New York Mellon Corporation** +1 800 786 2543 <http://www.bnymellon.com/shareowner/isd/> ‘den ulaşabilirsiniz. Eğer hisseleriniz bir aracı kurumda tutuluyorsa, aracı kurumunuza müracaat ediniz.” Ayrıca aynı internet sayfasında GE’nin finansal raporları, yıllık genel kurul bilgileri ve hisse sahiplerine yönelik diğer bilgilere bağlantılar verilmektedir.

Bir diğer örnek olarak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda hisseleri işlem gören Arçelik A.Ş.’nin internet sayfasında, “Yatırımcı İlişkileri” sekmesinde açılan sayfada, Arçelik hissesi fiyat bilgileri ve grafiği ilk bilgi olarak yer almaktadır. Bu sayfada yer alan sekmelerle ulaşılan diğer sayfalarda³⁹⁰

- Arçelik A.Ş. Genel Müdürünün mesajı,
- Özet Bilgiler (ortaklık yapısı, finansal tabloları, kâr payı ve kredi notuna ilişkin kısa bilgiler),
- Finansal Raporlar (son dört yıla ilişkin faaliyet raporları ve son beş yıla ilişkin yıllık ve ara dönem finansal raporları ve bağımsız denetim raporları),
- Sunuşlar (Arçelik A.Ş. hissedarını bilgilendirme amaçlı genel tanıtım niteliğinde bir (powerpoint) sunuş ve son beş yıla ait her üç aylık döneme ilişkin sonuçları ve şirketle ilgili gelişmeleri özetleyen (powerpoint) sunuşlar),
- Son Gelişmeler (ilki 18 Aralık 2007 ve sonuncusu 08 Mayıs 2009 tarihinde yapılmış 18 adet özel durum açıklamaları ve izahname dahil kamuoyuna yapılan açıklama ve duyuruların metinleri, yeni ürün tanıtımları ve alınan ödül duyuruları),

- Analist Raporları (7'si için rapor metnine ulaşılabilen, yerel ve uluslararası faaliyet gösteren aracı kurumların finansal analistlerince düzenlenmiş, liste halinde tamamı için düzenleyen finansal aracının unvanı, düzenleyen analistin adı ve analistin e-posta adresinin yer aldığı, 18'inde 'tut', 'piyasa altında getiri', 'piyasaya paralel', 'al', 'piyasanın üzerinde getiri' tavsiyelerinin listelendiği, 20'inde analist raporunun tarihinin listelendiği ve rapor tarihleri 13.04.2007 ilâ 14.05.2009 arasında değişen toplam 26 finansal analist raporu bilgisi ve bu liste altında "Not: Tavsiyelerinin ve raporlarının yayınlanmasına izin veren Aracı Kurumlar'ın tavsiye ve raporları yukarıda paylaşılmıştır. Aracı Kurumlar son tavsiye tarihine göre sıralanmıştır." şeklinde not),

- Bilgilendirme Politikası (Arçelik A.Ş.'nin tasarruf sahiplerini nasıl bilgilendireceğine ilişkin 6 sayfalık bir açıklama ve bu açıklamada 'Yöntem ve Araçlar' başlığı altındaki şu açıklama:

- *"Sermaye Piyasası Mevzuatı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Türk Ticaret Kanunu hükümleri çerçevesinde, Arçelik kamuyu aydınlatma ve bilgilendirme politikasını belirlerken aşağıdaki yöntem ve araçların kullanılacağını tespit etmiştir:*

1. *İMKB'ye iletilen özel durum açıklamaları (Söz konusu açıklamaların aynı zamanda İngilizce tercümeleri yurtdışı yatırımcılara elektronik ortamda dağıtılır ve internet sitesinde Türkçe ve İngilizce olarak yayınlanır)*

2. *Periyodik olarak İMKB'ye iletilen mali tablo ve dipnotları, bağımsız denetim raporu ve beyanlar (Söz konusu raporlar aynı zamanda web-sitesinden istenildiği anda ulaşılabilinecek şekilde yayınlanmaktadır. Faaliyet raporları ve finansal sunumlar da periyodik olarak gerek elektronik ortamdan gerekse web-sitesi aracılığı ile açıklanmaktadır.)*

3. *Yıllık faaliyet raporları (Söz konusu raporlar gerek basılı olarak gerekse web-sitesinde elektronik ortamda ilgililerin dikkatine sunulmaktadır.)*

4. *Kurumsal web-sitesi (www.arcelikas.com.tr)*

5. *T. Ticaret Sicil gazetesi ve günlük gazeteler vasıtasıyla yapılan ilanlar ve duyurular*

6. *Yazılı ve görsel medya vasıtasıyla gerek yıl içerisinde önemli gelişmelere paralel olarak gerekse periyodik olarak yapılan basın açıklamaları*

7. *Reuters, Foreks, Bloomberg gibi veri dağıtım kuruluşlarına yapılan açıklamalar*

8. *Yatırımcı ve analistlerle yüz yüze ya da tele-konferans vasıtasıyla yapılan görüşmeler*

9. *Telefon, elektronik posta, telefaks vb. iletişim araçları vasıtasıyla yapılan iletişim yöntem ve araçları”)*

- Kurumsal Yönetim (Sermaye piyasası mevzuatı gereği olarak, 2004 yılından başlayarak bugüne kadar Arçelik A.Ş. tarafından yapılmış olan özel durum açıklamalarının metinleri, Arçelik A.Ş. ana sözleşme metni, en son sermaye artırımına ilişkin izahname ve sirküler metinleri, ticaret sicili kaydı özet bilgileri, 2006 yılından başlayarak genel kurul toplantı gündem metinleri, 2004’ten bugüne kadar yapılmış genel kurul toplantıları tutanak metinleri, genel kurul toplantılarında vekâlet vermeye yönelik basılı vekâletname formu, Arçelik A.Ş. hisse senedinde alım-satım işlemi gerçekleştiren şirket içindekilerin işlemlerden sonra yaptıkları işlem tarih aralığı, miktar ve fiyat bilgisi açıklamaları, Arçelik A.Ş. tarafından hazırlanmış 16 sayfalık Kurumsal Sosyal Sorumluluk Raporu, Sıkça Sorulan Sorular’a yönelik açıklamalar),

- Yatırımcı Takvimi (ilki 08 Ağustos 2008 sonuncusu 08 Mayıs 2009’da yapılan dört farklı mali tablo açıklamalarına ilişkin tarih ve saat bilgisi, 15-16 Haziran 2009 tarihinde İngiltere’nin Londra şehrinde yapılacak bir konferans bilgisi)

- Çekince (son paragrafı “Bu web sitesi bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu web sitesinde hiçbir şey Arçelik hisselerine yatırım yapmaya yönelik değildir. Web-sitesinin ve içeriğinin kullanımından doğan zararlardan Arçelik ya da herhangi bir yönetim kurulu üyesi, yöneticisi veya çalışanı sorumlu değildir.” olan dört paragraflık bir çekince metni).

Ek 2. Gözetim Modeline İlişkin İki Çalışma Çerçevesinde Açıklamalar

1. Ramakrishnan ve Thakor, 1984 tarihli makalelerinde (Ram T. S. Ramakrishnan ve Anjan V. Thakor, “Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation”, *Review of Economic Studies*, 1984, Vol. LI, ss. 415-432), bilgi üreticisi finansal araçların bilgi üretiminde işbirliği yapmalarının daha iyi sonuçlar vereceğini belirtmektedirler. Yazarlara göre, işbirliği, finansal araçların birbirlerini gözetleyerek bilgi üretim ve gözetim çabalarını en iyi sonucu elde edecek düzeye çıkarmalarını sağlayacak ve teşvik sorununu ortadan kaldıracaktır. Yazarlar, bilgi üreticilerinin riske duyarlı (risk averse) olduğunu ve elde edecekleri getirinin belirsizlik içerdiğini varsaymaktadırlar. Böylece, bilgi üretimi için gösterilen çabanın (gayretin) maliyetinin paylaşılmaması ve fakat getirisinin (faydasının) paylaşılması dolayısıyla, işbirliğinin ve bilgi üreticilerinin birbirlerini gözetlemelerinin her ikisinin de çabasını artıracak ve böylece getirinin artmasını sağlayacağını göstermektedirler.

Ramakrishnan ve Thakor’un makalelerinde α bilgi üreticisinin çabasını ve β bu çabanın getirisini göstermek üzere $\alpha < 1$ ve $\alpha = 1$ gayret düzeyleri sırasıyla $\beta < 1$ ve $\beta = 1$ getiri (fayda) düzeylerini sağlayacaktır. α ve β ’nin alabileceği değerler 0 (sıfır) ilâ 1 (bir) arasında herhangi bir değer olabilmekle birlikte, en iyi gayreti göstererek en iyi getiriyi elde etme dışında bir seçenek bilgi üretimi işinin eksik yapılması sonucunu doğuracaktır. Böylece Ramakrishnan ve Thakor, işbirliği içindeki bir bilgi üreticisinin bütün $\alpha < 1$ gayret düzeylerini uygulanamaz kabul etmekte ve $\beta = 1$ en yüksek fayda düzeyini sağlayacak $\alpha = 1$ gayret düzeyini bütün bilgi üreticilerinin göstereceği bir model hedeflemektedirler. Ramakrishnan ve Thakor’un işbirliği sonucunda bilgi üreticilerinden bekledikleri temel davranış bunların birbirlerini gözetime tabi tutmalarıdır.

Ramakrishnan ve Thakor’un *içsel* gözetim (*internal monitoring*) olarak adlandırdıkları bu karşılıklı gözetim varsayımı bizim hedeflediğimiz modelde yer almamaktadır. Kanaatimizce, Ramakrishnan ve Thakor’un bilgi üretme gayreti için öngördükleri $\alpha = 1$ şartı bu içsel gözetim sonucunu sağlamada yeterli olmayacaktır. Bunun için her bir bilgi üreticisi bakımından $\alpha = 1$ şartını sağlayacak bir $\mu = 1$ ($0 \leq \mu \leq 1$) gözetim düzeyi şartını da aramak gerekecektir. Çünkü her $\mu^* < 1$ fiilî gözetim

düzeyinde, $(1 - \mu^*)$ aralığının büyüklüğüne bağlı olarak artan bir şekilde diğer bilgi üreticisinin hakkını yeme (overriding) veya bedavacılık (free-riding) sorunu ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla, Ramakrishnan ve Thakor, gözetim çabasının düzeyi (μ) ile ilgili bir değerlendirme yapmadan bilgi üretme gayretinin düzeyinin (α) içsel gözetim ile ençoklanabileceğini ($\alpha = 1$) varsaymakla, ortaya çıkması kuvvetle muhtemel bir başka sorunu ($1 - \mu^*$ farkının büyüklüğünü ve bunu sonuçlarını) ihmal etmiş olmaktadır.

Bu çerçevede, Ramakrishnan ve Thakor'un içsel gözetim varsayımını terk ederek, Ramakrishnan ve Thakor'un muhtemelen **dışsal** gözetim olarak niteleyecekleri piyasa rekabetine dayalı bir gözetim mekanizmasının $\alpha = 1$ ve dolayısıyla $\beta = 1$ düzeyini sağlamada daha fazla etkinlik sağlayacağını varsaymaktayız. Bu sonuca, hiç değilse, bilgi üretimindeki gayret düzeyi (α) yanı sıra her bir bilgi üreticisinin işbirliği yaptığı diğer bilgi üreticisini gözetime tabi tutmadaki gayret düzeyi (μ) ve ahlaki bozulma tehlikesi (moral hazard) sorunları ve buna ilişkin maliyetler nedeniyle ulaşmaktayız. Ramakrishnan ve Thakor da işbirliği yapan iki finansal aracının birbirlerini gözetime tabi tutmamaları durumunda bu sonuçların ortaya çıkacağına işaret etmektedirler. İçsel gözetimin olmadığı işbirliği durumunun ortaya çıkaracağı sorunları içsel gözetimli işbirliğinin gerekliliğini açıklamak üzere dikkate alan yazarlar, finansal araçların işbirliği yapmadan bağımsız bilgi üreticisi olarak faaliyet göstermesinin içsel gözetimsiz işbirliği durumundan daha iyi bir sonuç vereceğini savunmaktadırlar. Bu analizde, Ramakrishnan ve Thakor, içsel gözetimde finansal araçların gayret düzeylerinin gözetimini, bu gayretin sağladığı getiri düzeyleri arasında çok derin değer farkları olması halinde, beklenen gözetim maliyetlerinin artacağı şeklinde kısaca ifade etmekle birlikte modellerine temel bir unsur olarak almamaktadırlar. Bizim görüşümüz, içsel gözetimli işbirliği durumunda, finansal araçların birbirlerinin gayret düzeyleri ile ilgili gözetim çabasının yüksek bir maliyetinin olacağı yönündedir. Bu gözetim maliyeti finansal aracının bilgi üretim faaliyetini kesintiye uğratabilecek veya verimliliğini azaltacak şekilde etkide bulunacağından finansal araçların kendilerini gözetlemelerine dayalı bir içsel gözetim yaklaşımına, önerdiğimiz model içerisinde, yer vermemekteyiz.

Ramakrishnan ve Thakor'un bilgi üreticisi finansal araçlarının içsel gözetim yoluyla birbirlerini disipline etmeleri yerine, üretilen bilginin ve yapılan gözetim

faaliyetinin sağladığı getiri ve faydaya bağlı olarak bu faaliyetten fayda sağlayanların oluşturduğu piyasanın vereceği tepkiye dayalı bir disiplin mekanizmasının daha işlevsel olacağını değerlendirmekteyiz. Zira piyasa disiplini Ramakrishnan ve Thakor'un öngördüğü bilgi üreticileri bakımından da gerekli bir durum olacağından, her durumda, bir mükerrer maliyet sorunu ortaya çıkacaktır. Diğer bir deyişle, bilgi kullanıcısı piyasa katılımcılarının talep ve fiyatlandırma kararları, her durumda, bilgi üreticisinin bu faaliyeti üzerinde disiplin sağlayıcı bir etkide bulunacaktır. İçsel gözetim durumunda hem içsel gözetimcinin disipline edici davranışları ve hem de piyasadakilerin disipline edici davranışları bir mükerrerlik sorunu yaratacaktır. İçsel gözetimin yerine dışsal gözetimi koymakla bu mükerrerlik sorunu önlenmiş olacaktır.

