

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN BİLEŞENİ OLARAK
KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK: TÜRK SERMAYE
PİYASALARI**

Yüksek Lisans Tezi

Selen DERİN

Ankara, 2006

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN BİLEŞENİ OLARAK
KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK: TÜRK SERMAYE
PİYASALARI**

Yüksek Lisans Tezi

Selen DERİN

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Ercan BAYAZITLI**

Ankara, 2006

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	V
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

I.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI	6
I.2. TEORİK ÇERÇEVE	9
I.2.1. Vekalet Teorisi (Agency Theory)	10
I.2.2. İşlem Maliyetleri Teorisi (Transaction Cost Theory)	19
I.2.3. Menfaat Sahipleri Teorisi (Stakeholder Theory)	23
I.3. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ	27
I.3.1. Dışarıdakilerin Hakimiyetine Dayalı Kurumsal Yönetim Sistemleri	30
I.3.2. İçeridekilerin Hakimiyetine Dayalı Kurumsal Yönetim Sistemleri	32
I.3.3. Ülke Uygulamaları	36
I.3.3.1. İngiltere	36
I.3.3.2. ABD	39
I.3.3.3. Almanya	43
I.4. KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN ULUSLARARASI GİRİŞİMLER	45
I.4.1. OECD	46
I.4.2. Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı (The International Corporate Governance Network – ICGN)	47
I.4.3. Devletler Topluluğu Kurumsal Yönetim Birliği (The Commonwealth Association for Corporate Governance - CACG)	48
I.4.4. Avrupa Birliği	48
I.4.5. Global Kurumsal Yönetim Forumu (Global Corporate Governance Forum–GCGF)	49
I.5. KURUMSAL YÖNETİMİN TEMEL UNSURLARI	50
I.6. ZORUNLU YA DA GÖNÜLLÜ KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ	52

İKİNCİ BÖLÜM

KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIĞIN KURUMSAL YÖNETİMDEKİ ROLÜ

II.1. KURUMSAL YÖNETİM, ŞEFFAFLIK VE KAMUYU AYDINLATMA ARASINDAKİ İLİŞKİ	62
II.1.1. Şeffaflığın Tanımı	63
II.1.2. Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatmada Düzenlemelerin Yeri	66
II.1.3. Kurumsal Yönetim Sürecinde Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatma	69
II.2. ŞEFFAFLIĞI ARTIRMAYA YÖNELİK MEKANİZMALAR	73
II.2.1. Zorunlu Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri	74
II.2.2. Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları	76
II.2.3. Bağımsız Denetim	79
II.2.4. İç Kontrol ve Risk Yönetimi	82
II.2.5. Değerlendirme	83

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN BİLEŞENİ OLARAK ŞEFFAFLIK VE KAMUYU AYDINLATMA: TÜRK SERMAYE PİYASASI

III.1. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM	85
III.2. KAMUYU AYDINLATMA ESASLARI VE ARAÇLARI	87
III.3. KURUMSAL YÖNETİM VE ŞEFFAFLIK İLE İLGİLİ TÜRK SERMAYE PİYASALARINA DAİR YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR	90
III.3.1. SPK'nın Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi	90
III.3.2. Kurumsal Yönetim Forumu Türkiye ile Standard&Poors Şeffaflık Araştırması	92
III.3.3. İMKB Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi Başlıklı Çalışma (Aksu ve Köseadağ 2005)	94
III.3.4. Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası	95
III.3.5. OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme Komitesinin (Steering Group on Corporate Governance) Türkiye'ye İlişkin Pilot Çalışması (Taslak Halinde)	96

**III.4. SERMAYE PİYASALARINDA KURUMSAL YÖNETİMİN BİLEŞENİ OLARAK
ŞEFFAFLIK VE KAMUYU AYDINLATMAYA İLİŞKİN DÜZENLEME VE
UYGULAMALAR**

97

III.4.1 Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçları ile İlgili İlkeler	98
III.4.1.1. Kamuya Açıklanacak Bilginin Niteliğine İlişkin Olarak	98
III.4.1.1.1. Kamuyu Aydınlatmadan Sorumlu Yöneticiler	103
III.4.1.1.2. Kamuyu Aydınlatmadan Sorumlu Personel	107
III.4.1.1.3. Gizlilik	109
III.4.1.1.4. Muhasebe Politikaları ve Faaliyet Sonuçları	110
III.4.1.2. Bilgilendirme Politikası	111
III.4.1.3. Sermaye Piyasası Araçlarının Değerine Etki Etme İhtimali Olan Gelişmeler	113
III.4.1.4. Finansal Duruma ya da Faaliyetlere İlişkin Mevcut veya Potansiyel Değişiklikler	114
III.4.1.5. Kamuya Açıklama Tarihinden Sonra Ortaya Çıkan Gelişmeler	115
III.4.1.6. “Uy” veya “Açıkla” İlkesi	117
III.4.1.7. Kar Dağıtım Politikası ile İlgili Şeffaflık	118
III.4.1.8. Etik Kurallar	120
III.4.1.9. Yurtdışında Açıklanan Bilgilerin Duyurulması	120
III.4.1.10. Açıklanan Geleceğe Yönelik Bilgilerin Dayanakları	122
III.4.1.11. İnternet Sitesi	124
III.4.1.12. Diğer	127
III.4.2. Şirket ile Pay Sahipleri, Yönetim Kurulu Üyeleri ve Yöneticiler Arasındaki İlişkilerin Kamuya Açıklanmasına İlişkin İlkeler	127
III.4.2.1. Mülkiyet ve Kontrol Konularında Şeffaflık	127
III.4.2.2. Yapılan Alım Satım İşlemlerine İlişkin Şeffaflık	131
III.4.2.3. İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemlerde Şeffaflık	134
III.4.2.4. Oy Sözleşmeleri	138
III.4.3. Kamunun Aydınlatılmasında Periyodik Mali Tablo ve Raporlar	139
III.4.3.1. Mali Tablo ve Dipnotlarda Şeffaflık	139
III.4.3.2. Faaliyet Raporlarında Şeffaflık	140
III.4.4. Bağımsız Denetimin İşlevi	144
III.4.4.1. Bağımsızlık İlkesi	144
III.4.4.2. Rotasyon	147
III.4.4.3. Denetim ve Danışmanlık Faaliyetlerinin Ayrılması	148
III.4.5. Ticari Sır Kavramı ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti	150
III.4.5.1. Ticari Sır	150
III.4.5.2. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti	152
III.4.6. Kamuya Açıklanması Gereken Önemli Olay ve Gelişmeler	154

SONUÇ	155
KAYNAKÇA	162
EKLER	170

KISALTMALAR

Bağımsız Denetim Tebliği	: SPK'nun Seri: X No:16 sayılı Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliği
CGFT	: Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu (Corporate Governance Forum Turkey)
Hisse Senetleri Tebliği	: SPK'nun Seri: I No:26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği
IASB	: Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (International Accounting Standards Board)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Muhasebe Standartları Tebliği	: SPK'nun Seri: XI No:25 sayılı Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Teşkilatı (Organization for Co-operation and Development)
Özel Haller Tebliği	: SPK'nun Seri: VIII No:39 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn.	: Sermaye Piyasası Kanunu
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
Uyum Raporu ya da KYUR	: Kurumsal Yönetim Uyum Raporu

GİRİŞ

Son yıllarda uluslararası finansal piyasalarda yaşanan krizlerin arkasında yatan en önemli nedenlerden birinin ülkelerin ve şirketlerin kurumsal yönetim politikalarının yetersizliği olduğunun ortaya çıkması ile kurumsal yönetim kavramının önemi giderek artmıştır. Bunun sonucunda kurumsal yönetim kavramı geçtiğimiz yıllar içerisinde ülkelerin, piyasaların ve şirketlerin şeffaflığının geliştirilmesinde kilit bir olgu haline gelmiştir.

Teknolojik gelişmeler ve küreselleşme sonucu ortaya çıkan yeni piyasalarda finansal araçlarda çeşitlilik artmakta ve artan rekabet sonucu piyasalar yeniden yapılanarak uluslararası entegrasyona girmektedirler. Bu yapı içerisinde, günümüzde uluslararası fon yöneticileri, gelişmekte olan ülkelere veya bu ülkelerde faaliyet gösteren şirketlere yatırım yaparken artık finansal performans kadar kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini de gözetir hale gelmişlerdir.

Uluslararası kurumsal yönetim yaklaşımlarının hemen hepsinde şeffaflık, hesap verebilirlik, eşitlik ve sorumluluk temel kavramlar olarak yer almaktadır.

Gerek OECD tarafından yayımlanan gerekse ülkemizde SPK'nın yayımlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri içerisinde yer alan “kamunun aydınlatılması ve şeffaflık” ilkesi, şirketlerin pay sahiplerine yönelik bilgilendirme politikalarını oluşturmak üzerine kurulmuş olup, şirketlerin finansal durumu, performansı, ortaklık yapısı ve diğer maddi koşullar hakkında tüm pay sahiplerinin zamanında ve doğru bilgilendirilmesi bu ilkenin gereğidir.

Finansal piyasalar, tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesindeki aracılık fonksiyonu nedeniyle ülkelerin ekonomileri içinde farklı bir yer ve öneme

haizdir. Gerek dolaylı finansman mekanizması ile çalışan bankacılık sektörü, gerekse doğrudan finansman mekanizması ile çalışan sermaye piyasaları bu bağlamda ülke ekonomisi için temel piyasalardır. Özellikle doğrudan finansman mekanizmasının geçerli olduğu yani fon sunan birimlerin fonların dağılımı ile ilgili kararları doğrudan kendilerinin verdikleri sermaye piyasalarında, piyasanın etkin işleyebilmesi bakımından “bilgi”nin özel bir önemi vardır. Bu piyasalarda asimetrik bilgi probleminin varlığı “ahlaki risk (moral hazard)” ve “ters seçim (adverse selection)” problemlerini de beraberinde getirmektedir. Piyasadaki bilgi asimetrisini gidermenin temel yolu, yatırım kararlarının verilmesi sürecinde kullanılmasını teminen nitelikli ve yeterli bilginin piyasa katılımcılarına sunulmasıdır. Bu noktada kurumsal yönetim ilkelerinden biri olarak “şeffaflık ve kamuyu aydınlatma” sermaye piyasaları için ayrı bir önem kazanmaktadır.

Ancak sadece faaliyet sonuçlarına ilişkin bilginin açıklanması, gerek pay sahipleri, gerek menfaat sahipleri grubunun tüm üyeleri ve gerekse potansiyel yatırımcılar için kontrol ve karar verme süreci açısından yeterli değildir. Şeffaflık taleplerinde bugün artık finansal bilgilerle birlikte şirketin temel amaçlarının, politika ve uygulamalarının da kamuya açıklanması da beklenmektedir. Faaliyet sonuçlarına ilişkin periyodik bilgilerin yanı sıra bu tür bilgilerin de piyasaya taşınması şeffaflığın arttırılması için vazgeçilmez bir unsurdur.

Etkin bir kurumsal yönetim bugün artık mülkiyet ve yönetim yapılarında şeffaflık olarak adlandırılabilen ikinci bir tür şeffaflığı daha gerektirmektedir. Dolayısıyla, bugünkü bakış açısı şeffaflığı daha dinamik bir süreç olarak ele almakta ve şeffaflığın bu yeni konsepti de daha aktif bir hareket tarzı gerektirmekte ve şirketlere yeni sorumluluklar yüklemektedir.

İşte bu yüzden OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin belirlediği çerçeve sadece operasyonel ve finansal sonuçlarla ilgili değil, aynı zamanda şirketin amaçları, ortaklık yapısı, yönetim kurulu üyeleri ve üst yöneticileri ile bunlara sağlanan mali haklar, ilişkili taraflarla yapılan işlemler, yönetim ve iç kontrol yapısı hususlarında da doğru ve zamanında açıklama yapılmasını istemektedir. Ayrıca menfaat sahipleri ve kurumsal sosyal amaçlar hakkında açıklama yapılması da istenen düzeyde şeffaflık sağlanması için gereken unsurlar arasında yer almaktadır. Bu süreçte ülkelerin düzenleyici otoriteleri de kurumsal yönetim reformunun bir numaralı önceliği olarak şeffaflığa ilişkin kuralları düzenlemektedir.

Türkiye’de ise Kurumsal Yönetim İlkeleri SPK tarafından dünyadaki uygulamalara paralel olarak, başta 1999 yılında yayımlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olmak üzere dünyada benimsenmiş esaslar ve ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınarak hazırlanarak ilk kez 2003 yılında yayımlanmış, daha sonra yaşanan gelişmeler doğrultusunda Şubat 2005’te revize edilmiştir.

Bu çerçevede, çalışmamızda SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim Rehberi’nin şeffaflığa ilişkin ilkeleri baz alınmak suretiyle bir taraftan şeffaflığa ilişkin kurumsal yönetim ilkelerinin sermaye piyasası mevzuatı ile sınırlı olmak kaydıyla yasal bir zorunluluk olarak düzenlenip düzenlenmediği, dolayısıyla “uy ya da açıkla” ilkesi gereğince benimsenen “kısmen zorunlu” kurumsal yönetim sistemi tercihinin temelde ne kadarının yasal olarak bağlayıcı diğer düzenlemeler ile kapsandığı ve ilklerin getirdiği esaslar sermaye piyasası mevzuatı kapsamında düzenlenmiş ise nerelerde düzenlendiği ve bu doğrultuda

şeffaflığı artırmaya yönelik mekanizmaların Türk sermaye piyasalarında ne kadar mevcut olduğunun ortaya konması amaçlanmıştır.

Bu amaç doğrultusunda çalışmamızın ilk bölümünde kurumsal yönetim kavramı, kavrama ilişkin teorik çerçeve ile içeridekilerin ve dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemleri incelenmiş, konuya ilişkin başlıca uluslararası girişimlere ve kurumsal yönetim uygulamaları bakımından örnek olma özelliği taşıyan İngiltere, Amerika ve Almanya'daki temel gelişmelere yer verilmiş ve nihayet kurumsal yönetime ilişkin sistem tercihinin zorunlu mu gönüllü mü olması gerektiğine dair tartışmalar, zorunlu ve gönüllü sistemlerin avantaj ve dezavantajları ile birlikte ele alınmak suretiyle optimal sistem tercihinin ne olması gerektiği tartışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümüne kavram olarak şeffaflığın tanımlanması ile başlanmış ve takiben kurumsal yönetim sürecinde şeffaflık ve kamuyu aydınlatmanın rolü tartışılarak, şeffaflığı artırmaya yönelik mekanizmalar olarak zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, muhasebe ve finansal raporlama standartları, bağımsız denetim ve iç kontrol ve risk yönetimi konuları vurgulanmıştır.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise öncelikle Türkiye'de kurumsal yönetim alanında yaşanan gelişmelere ve kamuyu aydınlatma esas ve araçlarına değinilmiş, takiben ilk kez 2003 yılında SPK tarafından yayımlanarak kamuya duyurulan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin uygulanmaya başlanmasından bu yana özellikle kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi ile ilgili olarak yapılmış bazı çalışmalara ve bu çalışmaların sonuçlarına yer verilmiş, SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim Rehberi'nin şeffaflığa ilişkin ilkeleri baz alınmak

suretiyle bir taraftan şeffaflığa ilişkin kurumsal yönetim ilkelerinin sermaye piyasası mevzuatı ile sınırlı olmak kaydıyla yasal bir zorunluluk olarak düzenlenip düzenlenmediği ve düzenlendi ise nerelerde düzenlendiğinin incelenmiş ve kamuyu aydınlatma ve şeffaflık başlıklı bölümünde yer alan ilkeler ile belirlenen temel hususlardan, özellikle finansal olmayan alanlarda vurgulanan daha fazla şeffaflık talebinin karşılanabilmesi ve konuya ilişkin temel yasal çerçevenin tamamlanması bakımından yasal düzenlemelere konu olması gerektiğine inanılan önerilere yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

I.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI

Kurumsal yönetim 1980'lerden itibaren global finansal piyasaların gündeminde en çok kullanılan kavramlardan biri olarak giderek artan bir önem kazanmıştır.

Kurumsal yönetim kavramı ilk olarak Amerika'da gündeme gelmiş, daha sonra İngiltere'de tartışılmaya başlanmış ve 1990'lı yıllardan itibaren de tüm dünyada en önemli tartışma konularından biri haline gelmiştir. (Paslı 2004: 13) Amerikan ve İngiliz piyasalarında özellikle son yirmi yıldır gündemde olan kurumsal yönetim kavramı, bu dönemde yaşanan finansal krizlerin de net olarak gösterdiği artan uluslararası bağımlılık nedeniyle giderek daha fazla önem kazanmış ve gerek Amerika'da, gerek İngiltere başta olmak üzere tüm Kıta Avrupası ülkelerinde ve gerekse Asya'da ciddi teorik çalışmalara, düzenlemelere ve uygulamalara konu olmuştur. Günümüzde artık uluslararası kurumsal yatırımcılar, yatırım yapacakları şirketleri ve ülkeleri seçerken en az mali performans kadar kurumsal yönetim uygulamalarının varlığını da sorgular olmuşlardır.

Kavram için genel kabul görmüş tek bir tanım yapmak mümkün değildir. Doğal olarak ilgili ülkenin gelişmişlik düzeyine, mali piyasalarının yapısına, hukuki ve teknik altyapısına göre değişen pek çok tanımdan söz etmek mümkündür. Aşağıda Tablo 1'de çeşitli ülkelere ait kurumsal yönetim tanımlarına yer verilmiştir.

Tablo 1: Kurumsal Yönetim Tanımları

Tanım	Kaynak
Kurumsal Yönetim, şirketlerin kontrol edildiği ve yönlendirildiği bir sistemdir.	İngiltere, Cadbury Raporu
Kurumsal yönetim, bir şirketi yönetmek ve kontrol etmek için uygulanan kurallar bütünüdür ifade eder.	Belçika, Cardon Raporu
Kurumsal yönetim bir şirketin yönetiminde esas alınan amaçları ve şirketin yönetim organları, sahipleri ve şirket tasarrufları ile işlerinden doğrudan etkilenen diğer taraflar (bu bağlamda şirketle ilgili tüm menfaat sahiplerini ifade etmektedir) arasındaki etkileşimi düzenleyen temel ilke ve çerçevelerdir. Menfaat sahipleri, alacaklıları, tedarikçileri, müşterileri ve şirketin içinde faaliyet gösterdiği yerel topluluğu kapsar.	Danimarka, Norby Raporu & Öneriler
Şirketlerin yönetim ve denetimine esas olan kurallar seti anlamında “kurumsal yönetim, her ekonomi ve hukuk sistemi tarafından geliştirilen normlar, gelenekler (teamüller) ve davranış biçimlerinin sonucudur.	İtalya, Preda Raporu
Kurumsal yönetim kavramı şirketle bağlantılı kişilere yönelik ..., sağlam bir yönetim ve uygun denetimi ve tüm menfaat sahiplerinin tatminkar ölçüde dengeli söz sahibi olmalarını sağlayacak şekilde, yetki, görev ve sorumluluklarının ayrılmasına yönelik kurallar setinden oluşan bir	Hollanda, Peters Raporu, Bölüm 1.2

davranış kodu olarak anlaşılmıştır.	
Kurumsal yönetim, borsada kayıtlı şirketlerin yönetimi ve denetiminde uygulanan kurallar ve prosedürler sistemini tanımlamak için kullanılmaktadır.	Portekiz Sermaye Piyasası Komisyonu Önerileri, Giriş, Portekiz
Kurumsal yönetim, şirket yönetimi ve gözetimine yönelik fiili ve yasal düzenleyici çerçeveyi tanımlar.	Almanya, Berlin İnisiyatif Kanunu (Berlin Initiative Code)
Kurumsal yönetim, ... bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler setini kapsar. Kurumsal yönetim ayrıca şirket amaçlarının ortaya konulduğu ve sözkonusu amaçlara ulaşmada ve performansın izlenmesinde kullanılan araçlarının belirlendiği yapıyı öngörür.	OECD İlkeleri, Önsöz
Kurumsal yönetim, pay sahipleri, (denetim) yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerden oluşan bir temel grup arasındaki ilişkileri ve uygun sorumlulukları içeren ve şirketin esas amacını gerçekleştirmek için gerekli rekabetçi performansı en iyi şekilde teşvik etmek üzere düzenlenmiş yapıyı kapsar.	OECD, Millstein Raporu
Kurumsal yönetim soyut bir amaç olmaktan çok, yöneticilerin ve ortakların şirket hedeflerine en etkin şekilde ulaşabilecekleri bir yapı sunmak suretiyle şirket amaçlarının gerçekleştirilmesine hizmet etmek için vardır.	ABD, Business RoundTable Raporu

KAYNAK: Weil, Gotsal & Manges LLP 2002: 28-29 ve Borgia 2005: 9-10.

Tabloda yer alan tanımlardan da görüldüğü üzere çok genel bir ifadeyle kurumsal yönetimden şirketlerin iyi yönetilmesini ve kontrol edilmesini sağlamaya yönelik kurallar bütünü olarak söz etmek mümkündür. Elbette kurumsal yönetim modelleri her ülkenin hukuk sistemi, düzenlemeleri, gelenekleri ve kurumsal kültürünün oluşturduğu kompleks bir sistemdir.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının yerleşmesinin mikro ölçekte sermaye maliyetinin azalması ve finansman imkanlarının artması; makro ölçekte ise yabancı yatırımların artması, krizlerin daha az zararla atlatılması ve sermaye piyasasının, dolayısıyla ekonominin rekabet gücünün artması gibi önemli yararları söz konusudur.

1.2. TEORİK ÇERÇEVE

Finansal piyasalar için bugün kullandığımız anlamda modern “şirket”lerin tarihi nispeten yenidir. Bu “şirket”lerin temel özelliği şirket varlıklarının sahipliği ile bu varlıkların yönetiminin ayrılmış olmasıdır.