Dışsal gözetimin sağlayacağı sosyal faydanın içsel gözetimin sağlayacağı finansal aracı faydasına kıyasla daha tutarlı olacağını düşünmekteyiz. İçsel gözetim yaklaşımı finansal aracının bilgi üretim faaliyetinin getirisini ençoklaması ($\beta = 1$) arayışında iken, dışsal gözetim yaklaşımı iyi bilgi üretiminin kötü bilgi üretimine kıyasla piyasa tarafından daha etkin ve doğru bir şekilde fiyatlanacağı ve getiri sunacağı bir ortam sunacaktır. Dolayısıyla, dışsal gözetimin $\beta = 1$ ile beklenen getiri düzeyinden daha yüksek bir sosyal fayda sağlayacağını değerlendirmekteyiz.

Sonuç olarak, işbirliği yaparak birbirlerini *içsel* gözetime tabi tutan bilgi üreticileri yerine, işbirliği yapmadan bilgi üretimi ve gözetim faaliyetini yürüten ve bu hizmetlerden yararlanan piyasa katılımcılarının vereceği tepkilerden oluşan bir dışsal gözetim mekanizmasıyla bilgi üretimi ve gözetime ilişkin gayretin ençoklanabileceği bir modelin daha tutarlı olacağını düşünmekteyiz. Bu sonuç, aşağıda 2'de açıklanan, bilgi üretimi ve gözetim hizmetinin bedelini kimin ödeyeceği hususu ile de desteklenmektedir. Ramakrishnan ve Thakor'un modelinde bilgi üreticisi, bu hizmetine ilişkin bedeli hakkında bilgi üretilen şirketten elde etmektedir.

2. Jisoon Lee, 2009 tarihli çalışmasında (Jisoon Lee, “An Economic Analysis of the Screening Industry”, *Seoul Journal of Economics*, Fall 2009, Vol. 22, No. 3, ss. 375-407) kurduğu modelin temelini oluşturan ilk aşamada, başarı olasılığı başlangıçta belli olmayan projeler için öz sermayesi yeterli olmayan girişimcileri finanse edecek bir ticarî bankacılık sistemi kurgulamaktadır. Modelde bütün girişimciler yeni kurulan (start-up) şirketler ve projeler için girişimciler ve projeler hakkında bilgisi olmayan bankalardan kredi temini hedefindedirler. Faiz oranı ve finanse edilecek proje sayısının proje başarı olasılığına, girişimcinin öz sermayesinin büyüklüğüne, piyasadaki alternatif faiz oranı ile bankanın kredi faiz oranına ve girişimcilerin sunabilecekleri proje sayısına bağlı olduğu bir modelde denge kredi faiz oranı ve finanse edilen proje sayısına ulaşmak için, Lee aşırı kârların vergilendirilerek toplanan vergilerin tekrar yatırımlara dağıtıldığı bir merkezi gücün (kamu gücü) gerekli olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Aksi halde, ya aşırı kârlar nedeniyle optimal faiz dengesi ve yatırım dengesi düzeylerine ulaşılmamış olacaktır ya da sürekli dengesizlik ortaya çıkacaktır.

Lee, bu noktadan hareketle, merkezi gücün yerine geçmek üzere bankalar ve yatırımcılardan ayrı, başka bir şirkete projeler üzerinde gözetim yapma görevi verip, gözetim faaliyeti ile proje başarısını başlangıçta tespit edebilme durumunu analiz etmektedir. Bu gözetimcinin katlanacağı gözetim maliyeti sürekli artan konveks bir fonksiyon olarak kabul edilmektedir. Gözetim maliyetindeki artış eğiliminin sürekliliği varsayımı yukarıda Bölüm 1.3.2’de gözetim maliyetlerinin değişkenliği kapsamında yaptığımız değerlendirmelerle uyumlu olmamakla birlikte konveks maliyet fonksiyonu yaklaşımı maliyet değişkenliği değerlendirmelerimizle uyumluluk göstermektedir. Gözetimcinin girişimciye vereceği gözetim sertifikası projenin başarısını garanti etmemekte ise de olağan duruma kıyasla çok daha yüksek bir başarı olasılığına işaret etmektedir. Bu bakımdan gözetim sertifikası edinmemiş olan girişimcinin projesini banka kredisiyle finanse etme olanağı, bankanın kredi vermede isteksiz davranacağı varsayımı nedeniyle, çok büyük ölçüde mümkün olamayacaktır. Gözetim yoğunluğunun düzeyi ile ilgili bir değerlendirmeye henüz girmeden, Lee, kredi faiz oranı ve yatırım miktarı (finanse edilecek proje sayısı) ile ilgili kalıcı denge düzeylerine ulaşmaktadır. Lee, modelinde gözetimciyi banka dışında bir kişilik olarak almaktadır. Gözetimin banka tarafından yapılması halinde modelin gözetimsiz aşamasındaki dengesizlik

durumunun ortaya çıkacağını ancak bu durumun ortaya çıkışını araştırmanın çalışmasının kapsamını aştığını ifade etmektedir. Bir dış gözetimcinin varlığında Lee'nin denge yaklaşımı şu argümana dayanmaktadır: Girişimcilerin finanse edilecek fonlar için rekabete girmeleri bankanın elde edeceği faiz oranını bankanın normal koşullarda razı olacağı faiz oranının üstüne çıkaracaktır. Ancak, girişimcilerin kredi piyasasına adım atabilmeleri ancak gözetim sertifikası satın alarak peşin bir gidere katlanmaları ile mümkün olabilecektir. Finanse edilecek proje sayısının artması gözetim sertifikası fiyatını da artıracaktır. Lee, girişimcinin her iki maliyetin artmasına katlanamayacağını ve kredi talebini azaltarak kredi faiz oranı ve gözetim sertifikası bedeli açısından bir dengenin oluşacağını göstermektedir. Gözetimle birlikte, başarı olasılığı daha yüksek projelere kredi vermeye başlayacak olan bankalar da kredi faiz oranlarını düşüreceklerdir. Sonraki aşamada Lee, finanse edilecek proje sayısının, dolayısıyla ekonomideki yatırım miktarının belirlenebilmesi için gözetim piyasasının yapılanmasını analize yönelmektedir.

Gözetimin maliyeti, proje sayısı ve gözetim geliri yukarıdaki çerçevede bilinebilir olmakla birlikte, Lee, piyasa dengesinin piyasa yapısının taşıyacağı özelliklere bağlı olarak değişeceğini, bu bakımdan gözetim piyasasında denge için piyasa yapısını analiz etmenin gerekliliğini işaret etmektedir.

Lee aynı gözetim bilgisinin tekraren üretilmesinin ortaya çıkaracağı maliyetler nedeniyle, gözetimcilerin rekabet ettiği bir durumun tekelleri piyasasına kıyasla daha az birimin gözetime tabi tutulması sonucunu doğuracağını, bu bakımdan özel tekel piyasasının en iyi sonucu vereceğini, kamu tekel piyasasının bundan daha az iyi bir sonuç vereceğini göstermektedir. Lee'nin bu değerlendirmeleri maliyet esaslı olup, bilginin tek bir defa üretilmesi gerektiği ve aynı bilginin başka gözetimciler tarafından tekraren üretilmesinin ek bir fayda sağlamadan maliyet artışına yol açacağı kabulüne dayanmaktadır. Tekelci piyasa yapısında, tekelleri gözetimci tüm piyasayı kavıyor iken rekabetçi piyasa yapısında her bir gözetimci şirket piyasanın ancak bir bölümünü kavıyor olacaktır. Bu da aynı hedefi birkaç gözetimci firmanın gözetime tabi tutması ile gözetim maliyetinin tekrarlanacağı sonucuna götürmektedir. Bu çerçevede, Lee, öncelikle özel tekeli içeren, daha sonra kamu tekeli içeren ve son olarak

gözetimcilerin serbest rekabet modelini içeren bir piyasa modelini, bu sırayla, uygulanabilir bulmaktadır. Lee'nin özel tekele sahip gözetimcisi ile kamu tekeline sahip gözetimcisi arasındaki fark özel tekelin kâr ençoklaştırmasını ve kamu tekelinin gözetim miktarının ençoklaştırılmasını hedeflemesinde ortaya çıkmaktadır. Lee'nin tercih edilebilecek piyasa modeli ile ilgili sıralaması ise, Lee'ye göre, katlanılacak gözetim maliyetlerinin düzeyi dolayısıyla bu şekilde ortaya çıkmaktadır.

Lee, rekabetçi bir piyasada da, gözetim bilgisinin tek bir gözetimci tarafından üretilmesi halinde üstlenilen maliyet düzeyine dayanan bu analizin değişebileceğini ve rekabetçi firmanın daha üstün konumda olabileceğini belirtmekte ancak yarar sağlayan bilgi parçasının, tekel olmadıkça, tek bir kişi tarafından üretilmesini ve satışını sağlamanın mümkün olmayacağını belirtmektedir. Lee, bütün bunlara kıyasla daha iyi bir çözüm olarak, bir kamu tekelinin münhasıran bilgi üretiminde bulunmasını ve ürettiği bilgiyi bunu satacak olan diğerlerine devretmesini göstermektedir. Lee, bilgi üretecek gözetimcinin, serbest rekabet ortamında yapılacak denge gözetim yoğunluk düzeyinde bilgi üretimi yapmasını sağlayacak bir zorlayıcı etkiyi burada devreye sokmayı gerekli görmektedir. Böylece, mükerrer maliyet sorunu aşılmış olacaktır. Lee, bilginin satışında kesin bir tercih yapmaktan kaçınmakta, ancak rekabetçi piyasada bilgi dağıtım ve satışının daha etkin olabileceğini belirtmektedir. Lee, piyasa için bilginin tamamının tek bir gözetimci tarafından üretilmesinin gerekli olmadığını, ancak mükerrerliğe yol açmamak şartıyla, farklı bilginin farklı gözetimcilerce üretilebileceğini belirtmektedir. Bu anlamda, bölüntülemenin mümkün olduğu durumda, bunun yapılabileceğini değerlendirmektedir.

Lee'nin nihaî sonuçları birçok bakımdan bizim model önerimizin işleyişi ile uyushmaktadır. Bizim yaklaşımımız, rekabetin, aynı bilginin üretilmesinde değil; her bir gözetim hedefinin tek bir gözetimci tarafından gözetimini sağlayacak şekilde bir açık artırma veya açık eksiltme usulüyle her bir şirkete veya projeye ilişkin gözetim görevinin tek bir finansal aracıya tahsis edilerek sağlanmasını amaçlamaktadır. Önerimiz, gözetim bilgisinin üretimi ve doğrulanmasının ancak çok büyük ve karmaşık şirket ve projelerin gözetiminde bir'den fazla gözetimci tarafından paylaşılabilir olması, aksi halde her bir proje veya şirketin gözetim bilgisinin tek bir gözetimci tarafından

yürütülmesidir. Böylece gözetim piyasasının birinci aşamasında, her bir şirket veya proje bilgisinin üretimi ve doğrulanması için tekel yapısı sağlanmış olacaktır. Bu yapı, bilginin üretiminde ve doğrulanmasında mükerrer maliyet ve bedavacılar sorunlarına izin vermeyecektir. Benzer şekilde, gözetim piyasasının ikinci aşamasında bilgi işleme ve dağıtım işi her bir proje veya şirket için, kural olarak, tek bir gözetimci tarafından yerine getirileceğine göre işlenmiş bilginin arz yönünde de bir mükerrer maliyet ve bedavacılar sorunu ortaya çıkmayacaktır. Talep yönünde ortaya çıkabilecek sorunlar, halen piyasada bilgi üretimi ve işlenmesi hizmeti için derecelendirme, yatırım danışmanlığı gibi faaliyetlerin ürün satış ve dağıtım usulleri çerçevesinde ele alınabilecek bir konu haline gelmektedir. Bilgi üretimi piyasası ile bilginin işlenip dağıtılmasına yönelik piyasanın ayrıldığı bir yapıda, bu ikisinin arasındaki “bilgi merkezi” sayesinde bedavacılar sorunu ve mükerrerlik sorunu aşılabılır olmaktadır.

KAYNAKÇA

- Acharya, Viral V., Julian Franks ve Henri Servaes, 2007, "Private Equity: Boom and Bust?", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 19, No. 4, Fall, ss. 1-10.
- Ahmed, Anwer S., Stephanie J. Rasmussen ve Sanyo Y. Tse, 2008, "Audit Quality, Alternative Monitoring Mechanisms, and Cost of Capital: An Empirical Analysis", **SSRN-id1261886.pdf**, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1124082, August, (Erişim: 08.11.2008).
- Aglietta, Michel ve Régis Breton, 2001, "Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation", **Economy and Society**, November, Vol. 30, No. 4, ss. 433-466.
- Akerlof, George A., 1970, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84, No. 3, August, ss.488-500.
- Alchian, Armen E. ve Harold Demsetz, 1975, "Production, Information Costs, and Economic Organization", **The American Economic Review**, Vol. 62, No. 5, ss. 777-795.
- Allen, Franklin, 1990, "The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation", **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 1, ss. 3-30.
- Allen, Franklin ve Anthony M. Santomero, 1998, "The Theory of Financial Intermediation", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 21, ss. 1461-1485.
- Aras, Güler, **Ticari Bankalarda Kredi Portföyünün Yönetimi**, 1996, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No. 30, Ankara.
- Aras, Güler, 2004, "Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasaların İşleyişindeki Rolü", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl. 19, Aralık, ss. 81-95.
- Ashcraft, Adam B. ve Til Schuermann, 2008, "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit", **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, No. 318, March 2008.
- Barclay, Michael J. ve Clifford W. Smith, 2005, "The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 17, No. 1, Winter, ss. 8-17.
- Baskin, Jonathan Barron, 1988, "The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information", **Business History Review**, Vol. 62, Summer 1988, ss. 199-237.
- Benston, George J. ve Clifford W. Smith, Jr., 1976, "A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation", **The Journal of Finance**, Vol. 31, No. 2, May, ss. 215-231.

- Berle, Adolf ve Gardiner Means, 1932, **The Modern Corporation & Private Property**, Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, 2007 yılında yapılan 9. basımı.
- Berk, Niyazi, 2001, **Bankacılıkta Pazara Yönelik Kredi Yönetimi**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 3. baskı.
- Besanko, David ve George Kanatas, 1993, “Credit Market Equilibrium with Bank Monitoring and Moral Hazard”, **The Review of Financial Studies**, Spring, Vol. 6, No. 1, ss. 213-232.
- Bhattacharya, Sudipto, 1979, “Imperfect Information, Dividend Policy, and the ‘Bird in the Hand’ Fallacy”, **The Bell Journal of Economics**, Vol. 10, No. 1, Spring, ss. 259-270.
- Bhattacharya, Sudipto ve Anjan V. Thakor, 1993, “Contemporary Banking Theory”, **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 3, ss. 2-50.
- Bhattacharya, Sudipto, Arnoud W. A. Boot ve Anjan V. Thakor (editörler), 2004, **Credit, Intermediation, and the Macroeconomy – Models and Perspectives**, Oxford University Press, New York.
- Blume, Marshall E., Jeremy J. Siegel ve Dan Rottenberg, 1993, **Revolution on Wall Street – The Rise and Decline of the New York Stock Exchange**, W.W. Norton & Company, New York.
- Blair, Margaret M., 1995, **Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century**, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Bommel, Jos Van, 2008, “Risk Sharing in a World with Processing Costs: Trading versus Banking”, **Financial Markets Institutions and Instruments**, Vol. 17, No. 5, ss. 309-330.
- Boyd, John H. ve Edward C. Prescott, 1986, “Financial Intermediary-Coalitions”, **Journal of Economic Theory**, Vol. 38, ss. 211-232, (ayrıca, **Credit, Intermediation, and the Macroeconomy – Models and Perspectives**, ed. Sudipto Bhattacharya, Arnoud W. A. Boot ve Anjan V. Thakor, Oxford University Press, New York, 2004 içinde ss. 15-35).
- Bratton, William, 2001, “Berle and Means Reconsidered at the Century’s Turn”, **Journal of Corporation Law**, Spring, ss. 737-770.
- Calomiris, Charles W. ve Charles M. Kahn, 1991, “The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements”, **American Economic Review**, Vol. 81, ss. 497-513, (ayrıca, **Credit, Intermediation, and the Macroeconomy – Models and Perspectives**, ed. Sudipto Bhattacharya, Arnoud W. A. Boot ve Anjan V. Thakor, Oxford University Press, New York, 2004 içinde ss. 36-68).

- Campbell, Tim S., 1979, "Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. XIV, No.5, December, ss. 913-924.
- Campbell, Tim S., 1987, "The Valuation Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation", **Proceedings, A Conference on Bank Structure and Competition – Risks, Benefits, Challenges (May 6-8, 1987)**, Federal Reserve Bank of Chicago, ss. 406-422.
- Campbell Tim S. ve William A. Kracaw, 1980, "Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation", **The Journal of Finance**, Vol. XXXV No. 4, September, ss.863-882.
- Danthine, Jean-Pierre ve John Donaldson, 2005, **Intermediate Financial Theory**, Elsevier Academic Press, USA, Second Edition.
- Diamond, Douglas W., 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", **Review of Economic Studies**, Vol. LI, ss. 393-414.
- Diamond, Douglas W., 1991, "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt", **The Journal of Political Economy**, Vol. 99, No. 4, ss. 689-721.
- Diamond, Douglas W., 1994, "Corporate Capital Structure: The Control Roles of Bank and Public Debt with Taxes and Costly Bankruptcy", Federal Reserve Bank of Richmond, **Economic Quarterly**, Vol. 80, Spring, ss. 11-37.
- Diamond, Douglas W. ve Philip H. Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", **Journal of Political Economy**, June, Vol. 91, No. 3, ss. 401-419, (ayrıca **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Vol. 24, No. 1, Winter 2000, ss. 14-23).
- Dittmar, Amy ve Anjan Thakor, 2007, "Why Do Firms Issue Equity?", **The Journal of Finance**, Vol. LXII, No. 1, February, ss. 1-54.
- Dodd, Peter, 1986, "The Market for Corporate Control: A Review of the Evidence", **The Revolution in Corporate Finance**, Ed. Joel M. Stern ve Donald H. Chew, Jr, Basil Blackwell Ltd., Büyük Britanya, içinde ss. 343-356.
- Easterbrook, Frank H., 1984, "Two Agency-Cost Explanation of Dividends", **The American Economic Review**, Vol. 74, No. 4, September, ss. 650-659.
- Edmans, Alex ve Gustavo Manso, 2009, "Governance through Exit and Voice: A Theory of Multiple Blockholders", September 16, 2009, <http://www.mit.edu/~manso/mb.pdf> ; ayrıca <http://ssrn.com/abstract=1102730> (Erişim: 17 Kasım 2009)

- Ennis, Huberto M., 2001, “Loanable Funds, Monitoring and Banking”, **European Finance Review**, Vol. 5, ss. 79-114.
- Fama, Eugene F. ve Michael Jensen, 1983, “Separation of Ownership and Control”, **Journal of Law and Economics**, Vol. XXVI, June, ayrıca, (**Foundations of Organizational Strategy**, Michael Jensen, Harvard University Press, 1988) içinde basılmıştır.
<http://papers.ssrn.com/abstract=94034>
- Fligstein, Neil, 1990, **The Transformation of Corporate Control**, Harvard University Press, Cambridge, USA.
- Franks, Julian, Colin Mayer, Paolo Volpin ve Hannes F. Wagner, 2009, “The Life Cycle of Family Ownership: A Comparative Study of France, Germany, Italy and the U.K.”, 19 April 2009, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1102475 (Erişim: 02.10.2009)
- Freixas, Xavier ve Anthony M. Santomero, 2002, “An Overall Perspective on Banking Regulation”, **Working Paper**, No. 02-01, Federal Reserve Bank of Philadelphia, USA
<http://www.philadelphiafed.org/econ/wps/wp02.html> , (Erişim: 05.09.2008).
- Fry, Maxwell J., 1988, **Money, Interest and Banking in Economic Development**, The Johns Hopkins University Press, USA.
- Gorton, Gary, 2008a, **The Panic of 2007**, Prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hall Conference, August,
<http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2008/Gorton.08.04.08.pdf> (Erişim: 03.11.2008).
- Gorton, Gary B., 2008b, “The Subprime Panic”, **National Bureau of Economic Research Working Paper 14398**, October.
- Gorton, Gary ve Andrew Winton, 2002, “Financial Intermediation”, **Financial Institutions Center Working Paper No: 02-28**, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Grossman, Sanford J. ve Oliver D. Hart, 1980, “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation”, **The Bell Journal of Economics**, Vol. 11, Spring, ss. 42-64.
- Gurley, John G. ve Edward S. Shaw, 1979, **Money in a Theory of Finance**, The Brookings Institution, Washington, D.C., 9th ed.
- Gürbüz, Ali Osman, 2005, “Kurumsal Yönetim: Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler”, **İstanbul Serbest Muhasebeci Malî Müşavirler Odası, 7. Muhasebe Denetimi Sempozyumu**, 20-24 Nisan 2005, Antalya/Belek’te sunulan bildiri. <http://www.ismmmo.org.tr/SEMPOZYUM.asp?id=1125>
- Gürbüz, Ali Osman ve Yakup Ergincan, 2004a, **Şirket Değerlemesi – Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1. Basım.

Gürbüz, Ali Osman ve Yakup Ergincan, 2004b, **Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1. Basım.

Gürbüz, Ali Osman ve Yakup Ergincan, 2004c, “Dünyada ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirket Performanslarının Karşılaştırmalı Analizi”, **Geleneksel Finans Sempozyumu 2004 Uluslararası Piyasalarda Finansal Entegrasyon Cilt II**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No. 178, Mayıs 2005, ss. 537-554, Geleneksel Finans Sempozyumu 2004, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü & Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, İstanbul, 27-28 Mayıs 2004’de sunulan Tebliğ.

Harris, Milton ve Artur Raviv, 1991, “The Theory of Capital Structure”, **The Journal of Finance**, Vol. 46, No. 1, ss. 297-355.

Hayek, F. A., 1945, “The Use of Knowledge in Society”, **The American Economic Review**, Vol. XXXV, No. 4, ss. 519-530.

Hellwig, Martin F., 2000, “Financial Intermediation with Risk Aversion”, **Review of Economic Studies**, Vol. 67, ss. 719-742, (ayrıca, **Credit, Intermediation, and the Macroeconomy – Models and Perspectives**, ed. Sudipto Bhattacharya, Arnoud W. A. Boot ve Anjan V. Thakor, Oxford University Press, New York, 2004 içinde ss. 92-121).

Herman, Edward S., 1981, **Corporate Control, Corporate Power – “A Twentieth Century Fund Study”**, Cambridge University Press, Cambridge, UK.

Hester, Donald D., 1994, “On the Theory of Financial Intermediation”, **De Economist**, Vol. 142, No. 2, ss.133-149.

Hirschman, Albert O., 1970, **Exit, Voice, and Loyalty – Responses to Decline in Firms, Organizations, and States**, Harvard University Press, Cambridge.

Holmström, Bengt ve Jean Tirole, 1993, “Market Liquidity and Performance Monitoring” **Journal of Political Economy**, Vol. 101, ss. 678-709.

Holmström, Bengt ve Jean Tirole, 1997, “Financial Intermediation, Loanable Funds, and The Real Sector” **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. CXII, Issue 3, ss. 663-691, (ayrıca, **Credit, Intermediation, and the Macroeconomy – Models and Perspectives**, ed. Sudipto Bhattacharya, Arnoud W. A. Boot ve Anjan V. Thakor, Oxford University Press, New York, 2004 içinde ss. 773-797).

Jensen, Michael C., 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, **American Economic Review**, Vol. 76, No. 2, ss. 323-329.

Jensen, Michael C. ve William H. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, October 1976, ss. 305-360. <http://papers.ssrn.com/abstract=94043>

- Jensen, Michael C. ve Richard S. Ruback, 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, ss. 5-50.
<http://papers.ssrn.com/abstract=244158>
- Jensen, Michael, Robert Monks ve Ralph Walkling, 2008, "U.S. Corporate Governance: Accomplishments and Failings - A Discussion with Michael Jensen and Robert Monks" (Panelists: Michael Jensen and Robert Monks; Moderator: Ralph Walkling), **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 20, No. 1, Spring/Summer, ss. 28-46.
- Jiraporn, Pornsit, 2006, "Shareholder Rights, Corporate Governance, and Arthur Andersen", **Journal of Applied Finance**, Vol. 16, No. 2, Fall, ss. 12-23.
- Kaya, Arslan, 2001, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.
- Lee, Jisoon, 2009, "An Economic Analysis of the Screening Industry", **Seoul Journal of Economics**, Vol. 22, No. 3, Fall, pp. 375-407.
- Leland, Hayne E. ve David H. Pyle, 1977, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", **The Journal of Finance**, Vol. XXXII, No. 2, ss. 371-387.
- Levine, Ross, 2002, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better", http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/finance/rlevine/Publication/2002_JFI_BB%20vs%20MBFS.pdf (Erişim: 15.05.2009); (ayrıca, **NBER Working Paper No. W9138**, September 2002).
- Levine, Ross, Norman Loayza ve Thorsten Beck, 1999, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", **The World Bank Policy Research Paper**, 2059; (ayrıca *Journal of Monetary Economics*, August 2000, Vol. 46, ss. 31-77).
- Manne, Henry G., 1965, "Mergers and the Market for Corporate Control", **The Journal of Political Economy**, Vol. 73, No. 2, April, pp. 110-120.
- Maug, Ernst, 1998, "Large Shareholders as Monitors: Is There a Tradeoff between Liquidity and Control?", **Journal of Finance**, Vol. LIII, No. 1 ss. 65-98.
- Merton, Robert C., 2003, "Thoughts on the Future: Theory and Practice in Investment Management", **Financial Analysts Journal**, January/February, ss. 17-23.
- Miller, Merton H., 2005, "Leverage", **Journal of Applied Corporate Finance**, Winter, Vol. 17, No. 1, ss. 106-111.
- Miller, Merton H. ve Kevin Rock, 1985, "Dividend Policy under Asymmetric Information", **The Journal of Finance**, Vol. XL, No. 4, September, ss. 1031-1051.