Gerçekten de mali piyasaların gelişim sürecinde sınırlı sorumluluk kavramının ortaya çıkışı ve şirket sahipliğinin hisse satın almak yoluyla herkes için mümkün hale gelmesinin şirketler üzerinde önemli etkileri olmuştur. Böylece piyasa mekanizması varlıkların sahipliği sermayedarlara ait iken, bu varlıkların yani şirketin yönetiminin profesyonel yöneticilerin elinde olması sonucunu doğurmuştur. Başka bir deyişle, yöneticiler aslında sonuçları doğrudan doğruya şirket sahiplerini etkileyen işlemleri yapmakla görevlendirilmişlerdir. İşte şirket sahipliği ile yöneticiliği arasındaki bu ayrılık, günümüzün halka açık şirketlerinin temel problemini oluşturmakta ve bugün de yoğun olarak sorulan “etkin bir şirket yönetimi nasıl olmalıdır” sorusuna cevap arayan pek çok çalışmaya temel teşkil etmektedir.

Literatürde kurumsal yönetim konusunu ve etkin bir şirket yönetiminin nasıl olması gerektiğini açıklamaya çalışan ve her biri kurumsal yönetim kavramını farklı bir disiplinden yola çıkarak farklı bir bakış açısı ve terminoloji ile anlatmaya yönelik birçok teorik çalışma mevcuttur. Bu bölümde kurumsal yönetim kavramının teorik çerçevesi ele alınmaya çalışılırken en çok bilinen üç teori üzerinde durulacaktır. Bunlar, vekalet teorisi, işlem maliyetleri teorisi ve menfaat sahipleri teorileridir.

I.2.1. Vekalet Teorisi (Agency Theory)

Teori literatürde pay sahipleri ya da ortaklar teorisi olarak da adlandırılmaktadır.

Yukarıda değinildiği üzere şirket sahipliği ile profesyonel şirket yöneticiliğinin ayrılması “vekalet problemi (agency problem)” olarak adlandırılan sorunun ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Vekillerin, şirket sahiplerini mükemmel olarak temsil etmelerinin önünde iki temel yönetsel sorun mevcuttur: 1) Yeteneksizlikten kaynaklanan ve kasıtlı olmayan yönetsel başarısızlıklar, 2) Şirket değerini olumsuz yönde etkileyebilecek ve kasti olarak yapılmış yönetsel davranışlar (Moldoveanu ve Martin 2001:2)

Fama ve Jansen’in 1983 tarihli çalışmasında belirtildiği üzere, şirket sahipleri yönetici başarısızlıklarını önlemek için bir takım onaylama, gözetim ve denetim mekanizmaları geliştirmektedirler.

Onaylama mekanizmaları; vekiller yani yöneticiler tarafından verilen kararların uygulamaya geçirilebilmesi için ortakların onay ya da kabulünü gerektiren, böylece uygulama sürecine şirket sahiplerinin de katılmasını sağlamaya yönelik olarak geliştirilen mekanizmalardır. Gözetim, vekilin yürüttüğü iş ve işlemler ile aldığı kararları izleme, kaydetme ve sonuçlarını ölçme faaliyetlerini; yaptırım ise

vekilleri şirket sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket etmeye yönlendirmek için geliştirilen çeşitli ödül ve ceza mekanizmalarını içerir.

Vekalet problemi ile ilgili literatürdeki en çok bilinen temel çalışma Jensen ve Meckling'in 1976 tarihli çalışmasıdır. Bu çalışmada vekalet ilişkisi, bir tarafın (şirket sahipleri) diğer tarafı (vekiller-yöneticiler) kendi nam ve hesabına işlem yapmak üzere görevlendirdiği sözleşmesel ilişki olarak tanımlanmıştır. Böylece sermayedarlar şirketin günlük faaliyetleri ile ilgili karar alma yetkisini yöneticilere devretmektedirler. Teoriyi oluşturan vekalet problemi de tam bu noktadan yani şirket sahiplerinin bir sözleşme aracılığıyla yetkilerini kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmek üzere yöneticilere devretmelerinden kaynaklanmaktadır.

Şirket sahibi, vekil ile spesifik yetenekleri ve bilgisi nedeniyle şirketin değerini artırmak için çalışmak üzere bir anlaşma yapar. Vekalet teorisine göre şirket sahibi ile vekilin çıkar ve beklentileri başlangıçta tam olarak önceliklendirilmemiştir. Genellikle yöneticiler bir taraftan itibarlarını korumak, diğer taraftan da kişisel servetlerini artırmak isterken, sermayedarlar da doğal olarak şirket varlıklarının değerinin maksimize edilmesi yani kendi kişisel servetlerinin artırılması beklentisi içindedirler. Yani aslında vekalet teorisi temel olarak bu ilişkideki tarafların her birinin kendi bireysel çıkarlarını koruma eğiliminde olacaklarını ve şirket sahipleri ile yöneticilerin çıkarlarının çoğunlukla çatıştığı varsayımına dayanmaktadır. Bu çatışma, taraflar arasında yapılacak sözleşmeler yoluyla çözümlenmeye çalışılmaktadır. Bu sözleşmeler taraflar arasındaki vekalet ilişkisinin koşullarını belirlemeye ve netleştirmeye yönelik olarak akdedilirler. (Moldoveanu ve Martin 2001:4) Jensen ve Meckling (1976)'da bu durumdan "sözleşmeler ağı (nexus of contracts)" olarak söz edilmektedir.

Jensen ve Meckling'in sözü edilen çalışmasını takiben yöneticiler ile şirket sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarının niteliğini açıklamaya ve bunları çözmeye yönelik pek çok başka çalışma yapılmış ve bu konuda geniş bir literatür oluşmuştur.

Vekalet teorisinin dayandığı çıkarlar arasındaki çatışma varsayımı, şirket sahiplerinin yöneticileri kontrol etme ihtiyacını ortaya çıkarır. Şirket sahiplerinin, şirket ile ilgili olarak kendilerinden çok daha fazla bilgiye sahip olan yöneticileri kontrol etme ihtiyacı nedeniyle gündeme gelen denetim ve gözetim mekanizmalarının oluşturulması, şirket sahipleri için yeni bir maliyet unsurudur. Ancak yöneticileri kontrol etmek için katlanılan bu maliyet sonuçta yöneticilere yansıtılır. (Solomon&Solomon 2004, Çürük 2004)

Diğer tür maliyetlerde de sözkonusu olduğu gibi, vekalet problemi mali piyasalar tarafından değerlendirilir ve değerlendirme sonuçları şirketin hisse senedi fiyatlarına yansır. Vekalet maliyeti, şirket sahipleri için kendileri ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan değer kaybı olarak düşünülebilir. (McColgan 2001: 4)

Vekalet Maliyetinin Bileşenleri

Jensen ve Meckling (1976) vekalet maliyetini, aşağıdaki üç çeşit maliyetin toplamı olarak tanımlamışlardır:

1) Vekalet maliyetini oluşturan bileşenlerden ilki, yöneticilerin karar ve işlemlerini değerlendirmek ve kontrol etmek için şirket sahipleri tarafından katlanılan harcamalar olarak tanımlanan “kontrol ve gözetim maliyetleri (monitoring costs)”’dir.

2) Yöneticiler bu tür gözetim ve kontrol faaliyetlerinden kaçınmayı da isteyeceklerinden, ortaklara karşı hesap verebilir ve şeffaf görünmek ve onların çıkarlarını gözetim işlemleri yapmakta olduklarını göstermek için örneğin, muhasebe sürecine ekstra maliyetler ekleyecek olmasına rağmen yıllık raporlarda risk yönetimine ilişkin daha fazla bilgi açıklamak, yine ek maliyetlere katlanmayı göze alarak ana ortaklarla özel bilgilendirme toplantıları düzenlemek gibi yeni bazı mekanizmalar geliştirme eğilimindedirler. İşte yöneticilerin bu gibi faaliyetleri gerçekleştirmeleri için kullanılan kaynakların oluşturduğu maliyetler, vekalet maliyetinin ikinci bileşenini oluşturmakta ve “garanti sağlayıcı sözleşmesel maliyetler (bonding costs)” olarak adlandırılmaktadır. (Solomon ve Solomon 2005, McColgan 2001, Turaboğlu 2003)

3) Oluşturulan gözetim ve izleme yöntemlerine ve yöneticilerin sermayedarların çıkarına hareket etmelerini sağlamak için geliştirilen bağlayıcı mekanizmalara rağmen, şirket sahipleri ile yöneticilerin çıkarları arasındaki çatışma hala tam olarak giderilememiştir. Bu nedenle yöneticiler, örneğin, gelirlerini şirket tarafından finanse edilen tatiller ya da ofis malzemelerinin kişisel kullanımı gibi yöntemlerle artırmaya çalışmak gibi, aslında şirket sahiplerinin gelirlerinde kesinti anlamına gelen ve hala çıkar çatışmalarından kaynaklanan bazı kayıplar yaratmaya devam ederler. (McColgan 2001: 7) Sonuçta tüm çabalara karşın vekilin hareketlerinin tamamı kontrol edilemeyeceğinden ortaya bir başka maliyet bileşeni daha çıkmış olur. Vekalet maliyetinin son bileşenini oluşturan bu tür maliyetler ise “önlenemeyen maliyetler (residual costs)” olarak adlandırılırlar.

İşte bu noktada organizasyonların temel hedefi vekalet ilişkisinden kaynaklanan tüm bu maliyetleri minimize edecek etkin bir kurumsal yönetim yapısı oluşturmaktır.

Vekalet Probleminin İçerdiği Çıkar Çatışmaları

Vekalet problemi bir sözleşmenin her iki tarafı arasındaki çıkar çatışmalarının doğası gereği sınırsız olmasından kaynaklanır. Bununla birlikte teorik ve uygulamalı çalışmalar bu çatışmaların dört temel başlık altında toplanabileceğini göstermektedir. (McColgan 2001: 7-14, Solomon ve Solomon, Heath ve Norman 2004:7-10)

1. Asimetrik Bilgi Problemi Nedeniyle Ortaya Çıkan Çıkar Çatışmaları:

Sermayedar ve vekil yani şirket ortakları ile yöneticilerin çıkarlarının çatışıyor olması taraflar arasında asimetrik bilgi probleminin varlığı halinde sorun yaratacaktır, ki aslında gerçek dünyada da zaten durum böyledir. Asimetrik bilgi problemi, yöneticilerin şirket hakkında sahip oldukları bilgileri ortakların zararına olması pahasına kendilerini zenginleştirmek için kullanmaları gibi bir takım faydacı (opportunistic) davranışlar geliştirmesine yol açar. Literatürde bu konuda iki temel yaklaşımdan söz edilmektedir:

- Ahlaki Risk (Moral Hazard): Vekilin davranış ve faaliyetleri ile bunların sonuçları sadece ortaklar tarafından ve yeterince etkin olmayan şekilde izlenebiliyor/ kontrol edilebiliyorsa ahlaki tehlikenin varlığından söz edilir. Bu durumda yönetici örneğin düşük performans ya da yetersiz çaba ile çalışmasını sürdürebilir, şirket kaynaklarını gereksiz yere kullanabilir, uygun olmayan riskler üstlenebilir ya da şirketin amaç ve politikalarına uygun olmaktan çok kendi

yeteneklerine uygun ve kendisini şirket için neredeyse vazgeçilmez kılacak yatırım kararları verebilir.

- Ters Seçim (Adverse Selection): Vekilin, sermayedarlar ile ilişkiye girmeden önce bazı özel ve gizli bilgilere sahip olması ve bunları saklı tutması durumunda ise ters seçim etkisinin varlığından söz edilir. Bu kapsamda yetenekleri ya da nitelikleri aslında o iş için uygun olmayan kişiler kendilerini çok da uygunmuş gibi sunabilirler ya da motivasyonu düşük kişiler daha az gözetimin olduğu pozisyonlar için aday olabilirler.

2. Finansman Politikası ile İlgili Tercih Farklılığından Kaynaklanan Çıkar Çatışmaları: Genellikle ortaklar daha fazla nakit temettü dağıtılmasını tercih ederken; yöneticiler, daha büyük bir parasal büyüklüğe hükmetmek yoluyla daha fazla güç elde etmek, böylece yönetim kurulunda daha belirleyici bir rol edinmek ya da kendilerine daha fazla parasal imkan sunulmasını temin etmek için önceki faaliyetlerden elde edilen karların şirket bünyesinde bırakılmasını tercih etmek eğilimindedirler. Önceki faaliyetlerden elde edilen karların şirket bünyesinde bırakılması, yöneticilerin yeni yatırımlar için finansman yöntemi geliştirme ihtiyacını da azaltacaktır. Oysa, yeni bir yatırım seçeneğini uygulayabilmek için aranan kaynağın örneğin sermaye artırımını yoluyla sağlanması, bu yöntemin içerdiği bir takım potansiyel maliyetlere rağmen, piyasa mekanizmasının yönetimin yatırım politikaları üzerinde çok da yararlı bir kontrol ve izleme görevi üstelenmesine neden olacaktır. Dolayısıyla geçmiş yıllar karlarının temettü olarak dağıtılmak yerine şirket bünyesinde bırakılması uygulaması, aslında sonuç olarak şirketin kar maksimizasyonuna yönelik kararlar alırken yöneticileri motive edebilecek bu tür dışsal kontrol mekanizmalarının kullanımını ya da etkilerini azaltacaktır.

3. Vade Algılayışının (Time Horizon) Yarattığı Çıkar Çatışmaları: Çıkar çatışmalarının ortaya çıktığı temel noktalardan bir diğeri de sermayedarlar ile yöneticilerin vade anlayışındaki farklılıktır. Ortaklar uzun dönemli kar maksimizasyonu hedeflerine uygun olarak gelecekteki tüm nakit akımları ile ilgilenirken, yöneticiler sadece kendi çalışma dönemlerinde elde edilecek nakit akışlarını dikkate alırlar. Bu da yöneticilerin, ortakların uzun dönemli karlarını maksimize edecek yatırım projeleri yerine kısa dönemde muhasebe karı sağlayacak ve kendilerini başarılı gösterecek projelere yoğunlaşma eğilimi ile sonuçlanır.

4. Yönetimin Riskten Kaçınma Eğiliminden Kaynaklanan Çıkar Çatışmaları: Yöneticiler, gelirleri büyük ölçüde şirketin performansına bağlı olduğu için şirket hisselerinin riskini minimize etmek eğiliminde olacaklardır. Bu yüzden de riskten kaçınan yöneticiler, işler bekledikleri gibi gitmez ise işlerini ve dolayısıyla gelirlerini kaybedecekleri endişesiyle, şirketin hisselerinin piyasa değerini artırma potansiyeli bulunan yatırım kararlarını vermekten kaçınacaklardır.

Yukarıda açıklandığı üzere vekalet ilişkisindeki çıkar çatışmaları, bu ilişkinin taraflarının çıkarlarının nerdeyse sınırsız olarak farklılığından kaynaklanmaktadır.

Çıkar Çatışmalarının Neden Olduğu Vekalet Problemlerini Kontrol Etme Yolları

Bu noktada ortakların yöneticileri kontrol etmelerini sağlayabilecek ve vekalet çatışmasını çözmeye yardımcı olabilecek, sonuçta etkin bir kurumsal yönetimi sağlayabilecek bazı yöntemler üzerinde kısaca durulacaktır: (McColgan 2001: 14-57, Solomon ve Solomon 2005: 17-21)

1. Yönetim Kurulunun Yapısı: Teorik olarak, şirketin sahipleri olarak ortaklar genel kurulda oy kullanmak suretiyle şirketin çalışmasını etkileyebilirler. Bu kapsamda, yönetim kurulunun kompozisyonu, genel kurulda şirket ortakları tarafından belirlenmektedir. Eğer genel kurulda seçilen yönetim kurulu üyeleri işlerini kaybetmek istemiyorsa, ortakların çıkarını maksimize edecek kararlar almak zorunda olacaklardır. Bu doğrultuda, özellikle de kurumsal yönetimin etkinliğinin sağlanması söz konusu olduğunda literatürde en çok üzerinde durulan konulardan biri yönetim kurulunun çoğunluğunun bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşması olgusudur. Nitekim hemen hemen her ülkede kurumsal yönetim ilkelerinden birini bu husus oluşturmaktadır.

2. Şirketin Finansal Politikası: Şirketin finansal yapısı ve politikalarının, yöneticileri kontrol etmek bakımından ciddi etkileri olabilir. Daha önce de değinildiği gibi örneğin şirketin temettü politikasının ya da borçlanma politikasının yöneticilerin karar ve faaliyetleri üzerinde önemli sonuçlar yaratması kaçınılmazdır. Bir şirketin sermaye yapısında yabancı kaynakların varlığının şirket yöneticilerini bağlayıcı etkisi olduğu tartışılmaktadır. Buna göre, temettü dağıtmamak yerine, borçlanma araçları ihraç etmek suretiyle finansman sağlamak, yöneticileri iç kaynaklarla finansmanın tercih edilmesi halinde hiç bir şekilde ulaşılamayacak şekilde gelecek nakit akışlarını dikkate almak zorunda bırakacaktır. (McColgan 2001: 27)

3. Büyük Ortaklar ve Kurumsal Yatırımcıların Varlığı: Payları küçük çok ortaklı şirketlerin ortakları genellikle şirket yöneticilerinin faaliyetlerinin gözetimini yapacak yetenek ya da zamana sahip değildir. Bu nedenle, hem zaman ve bunu yapabilecek teknik beceriye sahibi olmaları nedeniyle hem de finansal olarak daha

fazla yatırım yapmış olmaları yüzünden büyük ortakların ya da kurumsal yatırımcıların varlığının bu anlamda olumlu katkıları olması beklenir. Büyük ortaklar, şirket yönetim kuruluna seçilmelerini sağlayarak, yönetimin daha yakından kontrol edilmesi ve gözetim maliyetlerinin azaltılması amacına hizmet edebilir.

4. Yöneticilere İlişkin Ücretlendirme Politikası: Yöneticilerin ücretlendirilmesine ilişkin sözleşmelerin yapısının, ortaklar ile yöneticilerin çıkarlarının önceliklendirilmesi sürecinde önemli etkileri vardır. Ücretlendirme politikası genellikle maaş, performans ücreti, yöneticilere şirketin hisse senedi opsiyonlarının verilmesi ve uzun dönemli hedefler ulaşılması halinde doğrudan pay verilmesi olmak üzere dört temel bileşenden oluşur. Etkin dizayn edilmiş bir ücretlendirme politikası, şirkette pay sahibi olmaya imkan veren ücret bileşenleri başta olmak üzere, yöneticiler ile ortaklar arasındaki potansiyel çıkar çatışması alanlarını azaltmaya yardım edecek ve yöneticileri kendi çıkarlarına öncelik vermektense doğrudan şirketin kar maksimizasyonu hedefi doğrultusunda çalışmaya yönleltecektir.

5. Piyasa Mekanizması: Ele geçirme (takeover) operasyonları genellikle ortaklar ile yöneticiler arasındaki şirket kaynaklarının yanlış kullanılmasından kaynaklanan çıkar çatışmaları ile bağlantılı olarak ortaya çıkarlar. Konuyla ilgili yapılan çalışmalar sonucunda, ele geçirme yöntemiyle şirket yönetimini disipline etme sürecinde hisse senetleri piyasasının önemi vurgulanmaktadır. Eğer ortaklar, şirketin yönetim yapısından memnun değillerse ya da yöneticilerin şirket kaynaklarını etkin olarak kullanmadıklarını düşünüyorlarsa ele geçirme lehine oy kullanabilirler. Elbette, şirketlerinin ele geçirilmesi tehdidi, mevcut iş ve statülerini

kaybetmek istemeyen yöneticileri disipline etmek için kullanılabilecek etkili ama en son tercih edilecek yöntemdir.

Eğer etkin bir kurumsal yönetim sağlamak için yukarıda bazılarına kısaca değinilen yöntemler ile piyasa mekanizmasının kendisi, yönetsel davranışları gözetlemek ve kontrol etmek için yeterli olmaz ise yasal düzenleme ve rehberlik gerekecektir. Aslında eğer piyasa mükemmel olarak etkinse ve şirketler etkin bir piyasada fon bulmak için rekabet ediyorsa kurumsal yönetim mekanizmalarını iyileştirmeyi amaçlayan yapay çabalar gereksiz olacaktır. (Solomon ve Solomon 2005: 20)

Ancak, gerçek hayatta piyasalar mükemmel etkin değildir ve bu yüzden kurumsal yönetimi geliştirmek, şirketlerin fon bulmalarına yardım etmek ve şirketleri hem ortaklarına hem de tüm menfaat sahiplerine karşı daha hesap verebilir hale getirmek için bir takım müdahalelerde bulunmak kaçınılmazdır.

1.2.2. İşlem Maliyetleri Teorisi (Transaction Cost Theory)

İşlem maliyeti teorisyenleri, organizasyonları bir işlemler serisi olarak değerlendirmek eğilimindedirler. İşletmeler tedarikçilerle, çalışanlarla veya müşterilerle çeşitli işlemler yaparlar. Bu işlemlerin bazıları işletme bünyesi içinde gerçekleşirken, bazıları da işletme dışındaki başka katılımcılarla yapılır. Dolayısıyla bu işlemlere ilişkin belirsizlikler nedeniyle, taraflar işlemleri gerçekleştirebilmek adına bazı "işlem maliyetlerine" katlanmak zorunda kalır.