- Millon, Marcia H. ve Anjan V. Thakor, 1985, "Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies", **The Journal of Finance**, Vol. XL, No. 5, December, ss. 1403-1422.
- Modigliani, Franco ve Merton H. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", **The American Economic Review**, Vol. XLVIII, No. 3, June, ss. 261-297.
- Mueller, Dennis C., 1986, **The Modern Corporation: Profits, Power, Growth and Performance**, Harvester Press Publishing Group, UK.
- Myers, Stewart, 2001, "Capital Structure", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 15, No. 2, Spring, ss. 81-102.
- Myers, Stewart ve N. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have", **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, ss. 187-221.
- O'Sullivan, Mary A., 2001, **Contests for Corporate Control – Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany**, Oxford University Press, New York.
- Ramakrishnan, Ram T. S. ve Anjan V. Thakor, 1984, "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation", **Review of Economic Studies**, Vol. LI, ss. 415-432.
- Repullo, Rafael ve Javier Suarez, 1998, "Monitoring, Liquidation, and Security Design", **The Review of Financial Studies**, Vol. 11, No. 1, Spring, ss. 163-187, (ayrıca, **Credit, Intermediation, and the Macroeconomy – Models and Perspectives**, ed. Sudipto Bhattacharya, Arnoud W. A. Boot ve Anjan V. Thakor, Oxford University Press, New York, 2004 içinde ss. 69-91).
- Seward, James K., 1990, "Corporate Financial Policy and the Theory of Financial Intermediation", **The Journal of Finance**, Vol. XLV, No. 2, June, ss. 351-377.
- Schwarz, Steven L., 1994, "The Alchemy of Asset Securitization", **Stanford Journal of Law, Business & Finance**, Vol. 1, ss. 133-154.
- Shleifer, Andrei ve Robert W. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control", **Journal of Political Economy**, Vol. 94, No. 3, ss. 461-488.
- Sinclair, Timothy J., 2005, **The New Masters of Capital – American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness**, Cornell University Press, USA.
- Sinkey, Joseph F., Jr., 1992, **Commercial Bank Financial Management – In the Financial-Services Industry**, Macmillan Publishing Co., New York, 4th edition.

- Stiglitz, Joseph E., 1975, “The Theory of “Screening”, Education, and the Distribution of Income”, **The American Economic Review**, Vol. 65, No: 3, June, ss. 283-300.
- Stiglitz, Joseph E. ve Andrew Weiss, 1981, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, **The American Economic Review**, Vol. 71 No. 3, June, ss. 393-410.
- Tadesse, Solomon, 2004, “The Allocation and Monitoring Role of Capital Markets: Theory and International Evidence”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 39, No. 4, December, ss. 701-730.
- Uğurlu, Mine, 2000, “Agency Costs and Corporate Control Devices in the Turkish Manufacturing Industry”, **Journal of Economic Studies**, Vol. 27, No. 6, pp. 566-599.
- Williamson, Stephen D., 1987, “Recent Developments in Modeling Financial Intermediation”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Summer, Vol. 11, No. 3, ss. 19-29.
- Winton, Andrew, 1996, “Monitored Finance, Liquidity, and Institutional Investment Choice”, **Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper** No. 9616.
- Wruck, Karen H., 2008, “Private Equity, Corporate Governance, and the Reinvention of the Market for Corporate Control”, **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 20, No. 3, Summer, ss. 8-21.
- Yüksel, Ali Sait, Aslı Yüksel ve Ülkü Yüksel, 2004, **Bankacılık Hukuku ve İşletmesi**, Beta Basım Yayım, 10. Bası, İstanbul.

KONU İNDEKSİ

- Açgözlü borç alma - verme sorunu 250, 251, 256
Ahlaki bozulma tehlikesi ..22, 24, 123, 126, 128, 137,
138, 148, 157, 158, 159, 165, 247, 252, 253, 254,
255, 256, 261, 271, 312, 313, 317, 356, 380, 430,
442
Aktif hisse sahipliği 268, 358, 457
Alım-satım (işlem) aracılığı 68, 70, 71, 74
Azınlık hakları 53, 420, 421, 424, 457
Bağımsız denetim .29, 32, 70, 74, 218, 219, 227, 228,
229, 230, 231, 232, 233, 234, 235, 236, 241, 324,
333, 334, 384, 390, 435, 452
Bağlılık harcamaları 20, 21, 22, 23, 24, 25, 30, 31, 32,
33, 36
Bağlılık maliyeti 22, 29, 34, 36, 37, 329, 332, 333
Banka kaynaklı finansman ..52, 67, 71, 156, 159, 160,
170, 177, 194, 195, 196, 197, 206, 207, 213, 214,
215, 276, 277, 278, 352, 389, 390, 391, 392
Bankacılık krizi 61, 62, 113
Bedavacılar sorunu ...41, 97, 131, 134, 168, 192, 254,
263, 265, 266, 307, 347, 365, 414, 430, 446
Bilgi eksikliği 118, 120, 171, 309, 345, 378, 379
Bilgi merkezi 452, 453, 454, 455, 458, 459, 461
Bilgi sorunu ..58, 68, 69, 70, 71, 78, 93, 98, 106, 120,
124, 130, 172, 174, 175, 176, 211, 212, 214, 217,
251, 380, 381, 383, 389, 430, 439
Bilgi toplama 82, 94, 95, 96, 97, 98, 103, 106, 115,
122, 125, 131, 175, 198, 200, 201, 202, 203, 204,
207, 209, 212, 213, 220, 321, 349, 350, 383, 407,
408, 409, 410, 431, 440, 450, 451, 452, 455
Bilgi üretimi 95, 97, 122, 123, 124, 125, 131, 174,
200, 212, 213, 214, 215, 218, 344, 430, 443, 444,
445, 446, 447, 448, 449, 450, 451, 453, 455, 456,
459, 460, 462, 463
Bilgi üstünlüğü 115, 116, 117, 170, 171, 200, 201,
205, 206, 252, 264, 266, 267, 288, 306, 307, 308,
322, 347, 357, 412
Bilgili finansman ...163, 164, 165, 166, 167, 168, 275
Bilginin doğrulanma alanı 143, 152, 153
Bilginin doğrulanması...125, 141, 142, 143, 144, 145,
147, 151, 152, 153, 154, 175, 218, 219, 443, 450,
451, 457, 463
Bilginin fiyatlanması 447, 448
Bilginin güvenilirliği 95, 97, 106, 444, 464
Bilginin kamu malı olması .94, 95, 125, 136, 365, 447
Bilgisiz finansman .164, 165, 166, 167, 168, 275, 276
Birikimli oy sistemi 422, 423, 424
Borçlanma düzeyi 38, 39, 398
Borçlanma krizi 253, 255, 257, 260, 261, 273, 369,
371, 374, 379
Borçlanmanın vergi etkisi 197, 357
Buluşurma ve kaynak dağıtım görev alanı. 111, 113,
114, 115
Büyük Sayılar Yanılgısı 127, 128, 132, 208, 209
Çeşitlendirme 84, 88, 126, 128, 131, 132, 137, 138,
149, 150
Çıkar çatışması 12, 17, 92, 123, 139, 144, 146, 147,
148, 157, 171, 218, 225, 235, 245, 247, 255, 312,
313, 317, 328, 333, 353, 355, 356, 357, 362, 430
Değiş-Tokuş Teorisi 291, 292, 293, 295, 398
Dengesiz bilgi dağılımı .57, 58, 59, 66, 93, 94, 95, 96,
97, 98, 99, 105, 106, 115, 116, 117, 120, 123, 124,
125, 140, 141, 145, 146, 148, 170, 171, 173, 174,
218, 223, 224, 227, 235, 247, 251, 252, 255, 256,
257, 258, 260, 261, 262, 270, 271, 288, 290, 291,
293, 294, 295, 298, 301, 374, 376, 377, 379, 380,
382, 383, 399, 402, 451
Dengesiz Bilgi Dağılımı Yaklaşımı 93, 110, 293
Derecelendirme kuruluşu 178, 220, 221, 222, 223,
224, 225, 226, 247, 248, 249, 252, 253, 254, 255,
256, 260
Derecelendirme notu 221, 222, 223, 224, 226, 227,
247, 249, 252, 254, 255, 256, 260
Devlet müdahalesi 63, 64, 76, 84, 113
Dışsal özsermaye 38
Doğrudan finansman 62, 102, 133, 139, 148, 151,
153, 208, 213, 214
Dönüştürücü aracılık 72, 73, 74
Dönüştürücülük 70
Düşük yatırım etkisi 289, 293
Düzenlemelerin gevşetilmesi 102, 120, 373
Finansal araçların fonksiyonları 54, 55, 56, 57, 59,
60, 63, 64, 70, 77, 79, 103, 171, 172, 173, 174,
382
Finansal araçların piyasaya katılım maliyetini
azaltıcı rolü 99, 103
Finansal kriz 61, 113, 120
Finansal sisteme işlevsel yaklaşım 109
Finansal sisteme kurumsal yaklaşım 109
Girişimci gayreti ...157, 158, 159, 160, 164, 165, 166,
167, 169, 196, 197, 276, 343, 409
Gözetim alanı 46, 49, 51, 52
Gözetim bilgisi 126, 136, 166, 167, 461
Gözetim dışı alan 45
Gözetim geliri ...43, 44, 45, 46, 47, 50, 128, 135, 150,
163, 169, 185, 365, 366
Gözetim görevi 54, 82, 97, 98, 109, 115, 116, 117,
122, 125, 126, 130, 131, 133, 134, 135, 136, 137,
148, 149, 150, 155, 156, 161, 162, 163, 169, 175,
176, 177, 178, 198, 200, 202, 206, 212, 218, 225,
241, 246, 256, 261, 262, 344, 376, 378, 381, 382,
387, 389, 390, 432, 433, 434, 440, 442, 443, 444,
451, 452, 453, 464
Gözetim ihtiyacı 12, 14, 15, 19, 30, 130, 134, 199,
212, 223, 258, 259, 261, 270, 271, 272, 273, 298,
309, 362, 384, 389, 390, 436, 438, 462
Gözetim işlevi 74, 92, 97, 117, 126, 131, 137, 140,
155, 160, 174, 175, 177, 178, 194, 195, 197, 198,
200, 206, 226, 228, 231, 275, 331, 344, 381, 383,
390, 433, 434, 435, 444
Gözetim maliyeti 17, 18, 19, 20, 22, 23, 25, 27, 29,
30, 32, 33, 34, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 43, 44,
45, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 82, 92, 126, 127,
128, 129, 130, 133, 134, 135, 136, 143, 150, 162,
163, 166, 168, 175, 180, 185, 186, 191, 192, 193,
204, 212, 213, 214, 246, 262, 267, 272, 273, 302,
326, 327, 329, 334, 352, 364, 365, 366, 367, 368,
386, 389, 417, 430, 437, 441, 450, 456
Gözetim yoğunluğu 52, 53

Gözetimci....	19, 40, 42, 45, 46, 51, 53, 127, 134, 135, 137, 138, 159, 164, 167, 169, 185, 186, 187, 196, 234, 275, 365, 366, 438, 442, 443, 444, 456, 457, 458, 459, 461
Gözetimli finansman.....	196
Gözetimsiz finansman.....	159, 195, 196, 390
Grup dinamiği.....	302
Güvenilirlik analizi.....	247, 248, 252, 254
Hareket unsuru.....	367, 368
Hisse alımı teklifi.....	242, 243, 323
Hizmet sağlayıcı kurum.....	250, 252, 253, 254
Homojenleştirme mantığı.....	198, 210
İç denetim.....	324, 333, 334
İç kontrol.....	32, 324, 333
İçsel finansman.....	293, 339, 399
İflas.....	15, 37, 39, 84, 104, 142, 150, 153, 154, 165, 291, 339, 353, 354, 355, 357, 358, 359, 360, 370, 372, 398, 399, 401
İflastan korunmuş güvenilir kurum.....	248, 250, 251, 258, 260
İşlem Maliyetleri Yaklaşımı (Klasik ya da Geleneksel Yaklaşım).....	78, 79, 82, 85, 90, 91, 92, 108, 110
İşlenmemiş (ham) bilgi.....	214, 215, 216
İtibar kaygısı.....	254, 256, 328, 351, 357, 363, 431
İzahname.....	37, 216, 217, 218, 235, 236, 277, 411
Kamuyu aydınlatma.....	65, 70, 215, 216, 218, 219, 344, 345, 384, 388, 390, 410, 411, 435
Karar denetimi.....	323, 324, 330, 331, 333
Karar yönetimi.....	323, 324, 330, 331, 333
Katılım maliyeti.....	103, 104
Knight belirsizliği.....	119
Kolektif yatırım kurumu.....	109, 208, 209, 262, 410
Kontrol gücü.....	161, 167, 283, 306, 307, 308, 318, 322, 327, 333, 336, 342, 350, 351, 358, 360, 363, 368, 395, 401, 403, 404, 419, 421, 426, 432, 433, 440, 457
Kontrol hipotezi.....	353, 354, 356, 395, 396
Kontrol komitesi.....	358
Kredi ödenmeme swapı.....	121, 122, 377, 380
Kredi tayinlama.....	372, 433
Kurum Teorisi.....	303
Kurumsal yönetim.....	70, 74, 111, 210, 219, 220, 222, 232, 242, 243, 244, 245, 246, 266, 267, 278, 279, 282, 323, 344, 347, 348, 384, 390, 414, 435
Küreselleşme.....	308, 309
Likidite dönüştürücülüğü.....	56, 57
Likidite düzeyi.....	55, 56, 59, 66, 74, 210, 263, 265, 266, 267, 344, 345, 346, 347, 348, 413, 414, 418
Limon problemi.....	251, 252, 256, 377
Menkul kıymetleştirme.....	57, 62, 68, 72, 99, 101, 103, 107, 120, 177, 208, 210, 223, 246, 247, 250, 251, 252, 253, 254, 255, 256, 257, 258, 259, 260, 261, 262, 373, 376, 377, 380, 381
Mevduat sigortası.....	62, 76, 77, 356
Modigliani-Miller Modeli.....	285, 286, 287
Morgan Teorisi.....	335, 420
Mutlak mülkiyet.....	318
Nihai fazla.....	12, 18, 20, 22, 23, 30, 41, 143, 144, 151, 297, 323, 324, 325, 328, 329, 330, 331, 332, 365
Nihai yatırımcı.....	178, 179, 192, 193, 212, 216, 255, 261, 378, 390, 391, 392
Nitelikli (profesyonel) yatırımcı.....	121, 193, 209, 387, 388, 389, 461
Oy sözleşmesi.....	358
Oy toplama girişimleri.....	53, 242, 243, 323, 422, 423, 424, 457
Ödeme gücü.....	15, 38, 39, 102, 104, 252, 291, 292, 329, 349, 350, 358, 360, 398, 401, 433
Ölçek büyüklüğü.....	40, 88, 149, 208, 209, 212, 296, 305, 306, 307, 308, 310, 311, 312, 313, 317, 320, 331, 332, 333
Ölçek ekonomisi.....	59, 83, 88, 89, 94, 96
Özel durum açıklamaları.....	215, 216
Özel sermaye.....	262, 308, 309, 341, 342, 343, 346, 410, 414
Özellikli bilgi.....	330, 331, 332, 333
Özgüleme mantığı.....	198, 202
Özkaynak finansmanı.....	28, 156, 191
Pay sahipliğinden çıkma.....	242, 243, 347, 416, 417
Performans.....	24, 27, 35, 114, 159, 160, 184, 197, 200, 228, 230, 231, 243, 263, 264, 267, 268, 307, 311, 318, 321, 325, 327, 329, 333, 337, 340, 341, 342, 343, 346, 347, 348, 351, 352, 360, 363, 414, 415, 417, 418, 459, 460, 462
Piyasa kaynaklı finansman.....	52, 67, 68, 71, 117, 133, 157, 159, 170, 174, 177, 194, 195, 196, 197, 198, 205, 207, 208, 209, 210, 211, 212, 213, 214, 215, 216, 217, 218, 219, 220, 227, 235, 237, 239, 244, 245, 246, 276, 277, 278, 279, 280, 352, 380, 381, 383, 384, 385, 389, 390, 391, 392, 394, 405, 407, 409, 410, 415, 416, 433, 434, 435, 436, 437, 439, 441
Portföy yöneticiliği.....	69, 73, 110, 385
Risk yönetimi.....	57, 60, 61, 70, 74, 99, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 108, 116, 117, 118, 119, 122, 132, 171, 172, 173, 175, 177, 194, 199, 373, 374, 378, 379, 383
Risk Yönetimi Yaklaşımı.....	104, 105, 107
Riske duyarsızlık.....	129, 132, 133, 136
Riskin aktarılması.....	107, 108
Riskin dağıtılması.....	132
Riskten kaçınma.....	129, 177
Sahiplik ve kontrolün ayrılması.....	98, 305, 313, 314, 316, 317, 319, 323, 337
Serbest Nakit Akımları.....	35, 283, 353, 354, 355, 356, 395, 396, 397, 398, 400, 401, 402
Sermaye Piyasası Varlıklarını Fiyatlama Modeli.....	287
Sermaye yapısı.....	15, 37, 50, 94, 143, 146, 153, 154, 155, 163, 275, 284, 285, 287, 289, 290, 291, 292, 295, 296, 353, 355, 359
Sermaye Yapısı Teorisi.....	285, 289, 357
Sınırlı sorumluluk.....	14, 18, 148, 179, 181, 183, 184, 188, 296, 301, 302, 319, 355, 356, 362, 363
Sınırsız sorumluluk.....	301
Sıralı Tercih (Finansman Hiyerarşisi) Teorisi.....	293, 295, 399, 400
Sinyal Teorisi.....	290, 402
Söz söyleme.....	242, 277, 278, 306, 347, 416, 417, 418, 419
Sözleşme Teorisi.....	303, 319
Standartlaştırma.....	209, 222
Sürtünme.....	58, 99, 173, 250, 251
Şirket kontrolü.....	13, 38, 44, 53, 92, 197, 243, 246, 263, 265, 268, 280, 281, 282, 283, 284, 291, 295, 301, 302, 304, 305, 306, 309, 310, 311, 318, 320, 328, 334, 335, 337, 338, 339, 340, 341, 342, 344, 348,