Klasik iktisat teorisi işletme içinde üretim faktörlerinin bir araya getirilip üretimin en etkin şekilde gerçekleştirilmesi ile ilgilenirken, işlem maliyetleri yaklaşımı üretilen mal ve hizmetlerin değişimi, değişimin maliyeti ve bu değişim

işlemini yürüten organizasyonu temel alır. Bu çerçevede, işlem maliyetleri yaklaşımı temelde işletmelerin ürettikleri mal ve hizmetlerin değişimi işlemlerini, mümkün olan en az maliyetle gerçekleştirmek isteyecekleri ve bunu sağlayacak şekilde bir organizasyonu sağlamaya yönelecekleri varsayımına dayanır. İşlem maliyetlerinin yüksek olması işletmeler için bir verimsizlik göstergesi olarak dikkate alınacağından, şirket ortakları da işlemlerin en az maliyetle gerçekleştirilmesini ister.

Coase tarafından 1937 tarihli makale ile literatüre kazandırılan “işlem maliyetleri teorisi”ne göre, belirli bir piyasada faaliyet gösteren firmalar işlem maliyetleri azaltıcı kurumlar olarak gelişmektedir. İşlem maliyetleri değişim sürecinin gerçekleşmesinde katlanılan maliyetlerden biri olarak kabul edildiği için üretimle doğrudan ilişkilendirilmektedir. Bu maliyetlerin azaltılması için işlemlerin mümkün olduğunca çoğunun şirket bünyesinde gerçekleşmesi savunulur. Bu kapsamda müteşebbis ya da sermayedar da “rekabetçi bir sistemde fiyat mekanizmasının yerini alan kişi” olarak değerlendirilir. Dolayısıyla bir şirketin başarısı sermayedarın ya da müteşebbisin yönetim becerilerine, çalışanları nasıl yönlendirdiğine ve elbette nihai olarak şirketin nasıl yönetildiğine bağlıdır. (Çoban 2002:165, Naipoğlu 2002:3-4)

Coase'den sonra işlem maliyetleri teorisi ile ilgili yapılan çalışmaların en ilgi çekicisi Oliver Williamson'un çalışmalarıdır. Williamson çalışmalarında “değişim sürecinin kendisinin ekonomik olarak bir değer” olduğunu ve “bu değişim ilişkilerinin etkin bir şekilde gerçekleşmesini sağlamanın ekonomik problemi büyük ölçüde çözmek” anlamına geleceğini ifade etmiştir. (Turnbull, 1997) Williamson'a göre bir kez yatırım yapıldığında, yatırımın tarafları artık birbirlerine bağlı hale gelir

ve bunun sonucu olarak da dışsal piyasalarda oluşan sinyaller artık taraflar için rehberlik yapamaz olur.

Williamson (1975)'te piyasa mekanizması çöktüğünde, hiyerarşik yönetim yapısının işlemin taraflarından birinin faydacı davranması olasılığına dayanan işlem maliyetlerini yönetmekte daha etkin bir yol olarak ortaya çıkacağı tartışılmaktadır. İşlem maliyetleri teorisine göre, en etkin yönetim yapısı, işlemin büyüklüğüne ve alternatifleri arasında işlem maliyetlerinin karşılaştırılmasına dayanır. (Boje, Adler ve Black 2005:3)

Özetle, işlem maliyetleri teorisi, firmaların, kaynakların dağılımı sürecinde piyasanın yerine geçebilecek kadar büyüdükleri olgusuna dayanır. Bu şirketler öyle büyük ve kompleks bir yapı oluştururlar ki, piyasa hareketleri ortadan kalkar ve yönetim üretimi kontrol ve koordine eder hale gelir.

Aslında bir mal veya hizmetin üretimi sürecinde, başka şirketlerden temin etmektense mümkün olduğunca çok işlemi bünyesinde gerçekleştirmek şirket yönetiminin yararınadır. Çünkü ne kadar çok işlem şirketin kendi bünyesi içinde gerçekleştirilirse, gelecekteki ürün fiyat ve kalitesi ile ilgili belirsizlikler o denli azalacaktır. Dikey birleşmeler yoluyla piyasada mevcut bilgi asimetrisini bu şekilde ortadan kaldırmak şirket yönetimine ticari risklerin azaltılmasında avantaj sağlar.

Klasik iktisat, bütün ekonomik birimlerin rasyonel davrandığı ve kar maksimizasyonunun ticari hayatlarının temeli olduğu varsayımına dayanır. Ancak işlem maliyetleri teorisyenleri, daha gerçekçi bir yol izleyen insan davranışlarını dikkate alma eğilimindedirler. Bu süreçte tam rasyonalite yerine “*sınırlı rasyonalite (bounded rationality)*”den söz edilir. Sınırlı rasyonalite, doğal haliyle rasyonel olan

fakat sınırlı olarak uygulanabilen bir davranış modeli olarak anılmaktadır. Yani insanların sınırlı bir hafızaya ve sınırlı bir muhakeme gücüne sahip olduklarını, dolayısıyla tam olarak rasyonel davranamayacaklarını varsayar. İşlem maliyetleri teorisi, sınırlı rasyonalitenin yanı sıra bir de “*faydacılık (opportunism)*” varsayımı yapar. Faydacılık, insan faktörünün kendi kişisel çıkarlarını gözetme eğilim içinde hareket etmesi olarak tanımlanmaktadır.

Teoriye göre işlemler, belirsizlik (uncertainty), sıklık (frequency) ve varlık özellikleri (asset specificity) olmak üzere üç boyutla açıklanır. Yapılması planlanan işlem sık sık ya da nadiren gerçekleştirilecek bir işlem midir, işlemin gerçekleştirilmesi sürecindeki belirsizlikler az mıdır çok mudur ve işlemin gerçekleştirilmesi spesifik bir varlığı gerektirmekte midir sorularının cevapları, işlem maliyetlerinin, işlem piyasada mı şirket içerisinde mi gerçekleştirildiğinde daha düşük olacağını belirler. Bu soruların cevapları aynı zamanda şirketlerin dikey olarak büyüyüp büyümeyeceklerine dair kararları da belirlemektedir.

Bu durumda işlem maliyetleri teorisi, içerdiği “sınırlı rasyonellik” ve “faydacılık” varsayımlarının sonucu, şirketlerin işlemlerini bir taraftan insan faktörünün sınırlı olarak rasyonel olduğunu dikkate alarak, diğer taraftan da faydacılığın zararlarına karşı koruma oluşturacak şekilde organize etmesi gerektiğini söyler. Teoriye göre şirketlerin değişim işlemlerini maliyeti en düşük olacak şekilde yürütmeleri beklenir. Ancak bu en düşük maliyetli değişim kararları, bu kararları verecek yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmeye yönelik davranışlarından etkilenir. (Solomon ve Solomon 2005: 21-23)

Dolayısıyla sınırlı rasyonellik ve faydacılık varsayımları altında, yöneticilerin şirketin işlerini kendi çıkarları doğrultusunda organize edecekleri beklenmeli ve bu

faaliyetler kontrol edilmelidir. Faydacı davranışların, kurumsal finansman politikaları üzerinde potansiyel yatırımcıları kaçırmaya varacak denli olumsuz etkileri olduğu unutulmamalıdır.

Sonuç olarak, bu teori üretilen mal ve hizmetlerin değişimi sırasında ortaya çıkan işlem maliyetlerinin minimize edilmesi esasına dayandığına ve bu ilişkileri gerçekleştirenler de yöneticiler olduğuna göre, burada da yönetimin iş ve işlemlerinin kontrolü gerekmekte ve şirketin en düşük işlem maliyetleri ile ekonomik verimini maksimize edebileceği bir organizasyonun kurulması hedeflenmektedir.

I.2.3. Menfaat Sahipleri Teorisi (Stakeholder Theory)

Menfaat sahipleri teorisi en genel anlatımıyla bir şirketin bünyesinde barındırdığı çok sayıdaki menfaat sahibinin çıkarlarını gözetecek ve dengeleyecek kurumsal yönetim alternatifleri geliştirme çabaları olarak nitelendirilebilir. Günümüzde uluslararası ortaklıklar yoluyla gittikçe büyüyen, binlerce ortağı ve çalışanı olan son derece büyük şirketlerin varlığı, ilişkide bulundukları tüm çevre dikkate alındığında bu şirketlerin nasıl yönetildiklerine ve nasıl daha iyi yönetilmeleri gerektiğine giderek daha fazla dikkat çekilmesine neden olmuştur.

Teorinin kurucusu olarak kabul edilen Freeman'ın 1984 tarihli çalışmasında “menfaat sahipleri” bir şirketin amaçlarına ulaşması sürecinde sonuçları etkileyebilen ve bu sonuçlardan etkilenen herkes olarak tanımlanmaktadır. Donaldson ve Preston (1995)'te şirketin varlığı ve faaliyetlerinden çıkarı ya da menfaati bulunan herkes menfaat sahipleri olarak nitelendirilmektedir. İşlem maliyetleri teorisinden yola çıkan Blair (1995)'te ise çıkarları şirketin uzun dönemli ekonomik başarısına bağlı olan herkes menfaat sahibi olarak kabul edilmektedir. (Cook ve Deakin 1999: 1)

Görüldüğü gibi, menfaat sahipleri kavramı için birçok değişik tanım yapmak mümkün olmakla birlikte, tüm bu tanımlarda ortak olan menfaat sahipleri olarak kabul edilecek grup ile şirket arasında karşılıklı bir ilişkinin varlığının aranmasıdır. Yani menfaat sahipleri sadece şirketin faaliyetlerinden etkilenmemekte, ama aynı zamanda bir şekilde şirketi etkilemektedirler. Menfaat sahipleri, ortakları, çalışanları, tedarikçileri, müşterileri, kreditorleri yani şirketin ilişkide bulunduğu tüm kişi ve kurumları kapsar. Hatta en uç noktada teori, içinde yaşadığımız çevrenin, doğal hayatın ve hatta gelecek kuşakların da menfaat sahipleri kavramı içinde kapsanmasını önerir. (Solomon ve Solomon 2005: 23-24)

Freeman ve Parmar (2004)'e göre menfaat sahipleri teorisi etik değerlerin yapılan işin kesinlikle gerekli bir parçası olduğu varsayımıyla başlar ve teori yöneticilere hitaben iki temel soru ile yola çıkar: İlk soru “şirketin amacı nedir?” sorusudur. Bu soru yöneticileri yarattıkları değere ilişkin ortak anlayışı ve temel menfaat sahiplerini bir araya getiren şeyleri açıklıkla ortaya koymaya yönlendirir. Bu ise bir taraftan şirketin ilerlemesini sağlarken, bir taraftan da hem şirket amaçları, hem de piyasadaki finansal ölçülerle belirlenen iyi bir performansın yaratılmasına olanak verir. İkinci soru ise “yöneticilerin menfaat sahiplerine karşı sorumluluğunun ne olduğu” sorusudur. Bu ikinci soru da yöneticileri, işi nasıl yapmak istedikleri ve bu süreçte menfaat sahipleri ile nasıl ilişkiler kurmak istek ve ihtiyacında oldukları konuları üzerinde odaklanmaya götürür (Freeman ve Parmar 2004). Dolayısıyla teori sadece şirket ortaklarının karlarının maksimize edilmesini değil, tüm menfaat sahibi grupların çıkarlarının dikkate alınmasını gerektiren ahlaki bir yapı öngörür.