351, 353, 356, 358, 359, 360, 375, 389, 411, 413, 414, 415, 420, 425, 426, 434, 457	Teşvik unsuru.....21, 41, 42, 134, 149, 184, 187, 365, 367, 368
Şirket kontrolü piyasası.197, 243, 263, 282, 306, 313, 337, 338, 340, 341, 343, 414, 415	Ticari bankacılık56, 60, 62, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 74, 102, 116, 130, 140, 174, 194, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 202, 203, 204, 206, 208, 213, 214, 259, 356, 375, 405, 410, 434
Tasarrufların toplulaştırılması..... 208, 209	Tutsat kredisi 102, 247, 248, 250, 251, 252, 253, 257, 258, 259, 369, 370
Teminat62, 82, 83, 113, 118, 175, 201, 213, 225, 249, 252, 253, 258, 259, 270, 271, 272, 273, 274, 349, 380, 408, 409	Tutsata dayalı menkul kıymet.....248, 253, 254, 255
Temsil ilişkisi.....20, 37, 38	Vade dönüştürücülüğü 56
Temsil maliyeti 20, 22, 23, 24, 27, 28, 36, 37, 105, 106, 133, 150, 159, 232, 255, 291, 326, 327, 329, 333, 334, 346, 354, 355, 430	Varlığa dayalı menkul kıymet..... 259, 261
Temsil sorunu 23, 31, 32, 104, 158, 159, 196, 232, 247, 255, 256, 295, 301, 312, 320, 323, 355, 402, 430	Varlık dönüştürücülüğü 56, 60, 68, 71
Temsil Teorisi. 13, 301, 313, 317, 320, 329, 353, 362, 396	Varlık yöneticisi.....248, 252, 253, 254, 255
Ters seçim sorunu22, 24, 98, 124, 251, 256, 261, 377, 380, 430	Yapılandırılmış finansman..... 121, 260
Teşvik sorunu.....131, 138, 145, 169, 332	Yatırım bankacılığı .57, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 102, 103, 107, 194, 208, 372, 373, 374, 375, 376, 378, 381
	Yatırım danışmanlığı69, 70, 71, 72, 73, 172, 238, 385
	Yeniden yapılandırma.....37, 102, 359, 360
	Yönetici-ortak... 17, 18, 30, 31, 32, 34, 35, 36, 37, 38, 45, 147, 229, 326, 327, 329, 332, 401, 415

SON NOTLAR

-
- ¹ Michael C. Jensen ve William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, October 1976, ss. 305-360; alıntılar makalenin yazar Jensen tarafından gerektiğinde güncellenen <http://papers.ssrn.com/abstract=94043> linkindeki internet adresindeki nüshasından yapılmıştır (Son erişim: 07.07.2010)
- ² Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ³ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**, ss. 305-360.
- ⁴ Charles W. Calomiris ve Charles M. Kahn, "The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements", **American Economic Review**, 1991, Vol. 81, ss. 497-513.
- ⁵ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ⁶ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ⁷ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ⁸ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ⁹ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**, s. 6, dipnot 9.
- ¹⁰ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹¹ James K. Seward, "Corporate Financial Policy and the Theory of Financial Intermediation", **The Journal of Finance**, Vol. XLV, No. 2, June 1990, ss. 351-377
- ¹² Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹³ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹⁴ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹⁵ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹⁶ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.** (dipnot 48, 49)
- ¹⁷ Douglas W. Diamond, 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", **Review of Economic Studies**, Vol. LI, ss. 393-414.
- ¹⁸ Seward, 1990, **a.g.m.**
- ¹⁹ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁰ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²¹ Eugene F. Fama ve Michael Jensen, "Separation of Ownership and Control", **Journal of Law and Economics**, Vol. XXVI, 1983 June.
- ²² Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ²³ Seward, 1990, **a.g.m.**
- ²⁴ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁵ <http://www.bis.org/speeches/sp110406.pdf> (Erişim: 09.05.2011)
- ²⁶ Maxwell J. Fry, **Money, Interest and Banking in Economic Development**, 1988, The Johns Hopkins University Press, USA.
- ²⁷ Ross Levine, Norman Loayza ve Thorsten Beck, 1999, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", **The World Bank Policy Research Paper**, 2059, 1999.
- ²⁸ Levine ve diğerleri, 1999, **a.g.m.**
- ²⁹ Levine ve diğerleri, 1999, **a.g.m.**
- ³⁰ Ross Levine, "Bank - Based or Market - Based Financial Systems: Which is Better", 2002, http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/finance/rlevine/Publication/2002_JFI_BB%20vs%20MBFS.pdf
- ³¹ Sudipto Bhattacharya ve Anjan V. Thakor, "Contemporary Banking Theory", **Journal of Financial Intermediation**, Vol. 3, 1993, ss. 2-50.
- ³² Bhattacharya ve Thakor, 1993, **a.g.m.**
- ³³ Bhattacharya ve Thakor, 1993, **a.g.m.**
- ³⁴ Bhattacharya ve Thakor, 1993, **a.g.m.**
- ³⁵ Milton Friedman ve Anna Jacobson Schwartz, **A Monetary History of the United States, 1867-1960**, Princeton University Press, Princeton, N.J., 1963.
- ³⁶ Stephen D. Williamson, "Recent Developments in Modeling Financial Intermediation", **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Summer 1987, Vol. 11, No. 3, ss. 19-29.
- ³⁷ Tim S. Campbell, "The Valuation Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation", **Proceedings, A Conference on Bank Structure and Competition - Risks, Benefits, Challenges (May 6-8, 1987)**, Federal Reserve Bank of Chicago, ss. 406-422.
- ³⁸ Douglas W. Diamond ve Philip H. Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", **Journal of Political Economy**, June 1983, Vol. 91, No. 3, ss. 401-419.
- ³⁹ Diamond ve Dybvig, 1983, **a.g.m.**
- ⁴⁰ Diamond ve Dybvig, 1983, **a.g.m.**
- ⁴¹ Diamond ve Dybvig, 1983, **a.g.m.**

-
- ⁴² George J. Benston ve Clifford W. Smith, Jr., “A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation”, **The Journal of Finance**, Vol. 31, No. 2, May 1976.
- ⁴³ Benston ve Smith, 1976, **a.g.m.**, s. 217
- ⁴⁴ Benston ve Smith, 1976, **a.g.m.**
- ⁴⁵ Benston ve Smith, 1976, **a.g.m.**, s. 219
- ⁴⁶ Benston ve Smith, 1976, **a.g.m.**
- ⁴⁷ Gurley ve Shaw, 1979, **a.g.e.**
- ⁴⁸ Gurley ve Shaw, 1979, **a.g.e.**
- ⁴⁹ Jos Van Bommel, 2008, “Risk Sharing in a World with Processing Costs: Trading versus Banking”, **Financial Markets Institutions and Instruments**, Vol. 17, No. 5, 2008, ss. 309-330.
- ⁵⁰ Benston ve Smith, 1976, **a.g.m.**
- ⁵¹ Bommel, 2008, **a.g.m.**
- ⁵² Bommel, 2008, **a.g.m.**
- ⁵³ Benston ve Smith, 1976, **a.g.m.**
- ⁵⁴ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ⁵⁵ Michael Jensen ve William Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,” **Working Paper**, The Graduate School of Management, The University of Rochester, New York, 1975. Bu çalışma Jensen ve Meckling (1976) ile aynı başlığı taşıdığından içeriğinin de, muhtemelen esasa ilişkin olmayan son düzeltme ve iyileştirmeler dışında, aynı olduğunu kabul etmemiz yanlış olmayacaktır.
- ⁵⁶ Hayne E. Leland ve David H. Pyle, “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, **The Journal of Finance**, Vol. XXXII, No. 2, 1977, ss. 371-387.
- ⁵⁷ Leland ve Pyle, 1977, **a.g.m.**
- ⁵⁸ Modigliani, Franco ve Merton H. Miller, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, **The American Economic Review**, Vol. XLVIII, No. 3, June 1958, ss. 261-297.
- ⁵⁹ Leland ve Pyle, 1977, **a.g.m.**
- ⁶⁰ Bilginin ‘kamu malı’ (public good) olarak analizi için, F. A. Hayek, “The Use of Knowledge in Society”, **The American Economic Review**, Vol. XXXV, No. 4, September 1945, Shyam Sunder, “Knowing What Others Know: Common Knowledge, Accounting, and Capital Markets”, **Accounting Horizons**, Vol. 16, No. 4, December 2002 okunabilir.
- ⁶¹ Tim S. Campbell, “Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. XIV, No.5, December 1979, ss. 913-924.
- ⁶² George A. Akerlof, “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84, No. 3, August 1970, ss.488-500.
- ⁶³ Leland ve Pyle, 1977, **a.g.m.**
- ⁶⁴ Leland ve Pyle, 1977, **a.g.m.**
- ⁶⁵ Tim S. Campbell ve William A. Kracaw, “Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation”, **The Journal of Finance**, Vol. XXXV No. 4, September 1980, ss.863-882.
- ⁶⁶ Franklin Allen, “The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation”, **Journal of Financial Intermediation**, 1990, Vol. 1, ss. 3-30
- ⁶⁷ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ⁶⁸ Seward, 1990, **a.g.m.**; Xavier Freixas ve Anthony M. Santomero, “An Overall Perspective on Banking Regulation”, **Working Paper**, No. 02-01, Federal Reserve Bank of Philadelphia, USA, 2002.
- ⁶⁹ David Besanko ve George Kanatas, “Credit Market Equilibrium with Bank Monitoring and Moral Hazard”, **The Review of Financial Studies**, Spring 1993, Vol. 6, No. 1, ss. 213- 232.
- ⁷⁰ Donald D. Hester, “On the Theory of Financial Intermediation”, **De Economist**, Vol. 142, No. 2, 1994, ss.133-149
- ⁷¹ Andrew Winton, “Monitored Finance, Liquidity, and Institutional Investment Choice”, **Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper** No. 9616, 1996.
- ⁷² Rafael Repullo ve Javier Suarez, “Monitoring, Liquidation, and Security Design”, **The Review of Financial Studies**, Vol. 11, No. 1, Spring 1998, ss. 163-187
- ⁷³ Jonathan Baron Baskin, “The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information”, **Business History Review**, Vol. 62, Summer 1988, ss. 199-237.
- ⁷⁴ Güler Aras, “Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasaların İşleyişindeki Rolü”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl. 19, Aralık 2004, ss. 81-95
- ⁷⁵ Franklin Allen ve Anthony M. Santomero, “The Theory of Financial Intermediation”, **Journal of Banking & Finance**, Vol. 21, 1998, ss. 1461-1485
- ⁷⁶ Allen ve Santomero, 1998, **a.g.m.**
- ⁷⁷ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ⁷⁸ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ⁷⁹ Robert C. Merton, “Thoughts on the Future: Theory and Practice in Investment Management”, **Financial Analysts Journal**, January/February 2003, ss. 17-23.

- ⁸⁰ Sudipto Bhattacharya, Arnoud W. A. Boot ve Anjan V. Thakor (editörler), **Credit, Intermediation, and the Macroeconomy – Models and Perspectives**, Oxford University Press, New York, 2004, s. 2
- ⁸¹ Benston ve Smith, 1976, **a.g.m.**
- ⁸² Gurley ve Shaw, 1979, **a.g.e.**
- ⁸³ Allen ve Santomero, 1998, **a.g.m.**
- ⁸⁴ Allen ve Santomero, 1998, **a.g.m.**
- ⁸⁵ Solomon Tadesse, “The Allocation and Monitoring Role of Capital Markets: Theory and International Evidence”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 39, No. 4, December 2004, ss. 701-730.
- ⁸⁶ “Commercial Paper Market Still Shrinking”, **The Wall Street Journal**, October 23, 2008.
- ⁸⁷ “Fed to Purchase Commercial Paper In New Facility Backed by Treasury”, **The Wall Street Journal**, October 7, 2008.
- ⁸⁸ Tarihteki ekonomik ve finansal krizler hakkında yazılmış çok sayıda çalışma ve araştırma bulunmaktadır. Türkçe’de yazılmış şu kaynaklar bu konuda daha geniş okuma imkânı sağlayacaktır: Saruhan ÖZEL, **Global Finansal Krizler**, Denizbank Yayınları, 2005; Nedret DEMİRCİ, **Finansal Krizlerin Anatomisi – Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No. 186, Ankara, 2005; H. Gül ÖZER, **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No. 189, Ankara, 2006; Eyüp BASTI, **Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No. 191, Ankara, 2006; Aydan Aydın, “İsveç Bankacılık Sistemi – Kriz, Krizde Yapılanlar ve Kriz Sonrası”, **Bankacılar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 40, 2002, ss. 13-35; Pelin Ataman Erdönmez, “Japonya Mali Krizi”, **Bankacılar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 40, 2002, ss. 50-66.
- ⁸⁹ Levine ve diğerleri, 1999, **a.g.m.**
- ⁹⁰ Allen ve Santomero, 1998, **a.g.m.**
- ⁹¹ Merton, 2003, **a.g.m.**
- ⁹² Muhtelif risk türleri ve unsurları ile bunların varlık ve şirket değerlendirme modelleri çerçevesinde analizi konusunda, A. Osman GÜRBÜZ ve Yakup ERGİNCAN, **Şirket Değerlemesi – Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2004 başlıklı eser kapsamlı ve değerli bir başvuru kaynağı niteliğindedir. Riskin yönetilmesi konusunda kapsamlı bir çalışma olarak, Dr. K. Evren BÖLGÜN ve M. Barış AKÇAY, **Risk Yönetimi: Gelişmekte Olan Türk Finans Piyasasında Entegre Risk Ölçüm ve Yönetim Uygulamaları**, Üçüncü Baskı, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2009’dan yararlanılabilir. Ayrıca, risk yönetiminin banka bünyesinde kurumsal risklerin yönetilmesi açısından değerlendirilmesini içeren, **Bankalarda Risk Yönetimi ve Basel II**, Yayına Hazırlayanlar: Hasan CANDAN ve Alper ÖZÜN, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul, 2006’ya başvurulabilir. Banka bünyesinde kurumsal risklerin yönetilmesi olarak risk yönetiminin genel olarak değerlendirildiği kolay bir okuma olarak, Salih Tanju YAVUZ, “Risk Yönetimi ‘İçeri’ Aktif Pasif Yönetimi ‘Dışarı’ (mı?) – ‘Aktif Pasif Komitesi (APKO) Faiz Riski Yönetiminin Neresinde?’”, **Bankacılar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı: 41, 2002, ss. 21-31’e başvurulabilir.
- ⁹³ Knight belirsizliği kavramı F.H. Knight’ın 1921’de yazdığı şu kitaba ve buradaki yaklaşıma dayanmaktadır: F.H. Knight, **Risk, Uncertainty, and Profit**. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, 1921.
- ⁹⁴ Nouriel Roubini, “Current Market Turmoil: Non-Priceable Knightian ‘Uncertainty’ Rather Than Priceable Market ‘Risk’”, 15 August 2007, <http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/210688>
- ⁹⁵ Leland ve Pyle, 1977, **a.g.m.**
- ⁹⁶ Campbell ve Kracaw, 1980, **a.g.m.**
- ⁹⁷ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ⁹⁸ Diamond’ın buradaki analizinin ticarî banka tipi finansal araçları kapsadığını dikkate almak gerekmektedir.
- ⁹⁹ Campbell, 1987, **a.g.m.**
- ¹⁰⁰ Diamond ve Dybvig, 1983, **a.g.m.**
- ¹⁰¹ John H. Boyd ve Edward C. Prescott, “Financial Intermediary-Coalitions”, **Journal of Economic Theory**, Vol. 38, 1986, ss. 211-232
- ¹⁰² Leland ve Pyle, 1977, **a.g.m.**
- ¹⁰³ Campbell ve Kracaw, 1980, **a.g.m.**
- ¹⁰⁴ Allen, 1990, **a.g.m.**
- ¹⁰⁵ Boyd ve Prescott, 1986, **a.g.m.**
- ¹⁰⁶ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ¹⁰⁷ Williamson, 1987, **a.g.m.**
- ¹⁰⁸ Williamson, 1987, **a.g.m.**
- ¹⁰⁹ Williamson, 1987, **a.g.m.**
- ¹¹⁰ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ¹¹¹ Huberto M. Ennis, “Loanable Funds, Monitoring and Banking”, **European Finance Review**, Vol. 5, 2001, ss. 79-114
- ¹¹² Diamond, 1984, **a.g.m.**

-
- ¹¹³ Martin F. Hellwig, "Financial Intermediation with Risk Aversion", **Review of Economic Studies**, Vol. 67, 2000, ss. 719-742
- ¹¹⁴ Hellwig, 2000, **a.g.m.**
- ¹¹⁵ Williamson, 1987, **a.g.m.**
- ¹¹⁶ Seward, 1990, **a.g.m.**
- ¹¹⁷ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ¹¹⁸ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹¹⁹ Jean-Pierre Danthine ve John Donaldson, **Intermediate Financial Theory**, Elsevier Academic Press, USA, 2005, Second Edition
- ¹²⁰ Seward, 1990, **a.g.m.**
- ¹²¹ Seward, 1990, **a.g.m.**, s. 366
- ¹²² Ennis, 2001, **a.g.m.**
- ¹²³ 29 Eylül 1994 tarihli Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act.
- ¹²⁴ Seward, 1990, **a.g.m.**
- ¹²⁵ Douglas W., Diamond, "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt", **The Journal of Political Economy**, Vol. 99, No. 4, 1991, ss. 689-721
- ¹²⁶ Besanko ve Kanatas, 1993, **a.g.m.**
- ¹²⁷ Seward, 1990, **a.g.m.**; Diamond, 1991, **a.g.m.**
- ¹²⁸ Seward, 1990, **a.g.m.**; Diamond, 1991, **a.g.m.**
- ¹²⁹ Besanko ve Kanatas, 1993, **a.g.m.**
- ¹³⁰ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹³¹ Winton, 1996, **a.g.m.**
- ¹³² Repullo ve Suarez, 1998, **a.g.m.**
- ¹³³ Repullo ve Suarez, 1998, **a.g.m.**
- ¹³⁴ Repullo ve Suarez, 1998, **a.g.m.**, s. 182.
- ¹³⁵ Allen ve Santomero, 1998, **a.g.m.**
- ¹³⁶ Allen ve Santomero, 1998, **a.g.m.**
- ¹³⁷ Merton, 2003, **a.g.m.**
- ¹³⁸ "Surviving the markets - risk and the new financial order", "The game is up - banks in trouble", **The Economist**, Aug. 16, 2007; "Securitisation - when it goes wrong", **The Economist**, Sept. 20th, 2007.
- ¹³⁹ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ¹⁴⁰ Aras'ın 1996 tarihli çalışması (Güler Aras, **Ticari Bankalarda Kredi Portföyünün Yönetimi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No. 30, Ankara), Türkçe olarak yayınlanmış, bankanın verdiği borçların portföy yönetimi yaklaşımları çerçevesinde risk yönetimi ile de ilgisini kuran önemli bir çalışmadır.
- ¹⁴¹ Bhattacharya ve diğerleri, 2004, **a.g.e.**, s. 3
- ¹⁴² Besanko ve Kanatas, 1993, **a.g.m.**
- ¹⁴³ Douglas W. Diamond, "Corporate Capital Structure: The Control Roles of Bank and Public Debt with Taxes and Costly Bankruptcy", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, Vol. 80, Spring 1994, ss. 11-37.
- ¹⁴⁴ Michel Aglietta ve Régis Breton, "Financial Systems, Corporate Control and Capital Accumulation", **Economy and Society**, November 2001, Vol. 30, No. 4, ss. 433-466.
- ¹⁴⁵ Aglietta ve Breton, 2001, **a.g.m.**, s. 435.
- ¹⁴⁶ Diamond, 1984, **a.g.m.**; Diamond, 1991, **a.g.m.**; Diamond, 1994, **a.g.m.**; Seward, 1990, **a.g.m.**; Besanko ve Kanatas, 1993, **a.g.m.**; Winton, 1996, **a.g.m.**; Bengt Holmström ve Jean Tirole, "Financial Intermediation, Loanable Funds, and The Real Sector" **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. CXII, Issue 3, 1997, ss. 663-691 ve ayrıca Ennis, 2001, **a.g.m.**
- ¹⁴⁷ Leland ve Pyle, 1977, **a.g.m.**
- ¹⁴⁸ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ¹⁴⁹ Joseph F. Sinkey, Jr., **Commercial Bank Financial Management - In the Financial-Services Industry**, Macmillan Publishing Co., New York, 1992, 4th edition, s. 542 vd.
- ¹⁵⁰ Winton, 1996, **a.g.m.**
- ¹⁵¹ Güler Aras, **Ticari Bankalarda Kredi Portföyünün Yönetimi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No. 30, Ankara, 1996, s. 184 vd.
- ¹⁵² Niyazi Berk, **Bankacılıkta Pazara Yönelik Kredi Yönetimi**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2001, 3. Baskı, s. 128 vd.
- ¹⁵³ Aras, 1996, **a.g.e.**, ss. 185-186.
- ¹⁵⁴ Aglietta ve Breton, 2001, **a.g.m.**
- ¹⁵⁵ Sinkey, 1996, **a.g.e.**, s. 543.
- ¹⁵⁶ Banka pazarlaması ile ilgili açıklamalarımız **tamamen Yüksel, Yüksel ve Yüksel'in** 2004 tarihli çalışmalarının 3. Bölümüne dayanmaktadır.
- ¹⁵⁷ Ali Sait Yüksel, Aşlı Yüksel ve Ülkü Yüksel, **Bankacılık Hukuku ve İşletmesi**, Beta Basım Yayım, 2004, 10. Bası, İstanbul, ss. 58-61.