Teoriye göre menfaat sahipliği ilişkisi, menfaat sahipleri grubunun şirkete sunduğu “katkı” ile kendi çıkarlarının tatmin edilmesi beklentisinin değişimi olarak

tanımlanmaktadır. Bu çerçeve içinde aslında tüm toplum menfaat sahibi olarak değerlendirilebilir. Çünkü toplumu oluşturan bireyler de vergi ödemek suretiyle şirketin içinde faaliyet gösterebildiği ulusal altyapıyı sağlamış olurlar. (Solomon ve Solomon 2005: 24) Bu durumda da menfaat sahipleri grubunun bir üyesi olarak şirketten beklentileri hayatlarının kolaylaştırılması veya en azından mevcut yaşam şartlarının kötüleştirilmemesidir.

Dolayısıyla menfaat sahipleri teorisi, temelde toplumla kurum arasındaki görünmez bir anlaşmanın varlığından yola çıkan “kurumsal sosyal sorumluluk (corporate social responsibility)” kavramının devamı gibi de değerlendirilebilir. (Naipoğlu 2002:5)

Menfaat sahipleri teorisinin perspektifinden bakıldığında şirketin yönetim kurulu ve yöneticilerinin sadece ortaklara kar sağlamak için çalışmamaları beklenir. Çünkü şirketle ilişkide olan menfaat sahiplerini oluşturan gruplardan her birinin şirketin başarısında katkısı vardır ve bu katkılar olmaksızın ortakların kar elde etmesi söz konusu olamayacaktır. Bu nedenle, eğer ortakların kar beklentilerinin gerçekleşmesi isteniyor ise şirketin uzun dönemli hedeflerine ulaşmasında katkısı olan tüm menfaat sahiplerinin üstlendikleri rollerin önemini dikkate alan yeni bir politikanın oluşturulmasına ihtiyaç vardır. Bu da yöneticiler tarafından şirketin ticari hedeflerine ulaştırılmasında, temelleri insanın insan olmak sebebi ile doğası gereği ahlaklı olduğuna dayanan etik teorilerin de uygulamaya katılması anlamına gelmektedir. Burada temel iddia, şirketlerin “böyle davranmak iyi olduğu için” tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarını tatmin edecek şekilde sosyal olarak sorumlu davranmaları gerektiği varsayımdır. (Nwanji ve Howell 2004, Solomon ve Solomon 2005: 23-29)

Zaten günümüzde birçok sivil toplum örgütü, menfaat sahiplerini etik olmayan faaliyetleri ile rahatsız eden şirketlere karşı tavır almakta ve bu şirketleri menfaat sahiplerine karşı olan davranışlarını düzeltmek ve sosyal olarak daha sorumlu davranmak yönünde zorlamaktadır.

Nitekim İngiltere’de 1998 yılında yayımlanan Hemptell Raporu’nda kurumsal yönetimin iş dünyasının hem zenginleşmesine hem de hesap verebilirliğinin sağlanmasına katkıda bulunması gerektiğini ve bu amaç doğrultusunda kurumsal yönetimin sorumluluğunun bir taraftan şirket ortaklarının çıkarlarını gözetmek, diğer taraftan da yöneticiler, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, hükümetler ve şirketin ilişkide bulunduğu tüm taraflardan oluşan menfaat sahiplerinin çıkarlarını korumak ve geliştirmek olduğu ifade edilmiştir. (Nwanji ve Howell 2004)

Menfaat sahipleri teorisinde yöneticilerin tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarını dikkate alarak karar almalarının beklendiğini ifade etmiştik. Ancak bu noktada teorinin karşılaştığı temel zorluk ve eleştiri noktası gündeme gelmektedir. Böylesi bir geniş çerçeveden bakıldığında, ortada karlarının maksimize edilmesini isteyen ortaklar gibi spesifik ve belirli bir çıkarı olan herhangi bir menfaat sahibi grubunun bulunmadığına dikkat edilmelidir. Bu durumda yöneticiler için bir menfaat sahibinin çıkarının şirketin hedefleri ile ve diğer grupların menfaatleri ile örtüşüp örtüşmediğine karar vermek son derece zordur. Aslında bu teori kapsamında da çeşitli menfaat gruplarının birbiriyle çatışan çıkarlarının mevcudiyeti söz konusudur.

Ayrıca bu teori söz konusu olduğunda çıkar gruplarının kapsamı sadece ortaklar olmaktan çıkıp, çalışanlar, tedarikçiler ve hatta uç noktada gelecek nesile kadar genişleyebilmekte ve üstelik şirketin menfaat sahipleri zaman içinde değişeceğinden ve onlar değiştikçe çıkarları da değişeceğinden, yöneticilerin

karşılaştıkları sorun sadece menfaat sahiplerinin kimler olduğunu belirlemek değil ama aynı zamanda menfaatlerinin de ne olduğunu anlamak haline gelmektedir. Burada şirketin ortakları ve tüm menfaat sahiplerinin çıkarları arasında bir denge kurulmasına ihtiyaç vardır. Teori bu noktada, bu durumun dürüst olmayan yöneticilerin kendi çıkarlarına hareket etmeleri için iyi bir mazeret oluşturduğu yönünde eleştirilmektedir. Çünkü bu ortamda faydacı yöneticiler bazı menfaat sahiplerinin çıkarına hareket etmekte olduklarını iddia etmek suretiyle aslında çok daha kolay bir şekilde kendi çıkarlarını gözetken kararlar alabileceklerdir. Aslında gerek vekalet teorisi gerek menfaat sahipleri teorisi yöneticiler bakımından kendi problemlerini yaratmaktadırlar. Bu sorunlara çözüm olarak geliştirilen yöntemler olarak yöneticilerin karar alma süreçlerinde ahlaki ve etik kuralları da dikkate almaları ve karar alma süreçlerine pay sahibi olmayan menfaat sahiplerinin de katılımın sağlanmasından söz edilebilir. (Nwanji ve Howell 2004, Cook ve Deakin 1999)

1.3. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ

Dünyadaki kurumsal yönetim sistemlerine bakıldığında her ülkenin kendine özgü bir yapı sergilediği ve neredeyse ülke sayısı kadar kurumsal yönetim sistemi olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim sisteminin belirlenmesinde ülkenin hukuk sistemi, şirketlerin ortaklık yapısı, ekonomik durum, hükümet politikaları, kültürel ve tarihsel yapı gibi içsel faktörlerin yanı sıra, yurtdışından ülkeye sermaye akışları, global ekonomik ortam ve sınır-ötesi kurumsal yatırımlar gibi çeşitli dışsal faktörler de etkili olmaktadır.

Kurumsal yönetim sistemlerini kategorize etmek bakımından bilinen ve genel kabul gören yaklaşımlardan biri “içeridekilerin/dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı sistemler” ayırımıdır. (Franks ve Mayer 2000, Solomon ve Solomon 2005, Cook ve Deakin 1999) Aslında bu ayırım hisse senedi kültürünün yoğun olarak gelişmiş olduğu Anglo-Sakson ya da Anglo-Amerikan Sistemi ile finansal piyasalara esas olarak bankaların hakim olduğu Kıta Avrupası Sistemi olarak da bilinmektedir.

ABD ve İngiltere dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemlerine sahiptirler.

Söz konusu iki kurumsal yönetim sisteminin de kurumsallaşmanın sağlanması bakımından başarılı olduğu, ancak etkin ve gelişmiş sermaye piyasalarının Anglo-Sakson Sistemine sahip Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere gibi ülkelerde görüldüğü, bu durumun da temel olarak Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası hukuk sistemlerinin farklılığından kaynaklandığı genel kabul gören bir görüştür. (Şehirli 1999:2)

İçeridekilerin/dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemleri ayırımında “içerideki” ve “dışarıdaki” terimleri kurumsal yönetim biçimlerinin iki uç durumunun çok genel bir tanımlaması olarak değerlendirilmelidir. Uygulamada ise birçok kurumsal yönetim sisteminin, her iki ucun bazı özelliklerini taşıyacak şekilde oluştuğu görülmektedir. Kurumsal yönetim açısından ülkeler arasında kültürel ve hukuksal sistem farklılıklarından doğan kutuplaşmalar olabilmekle beraber söz konusu farklılıkların azaltılması yönünde çabalar gözlenmekte, bu ise global düzeyde sistemler arası bir yakınlaşma olanağını ortaya çıkarmaktadır. (Solomon ve Solomon 2005:148-150)

Tipik sermaye piyasası ve sahiplik yapısı ile birlikte modern şirketlerin temel amacının ortakların karının maksimize edilmesi olduğu yönündeki inanç, şirketlerin “Anglo- Amerikan” vekalet modeli ile birlikte gelişmiştir. Bu durum şirketlerin birer sosyal kurum olarak da algılandığı Alman ve Japon bakış açısı ile sıkça çelişmektedir. (Cook ve Deakin 1999: 4) Böyle bir ayırım yaparken genellikle odaklanılan nokta şirket sahipliği ile şirket yönetimi arasındaki ayrılığın derecesi ve boyutları olmaktadır. Anglo-Amerikan sisteminin temel karakteristiği şirket sahipliği ile yönetimi arasında net bir ayırımın mevcut olmasıdır, bu nedenle de “dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemi” olarak adlandırılır. Burada, Kıta Avrupası ve Japon şirket yapısına daha uygun olduğu için, “içeridekilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemi”nin tersi bir yapı söz konusudur.

Bu iki sistemin farklılığı temelde hukuk sistemlerine dayanmakta ve bu temel farklılık sadece kurumsal yönetim gibi sınırlı bir alanda değil aslında daha en baştan mali piyasaların organizasyonunda kendini göstermektedir.

Dolayısıyla kültürel ve sosyal değerlerden başlayıp, temel hukuk sisteminde belirginleşen bu farklılık ülkelerin mali piyasalarının da birbirine benzememesine neden olmaktadır. Bu ortam içinde elbette her ülkede kurumsal yönetimin kavramının tanımı ve uygulaması birbirinden farklı şekillenmektedir.

Ancak başta Amerika ve İngiltere’yi kapsayan ve Anglo-Sakson ya da Anglo-Amerikan sistemi olarak da adlandırılan sistem ile Almanya ve Japonya’nın önderliğini yaptığı Kıta Avrupası sisteminde geçerli olan kurumsal yönetim uygulamalarının temel farklılıklarına aşağıda kısaca yer verilmiştir.

I.3.1. Dışarıdakilerin Hakimiyetine Dayalı Kurumsal Yönetim Sistemleri

Dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemlerinin temel özelliği büyük şirketlerin sahipleri çoğunlukla bireysel yatırımcılar ya da çeşitli finansal kuruluşlar gibi dışarıdan kişiler iken, bu şirketlerin yönetiminin ve kontrolünün profesyonel yöneticiler tarafından yürütülüyor olmasıdır. Başka bir deyişle bu sistemin geçerli olduğu hallerde şirket sahipliği ile yöneticiliği arasında net bir ayırım söz konusudur, bu nedenle de “dışarıdaki”lerin hakimiyetine dayalı sistemler olarak adlandırılmaktadır.

Dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemleri, gelişmiş sermaye piyasalarına sahip, pay sahipliğinin geniş bir alana yayıldığı, şirketlerin çoğunun halka açık ve halka açıklık oranlarının da son derece yüksek olduğu Anglo-Sakson ülkelerinin uyguladığı sistemdir. Bu sisteme örnek ülkeler ABD ve İngiltere’dir. ABD ve İngiltere uygulanan ve “piyasaya-dayalı sistem” olarak da adlandırılan bu yapı, söz konusu ülkelerin hisse senedi piyasalarının dünya piyasaları üzerindeki etkileri nedeniyle Anglo-Sakson veya Anglo-Amerikan sistemleri olarak da anılmaktadır. (Solomon ve Solomon 2005: 150)

Bu ülkeler genellikle oldukça gelişmiş sermaye piyasalarına sahiptirler. Konuya likidite açısından yaklaşıldığında bu ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmişliği ile paralel olarak son derece likit bir piyasanın varlığından söz etmek mümkündür. Ancak bu likidite avantajının bedeli, dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı sistemlerin bir diğer karakteristiğini oluşturan yönetim üzerinde son derece düşük doğrudan kontrol imkanına neden olmasıdır.(Cook ve Deakin 1999: 5)

Tipik sermaye piyasası ve sahiplik yapısı ile birlikte modern şirketlerin temel amacının ortakların karının maksimize edilmesi olduğu yönündeki inanç, şirketlerin

“Anglo-Sakson” vekalet modeli ile birlikte gelişmiş (Cook ve Deakin 1999: 4) ve önceki bölümlerde vekalet teorisi tartışılırken incelendiği üzere hem yöneticilere hem de pay sahiplerine önemli maliyetler getiren vekalet problemi bu sahiplik-yöneticilik ayırımından doğmuştur.

Dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı olarak adlandırılan bu sistemde şirketler doğrudan yöneticiler tarafından kontrol edilmekte, ancak oy haklarının pay sahiplerine belirli düzeyde bir kontrol olanağı vermesi nedeniyle, dolaylı olarak dışarıdakiler tarafından da kontrol söz konusu olmaktadır. Bu kişiler çoğunlukla finansal kuruluşlar olmakla beraber küçük bireysel yatırımcılar da olabilmektedir. İngiltere ve ABD’de bu sistemi karakterize eden büyük hacimli kurumsal yatırımcıların giderek artan ölçüde şirket yöneticileri üzerinde önemli etki hatta baskı yapmaya başladıkları gözlenmektedir. Bu anlamda kurumsal yatırımcıların şirket paylarının önemli bölümünü ele geçirdikleri ve içeriden büyük pay sahibi konumunda şirket yönetimi üzerinde güçlü bir etki yaratarak “dışarıdakilerin” giderek daha fazla “içeridekiler” konumuna geldikleri görülmektedir. (Solomon ve Solomon 2005:150) Kurumsal yatırımcıların yarattığı bu etki nedeniyle de zaten son yıllarda kurumsal yönetim ilkeleri giderek önem kazanmış bulunmaktadır. Çünkü kurumsal yatırımcılar yatırım yapacakları şirketlerin seçiminde mali yapıları, yatırım projeleri gibi kısıtların yanı sıra giderek artan ölçüde kurumsal yönetim ilkelerinin varlığını ve uygulanıp uygulanmadığını bir yatırım yapma kriteri olarak kullanmaya başlamışlardır.

Ancak kurumsal yatırımcıların giderek daha fazla “içeridekiler” konumuna gelmeleri, yani yeni büyük pay sahibi konumları ile şirket yönetimi üzerinde güçlü bir etki yaratabiliyor olmaları, fon yöneticilerinin temel önceliğinin hala pay

sahiplerinin karlarının maksimize edilmesi olduğu olgusunu değiştirmemekte; bu da pay sahipleri dışındaki menfaat sahiplerinin çıkarları açısından ekstra bir gelişme yaratmamaktadır.

Bu alt bölümle ilgili açıklamalara son vermeden önce Anglo-Sakson vekalet modeli üzerine kurulu bu sistemle ilgili son bir belirleme yapmak yerinde olacaktır. Dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemini tanımlarken sistemin sahiplik ile yönetim arasında net bir ayırımdan yola çıktığını vurgulamıştık. Bu sistemde, şirket sahiplerinin kendilerinin dışındaki bu profesyonel yöneticiler üzerinde hakimiyet kurmasının en temel yollarından biri yöneticilere karşı şirketi satma, teknik deyimle ele geçirme yönünde oy kullanma tehdididir. Bu ele geçirme yönünde oy kullanma tehdidi neticesinde 1980 ve 1990’larda bu sistemin geçerli olduğu ülkelerde pay sahiplerinin çıkarlarının gözetilmesi hususunun önemi artmıştır.

1.3.2. İçeridekilerin Hakimiyetine Dayalı Kurumsal Yönetim Sistemleri

İçeridekilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemleri olarak adlandırılan bu bölümde ele alacağımız sistemde ise şirketlerin mülkiyeti ve kontrolü az sayıdaki büyük pay sahibinin elindedir. Sistemde apraz pay sahipliği, çapraz yönetim kurulu yelikleri yani piramit ortaklık yapıları sık görülen unsurlardır. Zaten pay sahipleri genellikle şirketin kurucusu olan ailelerin fertleri veya kreditor bankalar ile çapraz pay sahipliği ya da piramit ortaklık yapıları yoluyla diğer şirketlerden oluşmaktadır (Solomon ve Solomon 2005, Cook ve Deakin 1999). Dolayısıyla yönetimi kontrol edecek olanlar da ortaklar, bankalar ve işçi temsilcilerinden oluşan “içeridekiler”dir. (Borgia 2005: 15)

Almanya ve Japonya bu tip kurumsal yönetimin uygulandığı ülkelerin başlıca örneklerini oluşturmaktadır. Bu ülkelerdeki mali piyasaların bütününde ve elbette sermaye piyasalarında banka hakimiyeti söz konusu olup (evrensel bankacılık modeli nedeniyle), sermaye piyasaları da nispeten daha az gelişmiş bulunmaktadır. Bu nedenle bu ülkelerde halka açık şirket sayısı ve ele geçirme faaliyetleri göreli olarak azdır. Örneğın, Franks ve Mayer 2000’e göre İngiltere’deki yaklaşık 3000 adet hisse senetleri borsada işlem gören şirkete karşılık, Almanya’da bu sayı 800’den azdır ve bu şirketlerin %85’inde bir ortak %25’ten fazla oy hakkına sahip bulunmaktadır.

İçeridekilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemleri, şirketler ve büyük pay sahipleri arasındaki yakın ilişkiler nedeniyle kimi zaman “ilişkilere dayalı sistemler” olarak ya da başlıca örneklerini Almanya ve diğerk Kıta Avrupası lkelerinin oluşturması nedeniyle “Kıta Avrupası Sistemi” olarak da adlandırılmaktadır.

Konuya likidite açısından bakıldığında, likiditenin yüksek olduğu fakat yönetimsel kontrol sıkıntısının söz konusu olduğu “dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı sistemler”e kıyasla burada, mali piyasaların yapısından kaynaklanan nedenlerle, pay sahiplerinin şirket yönetimi üzerindeki kontrol gçlerinin yüksek buna karşın hisse senetlerinin likiditesinin düşük olduğu görülmektedir. şirketlerin temel hedefinin pay sahiplerinin karının maksimize edilmesi olduğu Anglo-Sakson sisteminden farklı olarak, şirketlerin birer sosyal kurum olarak da algılandığı Alman ve Japon bakış açısını yansıtan bu sistemde şirketler aynı zamanda işçi, tüketicisi, tedarikçi gibi diğerk menfaat sahiplerinin çıkarlarını da dikkate alan politikalar izlemektedir. (Cook ve Deakin 1999: 5) Bu tercihin altında yatan temel anlayış, tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarının şirketin pay sahipleri ile aynı oranda gözetilmesinin

son tahlilde şirket performansının artırılması suretiyle toplamda tüm tarafların refahının artmasını sağlayacağına olan inançtır. Bu elbette sadece karar verici konumdakilerin sosyal sorumluluk duygusundan kaynaklanmamakta, aynı zamanda kanunlarla belirlenen yapı ile de desteklenmektedir. Dolayısıyla bu iki sistemin uygulandığı ülkelerin hukuk sistemlerinin farklılığı bu noktada önemli rol oynamaktadır

Almanya ve Japonya gibi içerdeki hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemlerinin hangisinin daha üstün olduğu literatürde yaygın biçimde tartışılmaktadır. Anglo-Sakson tarzı kurumsal yönetim sistemlerinin yerine bu sistemlerin kullanılmasının yararları tartışılmakla beraber trendin aksi yönde geliştiği görülmektedir.

İçerdeki hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemlerinde şirket sahipleri ile yöneticiler arasındaki yakın bağların sonucu olarak vekalet sorununun daha az olması ilk bakışta olumlu bir özellik olarak görülebilmektedir. Ancak bu sistemde de sistemin özelliklerinden kaynaklanan kendine özgü başka sorunlar bulunmaktadır.

Şirket sahipleri ile yöneticiler genellikle aynı kişiler olduklarından, vekalet ilişkisi nedeniyle söz konusu olan problemler azalmakta ve bu grupların çıkarlarının uyumlaştırılmasında daha az sorun yaşanmaktadır. Ancak, bu defa daha farklı ve ciddi kurumsal yönetim problemleri gündeme gelmektedir. Bu sistemin benimsendiği ülkelerin birçoğunda şirket sahipliği ile yönetim ve kontrol fonksiyonları neredeyse birleştiğinden bu kez gücün kötüye kullanımı söz konusu olabilmekte, bu da azınlık pay sahiplerinin şirket hakkında yeterli bilgi alamayabilmelerine, şeffaflığın sağlanamamasına ve şirket faaliyetlerinin idamesinde sahip olunan gücün kötüye

kullanımının daha sık gerçekleşmesine neden olmaktadır. (Solomon ve Solomon 2005, Paslı 2004)

Şeffaf olmayan finansal işlemler ve fonların kötü kullanımı bu sistemlerde yaygın olarak yaşanmaktadır. Gerçekten de birçok Asya ülkesinde 1997 yılında yaşanan büyük krizde, şirketlerde pay sahipliği yapısında aşırı yoğunlaşma ve buna bağlı kurumsal yönetim zayıflıkları neden olarak gösterilmiş, birçok Asya ülkesi genellikle kanunlarında değişiklikler yapmak yoluyla kurumsal yönetim sistemlerini iyileştirme çabalarına girişmiştir. (Solomon ve Solomon 2005: 149)

“İçeridekilerin” ve “dışarıdakilerin” hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemlerine ilişkin yukarıda verilen açıklamalar ışığında her iki sistemin de kendine göre avantaj ve dezavantajları bulunduğu görülmektedir. Her iki sistemde de mevcut dezavantajların giderilmesine yönelik ciddi çaba gösterilmektedir. Dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemlerinin geçerli olduğu ülkelerde, sistemin vekalet ilişkisinden kaynaklanan sorunlarını çözmek için bağımsız yönetim kurulu üyeliklerinin yaratılması ya da denetim fonksiyonun etkinliğinin artırılmasına yönelik çok ciddi çalışmalar yapılması gibi çeşitli tedbirler alınmaktadır. Benzer şekilde içeridekilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemlerine sahip ülkelerde de şirket sahipliği ile yönetim fonksiyonlarının iç içe geçmesinden kaynaklanan sorunlar azınlık haklarının iyileştirilmesi, şeffaflık ve kamuyu aydınlatma standartlarının geliştirilmesi ve hesap verebilirliğin artırılması gibi önlemler alınmak suretiyle giderilmeye çalışılmaktadır.