- ¹⁵⁸ Yüksel, Yüksel ve Yüksel, 2004, **a.g.e.**, ss. 53-54.
- ¹⁵⁹ Yüksel, Yüksel ve Yüksel, 2004, **a.g.e.**, ss. 59-63.
- ¹⁶⁰ Aglietta ve Breton, 2001, **a.g.m.**
- ¹⁶¹ Bu konu aşağıda Bölüm 2.2’de kısaca ele alınmaktadır.
- ¹⁶² Aglietta ve Breton, 2001, **a.g.m.**, s. 437.
- ¹⁶³ Aglietta ve Breton, 2001, **a.g.m.**
- ¹⁶⁴ Aglietta ve Breton, 2001, **a.g.m.**, s. 439.
- ¹⁶⁵ Ennis, 2001, **a.g.m.**
- ¹⁶⁶ Finansal bilgi manipülasyonu konusunda kapsamlı bir çalışma olarak şu esere başvurulabilir: Cemal Küçüksözen, **Finansal Bilgi Manipülasyonu: Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları ve İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No. 183, Ankara, 2005.
- ¹⁶⁷ Commission of the European Communities, **Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on Credit Rating Agencies**, SEC (2008) 2745, SEC (2008) 2746, COM (2008) 704 final, Brüksel, 12.11.2008, s. 2.
- ¹⁶⁸ **Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies**, The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Revised May 2008.
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf> (Erişim: 07 Mayıs 2009)
- ¹⁶⁹ Michael V. Seitzinger, Congressional Research Service Report, RS22519, Credit Rating Agency Reform Act of 2006, **WikiLeaks Document Release** <http://wikileaks.org/wiki/CRS-RS22519> (Erişim: 07 Mayıs 2009)
- ¹⁷⁰ Bkz. **The Economist**, Sept. 20, 2007, June 05, 2008.
- ¹⁷¹ Bu gelişmelerin haber olarak bir özeti için “Credit Raters Plead the First. Will It Fly?”, **The Wall Street Journal**, 21 April, 2009’a bakılabilir.
- ¹⁷² Örneğin, Pornsit Jiraporn, 2006, “Shareholder Rights, Corporate Governance, and Arthur Andersen”, **Journal of Applied Finance**, Vol. 16, No. 2, Fall 2006, ss. 12-23; Anwer S. Ahmed, Stephanie J. Rasmussen ve Sanyo Y. Tse, “Audit Quality, Alternative Monitoring Mechanisms, and Cost of Capital: An Empirical Analysis”, **SSRN-id1261886.pdf**, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1124082, August 2008.
- ¹⁷³ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹⁷⁴ Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements, md. 12-21, International Accounting Standards Board, <http://www.iasb.org>
- ¹⁷⁵ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**; James E. Hunton, Elaine G. Mauldin ve Patrick R. Wheeler, “Potential Functional and Dysfunctional Effects of Continuous Monitoring”, **The Accounting Review**, Nov, 2008; Vol. 83 No. 6, pp. 1551-1569; Anwer S. Ahmed, Stephanie J. Rasmussen ve Senyo Tse, “Audit Quality, Alternative Monitoring Mechanisms and Cost of Capital: An Empirical Analysis”, August 2008, <http://ssrn.com/abstract=1124082> (Erişim: 30.03.2010).
- ¹⁷⁶ Konuyla ilgili olarak, çalışmamızda yararlanılan ve referans verilenlerden ayrıca şu çalışma da yol gösterici olabilir: Pascal Frantz ve Norvald Instefjord, “Corporate Governance, Shareholder Conflicts and Audit Quality”, March 2007, <http://ssrn.com/abstract=669024> (Erişim: 30.03.2010).
- ¹⁷⁷ Jiraporn, 2006, **a.g.m.**
- ¹⁷⁸ Jiraporn, 2006, **a.g.m.**’deki bu kabul Paul A. Gompers, Joy L. Ishii ve Andrew Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices” **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 118, No. 1, February 2003, ss. 107-155’e dayanmaktadır.
- ¹⁷⁹ Securities and Exchange Commission, Final Rule, Release Number 33-8183 **Strengthening the Commission's Requirements Regarding Auditor Independence** - <http://www.sec.gov/rules/final/33-8183.htm> (Erişim: 27 Ekim 2009)
- ¹⁸⁰ **Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006** on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC and repealing Council Directive 84/253/EEC; ayrıca ve bağımsızlık konusunda daha ayrıntılı bir yaklaşım olarak, Commission Recommendation of 16 May 2002, **Statutory Auditors’ Independence in the EU: A Set of Fundamental Principles**, 2002/590/EC.
- ¹⁸¹ Hillel Black, **The Watchdogs of Wall Street – Wall Street and the Security Markets**, Arno Press, New York, 1975 (1962 tarihli ilk kitabın aynı basımıdır.) s. 14.
- ¹⁸² Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹⁸³ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹⁸⁴ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ¹⁸⁵ <http://online.wsj.com> (Erişim: 12.05.2011)
- ¹⁸⁶ Ali Osman Gürbüz, “Kurumsal Yönetim: Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler”, **İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, 7. Muhasebe Denetimi Sempozyumu**, 20-24 Nisan 2005, Antalya/Belek’te sunulan bildiri. <http://www.ismmmo.org.tr/SEMPOZYUM.asp?id=1125>, s. 1.
- ¹⁸⁷ Blair, 1995, **a.g.e.**, s. 69.
- ¹⁸⁸ Blair, 1995, **a.g.e.**, ss. 61-76
- ¹⁸⁹ Pay sahibinin sesini duyurabilmesi ile ilgili yaklaşım Albert O. Hirschman, **Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Declines in Firms, Organizations, and States**, Harvard University Press, 1970’e dayanmaktadır.

-
- ¹⁹⁰ Gürbüz, 2005, **a.g.m.**, s. 16.
- ¹⁹¹ Seward, 1990, **a.g.m.**
- ¹⁹² Adam B. Ashcraft ve Til Schuermann, "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit", **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 318**, March 2008.
- ¹⁹³ Campbell, 1987, **a.g.m.**, ss. 418-419.
- ¹⁹⁴ http://www.tepav.org.tr/tur/admin/dosyabul/upload/2007_08_Kuresel_Finans_Krizi_ve_Turkiye.pdf 10 Kasım 2008, (Erişim: 13.11.2008)
- ¹⁹⁵ Steven L. Schwarz, "The Alchemy of Asset Securitization", **Stanford Journal of Law, Business & Finance**, Vol. 1, 1994, ss. 133-154.
- ¹⁹⁶ Schwarz 1994, **a.g.m.**
- ¹⁹⁷ Andrei Shleifer ve Robert W. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control", **Journal of Political Economy**, Vol. 94, No. 3, ss. 461-488.
- ¹⁹⁸ Sanford J. Grossman ve Oliver D. Hart, "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", **The Bell Journal of Economics**, Vol. 11, Spring 1980, ss. 42-64.
- ¹⁹⁹ Grossman ve Hart, 1980, **a.g.m.**
- ²⁰⁰ Shleifer ve Vishny, 1986, **a.g.m.**, s. 462.
- ²⁰¹ Shleifer ve Vishny, 1986, **a.g.m.**, ss. 463-471.
- ²⁰² Shleifer ve Vishny, 1986, **a.g.m.**, ss. 474-477.
- ²⁰³ Albert O. Hirschman, **Exit, Voice, and Loyalty – Responses to Decline in Firms, Organizations, and States**, Harvard University Press, Cambridge, 1970.
- ²⁰⁴ Hirschman'ın yaklaşımı aşağıda Bölüm 3.4.3'te ele alınmaktadır.
- ²⁰⁵ Shleifer ve Vishny, 1986, **a.g.m.**, s. 477.
- ²⁰⁶ Ernst Maug, "Large Shareholders as Monitors: Is There a Tradeoff between Liquidity and Control?", **Journal of Finance**, Vol. LIII, No. 1, 1998, ss. 65-98.
- ²⁰⁷ Maug, 1998, **a.g.m.**
- ²⁰⁸ Maug, 1998, **a.g.m.**
- ²⁰⁹ Stephen L. Nesbitt, 1994, "Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the CalPERS Effect", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 6, ss. 75-80; Michael P. Smith, 1996, "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS", **Journal of Finance**, Vol. 51, ss. 227-252; Stuart L. Gillan ve Laura T. Starks, 1995, "Relationship Investing and Shareholder Activism by Institutional Investors", **Working Paper**, University of Texas at Austin; Sunil Wahal, 1996, "Pension Fund Activism and Firm Performance", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 31, ss. 1-23; Gordon, Lilli A. ve John Pound, 1993, "Information, Ownership Structure, and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder Sponsored Corporate Governance Proposals", **Journal of Finance**, Vol. 48, ss. 697-718; Leleux, Benoit, Theo Vermaelen ve Saugata Banerjee, 1995, "Large Shareholdings and Corporate Control: An Analysis of Stake Purchases by French Holding Companies", **Working Paper**, INSEAD; Brickley, J. A., R. C. Lease ve C. W. Smith, Jr., 1988, "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments" **Journal of Financial Economics**, Vol. 20, ss. 1997-2087.
- ²¹⁰ Edmans, Alex ve Gustavo Manso, 2009, "Governance Through Exit and Voice: A Theory of Multiple Blockholders", Sept. 16, 2009, <http://www.mit.edu/~manso/mb.pdf>
- ²¹¹ Benston ve Smith, 1976, **a.g.m.**
- ²¹² Baskin 1988, **a.g.m.**, s. 215
- ²¹³ Holmström ve Tirole, 1997, **a.g.m.**, s. 689.
- ²¹⁴ Repullo ve Suarez, 1998, **a.g.m.**
- ²¹⁵ Repullo ve Suarez, 1998, **a.g.m.**
- ²¹⁶ Almanya'da kurumsal yönetim ve bu bağlamda şirket kontrolü konusu için Mary A. O'Sullivan, **Contests for Corporate Control – Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany**, Oxford University Press, New York, 2001, Bölüm 7 ve 8'e başvurulabilir.
- ²¹⁷ Peter Dodd, "The Market for Corporate Control: A Review of the Evidence", **The Revolution in Corporate Finance**, Ed. Joel M. Stern ve Donald H. Chew, Jr, Basil Blackwell Ltd., Büyük Britanya, 1986 içinde ss. 343-356.
- ²¹⁸ Berle ve Means, 1932, **a.g.e.**
- ²¹⁹ Jensen, 1986, **a.g.m.**
- ²²⁰ Herman, 1981, **a.g.e.**, s. 17.
- ²²¹ Herman 1981, **a.g.e.**, s. 20.
- ²²² Franco Modigliani ve Merton Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", **The American Economic Review**, Vol. 53, No. 3, June 1963, ss. 433-443.
- ²²³ Stewart Myers, "Capital Structure", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 15, No. 2, Spring 2001, ss. 81-102.
- ²²⁴ Myers, 2001, **a.g.m.**
- ²²⁵ James C. Van Horne, **Financial Management and Policy**, Prentice-Hall, Inc. New Jersey, 2002, 12th ed, ss. 260-61.

- ²²⁶ Merton H. Miller ve Kevin Rock, 1985, "Dividend Policy under Asymmetric Information", **The Journal of Finance**, Vol. XL, No. 4, September, ss. 1031-1051.
- ²²⁷ Michael J. Barclay ve Clifford W. Smith, "The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 17, No. 1, Winter 2005, ss. 8-17.
- ²²⁸ Milton Harris ve Artur Raviv, "The Theory of Capital Structure", **The Journal of Finance**, Vol. 46, No. 1, 1991, ss. 297-355.
- ²²⁹ Stewart Myers ve N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have", **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, 1984, ss. 187-221.
- ²³⁰ Harris ve Raviv, 1991, **a.g.m.**
- ²³¹ Baskin 1988, **a.g.m.**
- ²³² Amy Dittmar ve Anjan Thakor, "Why Do Firms Issue Equity?", **The Journal of Finance**, Vol. LXII, No. 1, February 2007, ss. 1-54.
- ²³³ Berle ve Means, 1932, **a.g.e.**; Baskin, 1988, **a.g.m.**
- ²³⁴ Baskin 1988, **a.g.m.**
- ²³⁵ Baskin 1988, **a.g.m.** ve ayrıca http://en.wikipedia.org/wiki/East_India_Company, (Erişim: 16.12.2010)
- ²³⁶ Baskin 1988, **a.g.m.**
- ²³⁷ Baskin 1988, **a.g.m.**
- ²³⁸ Adam Smith, **Ulusların Zenginliği**, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 2006, Çeviren: Haldun Derin, s. 827.
- ²³⁹ Akerlof, 1970, **a.g.m.**
- ²⁴⁰ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁴¹ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁴² William, Bratton, "Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn", **Journal of Corporation Law**, Spring 2001, ss. 737-770
- ²⁴³ Bu konuda bir özet okuma için Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Beta Basım, İstanbul, 2000, s. 289 vd.'na başvurulabilir.
- ²⁴⁴ Arslan Kaya, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2001, Ankara.
- ²⁴⁵ Kaya, 2001, **a.g.e.**, s. 7-9.
- ²⁴⁶ Dow Votaw, (**Modern Corporations**, Prentice-Hall, 1965)'den **aktaran** Margaret M. Blair, **Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century**, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1995, s. 96.
- ²⁴⁷ S. J. Prais, **The Evolution of Giant Firms in Britain: A Study of the Growth of Concentration in Manufacturing Industry in Britain, 1909-70**, Cambridge University Press, Cambridge, 1976'dan **aktaran** Dennis C. Mueller, **The Modern Corporation: Profits, Power, Growth and Performance**, Harvester Press Publishing Group, UK, 1986, s. 264.
- ²⁴⁸ Dennis C. Mueller, **The Modern Corporation: Profits, Power, Growth and Performance**, Harvester Press Publishing Group, UK, 1986.
- ²⁴⁹ Mueller, burada, Albert O. Hirschman'ın 1970 tarihli **Exit, Voice, and Loyalty** adlı kitabına gönderme yapmaktadır.
- ²⁵⁰ Mueller, 1986, **a.g.e.**, ss.15-36.
- ²⁵¹ Mueller, 1986, **a.g.e.**, ss. 37-51.
- ²⁵² Adolf Berle ve Gardiner Means, **The Modern Corporation & Private Property**, Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, 1932, (2007 yılında yapılan 9. tıpkı basımı)
- ²⁵³ Fama ve Jensen, 1983, **a.g.m.**
- ²⁵⁴ Robin Marris, **The Economic Theory of Managerial Capitalism**, Free Press, Glencoe, Ill, USA, 1964.
- ²⁵⁵ Manne, 1965, **a.g.m.**
- ²⁵⁶ Blair, 1995, **a.g.e.**
- ²⁵⁷ Berle ve Means, 1932, **a.g.e.**
- ²⁵⁸ Berle ve Means, 1932, **a.g.e.**, ss. 18-64.
- ²⁵⁹ Berle ve Means, 1932, **a.g.e.**, s. 66.
- ²⁶⁰ Berle ve Means, 1932, **a.g.e.**, ss. 67-111.
- ²⁶¹ Baskin, 1988, **a.g.m.**
- ²⁶² Edward S. Herman, **Corporate Control, Corporate Power – "A Twentieth Century Fund Study"**, Cambridge University Press, Cambridge, UK.1981. s. 6.
- ²⁶³ Herman,1981, **a.g.e.**
- ²⁶⁴ Kaya, 2001, **a.g.e.**, s. 1
- ²⁶⁵ Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, İstanbul, 2005, N. 467
- ²⁶⁶ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁶⁷ Mueller, 1986, **a.g.e.**
- ²⁶⁸ Mueller, 1986, **a.g.e.**, ss. 15-36.
- ²⁶⁹ Mueller, 1986, **a.g.e.**, s. 30.

-
- ²⁷⁰ Fama ve Jensen, 1983, **a.g.m.**
- ²⁷¹ Fama ve Jensen, 1983, **a.g.m.**, s. 16.
- ²⁷² Herman , 1981, **a.g.e.**, Bölüm 2’ye gönderme yapılmaktadır.
- ²⁷³ Fama ve Jensen, 1983, **a.g.m.**, s. 19.
- ²⁷⁴ Herman , 1981, **a.g.e.**
- ²⁷⁵ Julian Franks, Colin Mayer, Paolo Volpin ve Hannes F. Wagner, “The Life Cycle of Family Ownership: A Comparative Study of France, Germany, Italy and the U.K.”, 19 April 2009, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1102475 (Erişim: 02.10.2009)
- ²⁷⁶ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁷⁷ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁷⁸ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁷⁹ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**; Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ²⁸⁰ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁸¹ Diamond, 1994, **a.g.m.**
- ²⁸² Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁸³ Fama ve Jensen, 1983, **a.g.m.**
- ²⁸⁴ Fama ve Jensen, 1983, **a.g.m.**, s.11.
- ²⁸⁵ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ²⁸⁶ Fama ve Jensen, 1983, **a.g.m.**
- ²⁸⁷ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ²⁸⁸ Fama ve Jensen, 1983, **a.g.m.**
- ²⁸⁹ Fama ve Jensen, 1983, **a.g.m.**
- ²⁹⁰ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ²⁹¹ Blair, 1995, **a.g.e.**, s. 45.
- ²⁹² Herman, 1981, **a.g.e.**, s. 7
- ²⁹³ Bu bilgiyi (Herman, 1981, **a.g.e.**, s. 7) Edwin P. Hoyt, Jr., **The Guggenheims and the American Dream**, New York, Funk & Wagnals, 1967, ss. 193-194’ten aktarmaktadır.
- ²⁹⁴ Bu konudaki çalışmalar hakkında kısa bilgi ve bu çalışmalara referanslar için Michael C.Jensen ve Richard S. Ruback, “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, 1983, ss. 5-50; Blair, 1995, **a.g.e.**; Karen H. Wruck, “Private Equity, Corporate Governance, and the Reinvention of the Market for Corporate Control”, **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 20, No. 3, Summer 2008, ss. 8-21’e başvurulabilir.
- ²⁹⁵ Grossman ve Hart, 1980, **a.g.m.**, s.43.
- ²⁹⁶ Manne, 1965, **a.g.m.**
- ²⁹⁷ Manne, 1965, **a.g.m.**
- ²⁹⁸ Manne, 1965, **a.g.m.**
- ²⁹⁹ Viral V. Acharya, Julian Franks ve Henri Servaes, “Private Equity: Boom and Bust?”, **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 19, No. 4, Fall 2007, ss. 1-10; Wruck, 2008, **a.g.m.**
- ³⁰⁰ “More or less equal”, A Special Report on the Rich, **The Economist**, April 2nd, 2009.
- ³⁰¹ Wruck, 2008, **a.g.m.**
- ³⁰² Seward, 1990, **a.g.m.**
- ³⁰³ Besanko ve Kanatas, 1993, **a.g.m.**
- ³⁰⁴ Tadesse, 2004, **a.g.m.**
- ³⁰⁵ Bengt Holmström ve Jean Tirole, 1993, “Market Liquidity and Performance Monitoring” **Journal of Political Economy**, Vol. 101, ss. 678-709.
- ³⁰⁶ Maug, 1998, **a.g.m.**
- ³⁰⁷ Aras, 1996, **a.g.e.**, ss. 189-190.
- ³⁰⁸ Herman, 1981, **a.g.e.**, s. 22.
- ³⁰⁹ Michael C. Jensen, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, **American Economic Review**, Vol. 76, No. 2, 1986, ss. 323-329.
- ³¹⁰ Jensen, 1986, **a.g.m.**
- ³¹¹ Jensen, 1986, **a.g.m.**
- ³¹² Gary Gorton ve Andrew Winton, Financial Intermediation, **The Wharton School Center for Financial Institutions Working Paper**, No 02-28, March 2002.
- ³¹³ Sermaye piyasasında yatırımcıların korunması konusunda Türkçe’deki iki temel çalışma olarak, **Saim Kılıç, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması – Güvence Fonları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No. 95, Ankara, 1997; Cemal Küçüksözen, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması – Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 131, Ankara 1991’e başvurulabilir.
- ³¹⁴ Diamond, 1994, **a.g.m.**
- ³¹⁵ Diamond, 1994, **a.g.m.**
- ³¹⁶ Diamond, 1994, **a.g.m.**

-
- ³¹⁷ Diamond, 1994, **a.g.m.**
- ³¹⁸ Diamond, 1994, **a.g.m.**
- ³¹⁹ Diamond, 1994, **a.g.m.**, s. 30-31.
- ³²⁰ Diamond, 1994, **a.g.m.**, s. 32-34.
- ³²¹ Herman, 1981, **a.g.e.**, s. 37
- ³²² Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**; Herman, 1981, s. 98-106.
- ³²³ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ³²⁴ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ³²⁵ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ³²⁶ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ³²⁷ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ³²⁸ Seward, 1990, **a.g.m.**
- ³²⁹ Jensen ve Meckling, 1976, **a.g.m.**
- ³³⁰ Ashcraft ve Schuermann, 2008, **a.g.m.**
- ³³¹ “The End of Wall Street”, **The Wall Street Journal – Europe**, Sept. 24, 2008 s. 15; Alan Reynolds, “‘Wall Street’ No Longer Exists”, **Ibid**, s. 17.
- ³³² **The Wall Street Journal - Europe**, Sept. 19-21, 2008; Sept. 22, 2008; Sept 23, 2008; **Financial Times**, Sept. 19, 2008; Sept. 20, 2008; Sept. 22, 2008.
- ³³³ Allen ve Santomero, 1998, **a.g.m.**
- ³³⁴ Fligstein, 1990, **a.g.e.**; Blair, 1995, **a.g.e.**
- ³³⁵ Marshall E. Blume, Jeremy J. Siegel ve Dan Rottenberg, **Revolution on Wall Street – The Rise and Decline of the New York Stock Exchange**, W.W. Norton & Company, New York, 1993.
- ³³⁶ Allen ve Santomero, 1998, **a.g.m.**
- ³³⁷ Merton, 2003, **a.g.m.**
- ³³⁸ Allen ve Santomero, 1998, **a.g.m.**
- ³³⁹ Robert C. Merton, “Thoughts on the Future: Theory and Practice in Investment Management”, **Financial Analysts Journal**, January/February 2003, ss. 17-23.
- ³⁴⁰ Örneğin, “Behind AIG’s Fall, Risk Models Failed to Pass Real-World Test”, **The Wall Street Journal Online**, 31 October, 2008.
- ³⁴¹ Gary, Gorton, The Panic of 2007, **Prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hall Conference**, August 2008, <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2008/Gorton.08.04.08.pdf> (Erişim: 03.11.2008); “The Subprime Panic”, **National Bureau of Economic Research Working Paper 14398**, October.
- ³⁴² L. Gordon Cravitz, “The Father of Portfolio Theory on the Crisis – Harry Markowitz says valuation is the critical step”, **The Wall Street Journal Online**, 03 November, 2008.
- ³⁴³ Baskin, 1988, **a.g.m.**
- ³⁴⁴ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ³⁴⁵ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ³⁴⁶ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Markets in Financial Instrument (MiFID Directive), Annex II.
- ³⁴⁷ SEC Rule 501 of Regulation D under the Securities Act of 1933. (www.sec.gov)
- ³⁴⁸ Diamond, 1984, **a.g.m.**
- ³⁴⁹ Berle ve Means, 1932, **a.g.e.**, s. 66
- ³⁵⁰ Mine Uğurlu, “Agency Costs and Corporate Control Devices in the Turkish Manufacturing Industry”, **Journal of Economic Studies**, Vol. 27, No. 6, 2000, pp. 566-599.
- ³⁵¹ Jensen, 1986, **a.g.m.**
- ³⁵² Google arama motorunda yapılacak bir tarama serbest nakit akımı (free cash flow) yaklaşımının yaygın kullanımı konusunda bir fikir verecektir. Ayrıca, Zvi Bodie, Alex Kane ve Alan J. Marcus, **Investments**, International Edition, 6th Ed., Singapore, 2005, ss.634-636, James C. Van Horne, **Financial Management and Policy**, 12th Edition, USA, 2001, ss.152-154, **Corporate Finance and Portfolio Management**, CFA Program Curriculum, Volume 4, CFA Institute, USA, 2008, s. 45 bu yöntemin uygulamada bir analiz yöntemi olarak kabul gördüğünü gösteren kaynaklara örnektir.
- ³⁵³ Jensen, 1986, **a.g.m.**
- ³⁵⁴ Bu konuda öncül çalışmalar olarak Bhattacharya (1979) ve Easterbrook (1984)’a başvurulabilir.
- ³⁵⁵ Baskin, 1988, **a.g.m.**
- ³⁵⁶ Jensen, 1986, **a.g.m.**
- ³⁵⁷ Tarihteki büyük finansal balonlar ve çılgınlıklarla ilgili olarak, Charles Mackay ve Joseph de la Vega tarafından 1930’larda yazılmış olan ve hala baskıları yapılmaya devam eden **Extraordinary Popular Delusions and Madness of Crowds** adlı kitap okunabilir. Türkçe baskısı: **Olağanüstü Kitlel Yanılgılar ve Kalabalıkların Çılgınlığı & Karışıklığın Karmaşası**, Scala Yayıncılık / Borsa – Yönetim Dizisi, Çevirenler: Ali Perşembe ve Levent Cinemre, İstanbul, 2000.
- ³⁵⁸ <http://www.sec.gov/edgar.shtml>
- ³⁵⁹ <http://www.fsa.gov.uk/pages/Doing/Regulated/Returns/IRR/gabriel/index.shtml>

³⁶⁰ <http://www.kap.gov.tr>

³⁶¹ Şirket değerlemesi konusunda klasik ve modern yaklaşımları içeren kapsamlı bir çalışma olarak Gürbüz ve Erginçan'ın "Şirket Değerlemesi" başlıklı kitaplarına başvurulabilir.

³⁶² Repullo ve Suarez, 1998, **a.g.m.**

³⁶³ Securities and Exchange Commission, *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*, 17 CFR Parts 240, 243, and 249, <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm> (Erişim: 26.02.2010)

³⁶⁴ Örnek olarak şu çalışmalara başvurulabilir: Armando Gomes, Gary Gorton ve Leonardo Madureira, "SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and the Cost of Capital", **NBER Working Paper 10567**, June 2004, <http://www.nber.org/papers/w10567>; Partha S. Monharam ve Shyam V. Sunder, "How Regulation FD Affected the Operations of Financial Analysts?", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 23 No: 2, Summer 2006, ss. 491-525.

³⁶⁵ Tadesse, 2004, **a.g.m.**

³⁶⁶ Bengt Holmström ve Jean Tirole, 1993, "Market Liquidity and Performance Monitoring" **Journal of Political Economy**, Vol. 101, ss. 678-709.

³⁶⁷ Maug, 1998, **a.g.m.**

³⁶⁸ Bu konuda, örnek olarak, B. Burçin Yurtoğlu, "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", **Empirica**, 2000, Vol. 27, Iss. 2, s. 193'e başvurulabilir.

³⁶⁹ Hirschman, 1970, **a.g.e.**

³⁷⁰ Edmans ve Manso, 2009, **a.g.m.**

³⁷¹ Türk şirketler hukukunda azlık hakları için bakınız, Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Arıkan Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 2005, 10. Tıpkı Basım, N.753 ve devamı.

³⁷² (Herman, 1981, **a.g.e.**, s. 8), bu yaklaşımını Thorstein Veblen, **Absentee Ownership**, New York, B. W. Huebsch, 1923, ss. 331-332 ve 338-341'e dayandırmakta ve buradan alıntı yapmaktadır.

³⁷³ Güç boşluğu konusunda ayrıntılı okuma için Prof. Dr. Ünal TEKİNALP, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları**, İ.Ü. İşletme Fakültesi Yayın No. 92, Formül Matbaası, İst. 1979'a ve ayrıca Prof. Dr. Ünal TEKİNALP, "Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Oluşan "Güç Boşluğu" Sorununa İlişkin Çeşitli Çözümler, Öneriler ve Eleştirisi" **Kubalı'ya Armağan, Mukayeseli Hukuk Araştırmaları Dergisi (Özel Sayı)**, Yıl. 8, Sayı 11, İstanbul 1974, s. 467 v.d.'na başvurulabilir.

³⁷⁴ Aglietta ve Breton, 2001, **a.g.m.**

³⁷⁵ Joseph E. Stiglitz, "The Theory of "Screening", Education, and the Distribution of Income", **The American Economic Review**, Vol. 65, No: 3, June 1975, ss. 283-300.

³⁷⁶ Jisoon Lee, "An Economic Analysis of the Screening Industry", **Seoul Journal of Economics**, Fall 2009, Vol. 22, No. 3, ss. 375-407.

³⁷⁷ Diamond, 1984, **a.g.m.**

³⁷⁸ Marcia H. Millon ve Anjan V. Thakor, "Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies", **The Journal of Finance**, Vol. XL, No. 5, December 1985, ss. 1403-1422.

³⁷⁹ Campbell ve Kracaw, 1980, **a.g.m.**

³⁸⁰ Ram T. S. Ramakrishnan ve Anjan V. Thakor, "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation", **Review of Economic Studies**, 1984, Vol. LI, ss. 415-432.

³⁸¹ Leland ve Pyle, 1977, **a.g.m.**

³⁸² Diamond, 1984, **a.g.m.**

³⁸³ Ramakrishnan ve Thakor, 1984, **a.g.m.**

³⁸⁴ Lee, 2009, **a.g.m.**

³⁸⁵ Leland ve Pyle, 1977, **a.g.m.**

³⁸⁶ Lee, 2009, **a.g.m.**, s. 389, 393.

³⁸⁷ Leland ve Pyle, 1977, **a.g.m.**

³⁸⁸ İMKB'nin bu uygulamasının hisse fiyatları üzerindeki etkileri konusundaki bir ilk çalışma için Oral Erdoğan ve Arı Yezegel'in "The News of No News in Stock Markets", **Quantitative Finance**, December 2009, Vol. 9, Issue 8, ss. 897-909, (<http://dx.doi.org/10.1080/14697680802415495>) makalesine bakınız.

³⁸⁹ http://www.ge.com/investors/shareholder_services.html (Erişim: 28.05.2009)

³⁹⁰ <http://www.arcelikas.com.tr/Cultures/tr-TR/Yatirimciliskileri/ImkbArcelik/?MENUID=2> (Erişim: 28.05.2009)