I.3.3. Ülke Uygulamaları

Bu bölümde yukarıda kurumsal yönetim sistemleri tartışılırken her bir sistem için örnek olarak verilen 3 temel ülkenin kurumsal yönetim konusunda bugüne değin neler yapmış oldukları kısaca özetlenecektir.

I.3.3.1. İngiltere

İngiltere, kurumsal yönetim çalışmaları açısından dünyada önder olarak kabul edilmektedir. Bu ülkede kurumsal yönetimin tarihçesine bakıldığında 1992 yılının başlangıç noktası olarak alınması gerekir. Bu tarihte yayımlanan ve Cadbury Raporu olarak anılan rapor kurumsal yönetim uygulamalarını yazılı olarak standardize eden ilk doküman olma özelliğini taşımaktadır. Aşağıda bu rapordan başlayarak İngiltere’de kurumsal yönetim alanında yayımlanan temel dokümanlara yer verilmektedir:

- Cadbury Raporu (1992): Adını konuya ilişkin olarak oluşturulan “Kurumsal Yönetimin Finansal Yönleri Komitesi”nin başkanlığını yapan Adrian Cadbury’den alan bu rapor ve akabinde yayımlanan ilkeler seti, özellikle odaklandığı yönetim kurulu üyeleri, denetim ve pay sahipleri başlıkları altında bir dizi kuralı içermektedir. Söz konusu ilkeler şirketler açısından yasal olarak bağlayıcı olmamakla birlikte, borsanın kotasyon koşulları içinde yer alması nedeniyle şirketler bu kurallara uyup uymadıklarını ve uymuyorlar ise uymama nedenlerini detaylı olarak açıklamak zorundadırlar. Kurumsal yönetim açısından bu raporun hem İngiltere’de hem de dünya uygulamaları üzerinde çok önemli etkileri olmuştur.

- Greenbury Raporu (1995): Kurumsal yönetim alanında yapılan ikinci temel çalışma olan Greenbury Raporu yöneticilere sağlanan mali haklar ve ödüllendirme sistemleri konusu üzerinde yoğunlaşmıştır. Raporun amacı yöneticilere sağlanan mali hakların kısıtlanması değil, bu mali haklar ile performans arasında bir denge kurulmasının sağlanmasıdır.
- Hampel Raporu (1998) ve Birleştirilmiş İlkeler (Combined Code) (1998): Hampel Raporu, daha önce değindiğimiz Cadbury ve Greenbury raporları ile getirilen kurumsal yönetimin hem finansal yönlerini hem de yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin kurallarını içeren bir dokümandır. 1998 yılında yayımlanan kurumsal yönetime ilişkin ilkeler (Combined Code) da bu rapordan hareketle kaleme alınmıştır. Rapor, daha önceki iki rapor ile benimsenen ilkelerin yansısı, düzenleme bazlı bir yaklaşım yerine gönüllü uygulama yaklaşımının sürdürülmesini vurgulamakta, pay sahipleri ile menfaat sahipleri arasında denge kurulmasına olan ihtiyacı gündeme getirmekte, emeklilik şirketlerine ilişkin özel kurallara yer vermekte ve şirketler ile kurumsal yatırımcılara ilişkin iki temel bölümden oluşmaktadır. Söz konusu ilkeler daha sonra 2000 ve 2003 yıllarında revize edilmiştir.
- Turnbull Raporu (1999): Rapor özellikle iç kontrol konusu ile ilgilenmekte ve Birleştirilmiş İlkeler (Combined Code) arasında yer alan bu konu ile ilgili kuralları detaylandırmaktadır.
- Higgs Raporu (2003): Rapor bağımsız yönetim kurulu üyelerinin rolü ve etkinliği üzerine odaklanmıştır. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri Cadbury ve Greenbury raporlarında da yer almaktadır. Ancak konu

ABD’deki Enron skandalı ile üzerinde tartışılması gereken bir alan olarak yeniden gündeme gelmiştir. Higgs Raporu’nun konuya ilişkin getirdiği temel yenilik bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sayısının toplam üye sayısının yarısından az olmamasını ve bağımsız üyeler ile şirket sahipleri arasında sıkı ilişkiler kurulmasını tavsiye etmesidir.

- Smith Raporu (2003): Rapor özellikle dış denetçi ile şirket arasındaki ilişkiler ve şirketin denetim komitesinin sorumluluğu konuları ile ilgilenmektedir. Denetim komitesinin kurulması aslında Cadbury Raporu ile tavsiye edilmiş olmakla birlikte, Enron skandalını takiben denetim komitesi ve iç denetimin başarısızlığının şirketlerin batmasındaki temel nedenlerden biri olduğunun ortaya çıkması nedeniyle bu konuda iyileştirmeler yapılması ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Raporun konuya ilişkin getirdiği temel yenilik bağımsız denetim şirketinin müşterisi olan şirkete danışmanlık gibi başka hizmetler vermesinin engellenmesini önermesidir.
- Birleştirilmiş İlkeler’in (Combine Code) Revize Edilmiş Hali (2003): İngiltere’de ilk kez 1998 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri (Combined Code) arasında yer alan orijinal ilkelerle benimsenen yaklaşımları açıklayan ve güçlendiren bu revize edilmiş ilkeler temel olarak yöneticilere sağlanan mali haklar, kurumsal hesap verebilirlik ve şeffaflık başlıklarına yoğunlaşmaktadır. Söz konusu ilkeler son olarak iç denetime ilişkin ilkeler kapsamında Ekim 2005’te revize edilmiştir.

I.3.3.2. ABD

Amerika son derece gelişmiş sermaye piyasaları ile dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemlerinin başta gelen temsilcilerinden biridir. Amerikan kurumsal yönetim sistemi, “uy ya da açıkla” ilkesinin benimsendiği İngiltere’ye kıyasla daha fazla düzenlenmiş ve zorunlu hale getirilmiş kurallardan oluşmaktadır. Amerika’da kurumsal yönetime ilişkin çalışmaların tarihçesi 1950’lere kadar geri götürülebilmekteyse de konu son 10-20 yılda hızla önem kazanmıştır. Bunda kurumsal yatırımcıların sayı ve büyüklük olarak hızla artması ve yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimi ile ilgili konulara dahil olmaya istekli hale gelmeleri, ele geçirmelerin hızla artması ve CalPERS (California Public Employees’ Retirement System), İşletme Yuvarlak Masası (The Business Roundtable), Ulusal Şirket Yöneticileri Birliği (National Association of Corporate Directors-NACD) ve Amerikan Hukuk Enstitüsü gibi Amerika’daki pek çok saygın kuruluşun kurumsal yönetimin geliştirilmesi için öneriler geliştirmeleri etkili olmuştur. Amerika’da kurumsal yönetimin geçirdiği gelişim sürecine bakıldığında yukarıda sözü edilen kuruluşların da çabaları ile kurumsal yönetim sistemine ilişkin olarak başlıcaları;

- İşletme Yuvarlak Masası (The Business Roundtable) tarafından 1997 yılında hazırlanan Kurumsal Yönetim Beyanı (Statement on Corporate Governance),
- New York Borsası ve Ulusal Şirket Yöneticileri Birliği (NACD)’nin işbirliği ile hazırlanan ve 1998 yılında yayımlanan Denetim Komitelerinin Etkinliğini Artırmaya Yönelik Blue Ribbon Komisyonu Raporu (Report

of the NACD Blue Ribbon Commission on Improving the Effectiveness of Audit Committees),

- Yine Ulusal Şirket Yöneticileri Birliği (NACD)'nin katkılarıyla hazırlanan ve ilk kez 1996 yılında yayımlanıp, 2001 yılında revize edilen Yönetici Profesyonelliği Hakkında Blue Ribbon Komisyonu Raporu (Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism),
- Amerikan Hukuk Enstitüsü tarafından hazırlanan ve 1994'te yayımlanarak 2002'de revize edilen “Kurumsal Yönetim İlkeleri: Analiz ve Tavsiyeler” (Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations),
- Kurumsal Yatırımcılar Konseyi (Council of Institutional Investors) tarafından 1998 yılında hazırlanan ve 2002 yılında gözden geçirilen “Temel Politikalar, Genel Kurallar, Pozisyonlar ve Açıklayıcı Notlar” (Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes),
- İşletme Yuvarlak Masası (The Business Roundtable) tarafından 2002 yılında yayımlanan “Kurumsal Yönetim İlkeleri” (Principles of Corporate Governance),

olmak üzere yayımlanmış temel dokümanlar mevcuttur.

(www.ecgi.org/codes/all_codes.php)

Biraz sonra değinilecek olan Sarbanes-Oxley Kanunu'na kadar, yukarıda başlıcalarına yer verilen kurumsal yönetim ilkelerinin oluşturulması ve geliştirilmesine ilişkin rapor ve dokümanların hiçbiri Amerikan sistemi anlamında federal bir kanun niteliğinde olmamakla birlikte, gerek Amerikan Sermaye Piyasası

Kurulu (SEC) ve ilgili ulusal borsaların kurumsal yönetim ilkelerine paralel olarak getirdiği kurallar, gerekse mahkeme kararları Amerika’da kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi ve uygulanmasını sağlamıştır. (Craig 2004: 121)

Ancak 2000’li yılların başlarına gelindiğinde Enron, Worldcom ve Arthur Andersen gibi şirketlerde ardı ardına yaşanan skandallar kurumsal yapının tekrar ve acilen gözden geçirilmesi ihtiyacını doğurmuştur. Bu değişiklik rüzgarı sadece Amerika’da değil, İngiltere ve Almanya dahil dünyanın hemen her yerinde kendini göstermiş ve Amerika’da yapılan bir dizi reforma paralel olarak pek çok ülkede de özellikle kurumsal kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konularında yoğunlaşan yeni düzenleme ve değişikliklerin gündeme gelmesine yol açmıştır.

Amerika’nın 7’inci büyük enerji şirketi olan Enron’u iflasa kadar sürükleyen olaylar, yasadışı uygulanan bazı muhasebe kuralları ile Enron dışında kurulmuş bir çok başka şirket kanalıyla risklerin ve oluşan zararların bilanço dışına çıkarılarak gizlenmesi olmuştur. Olayda şirket yöneticilerinin özellikle maaş, prim veya hisse senedi opsiyonları yoluyla kişisel servetlerini artırmak için çeşitli hileli yollara başvurmuş oldukları ve şirketi yatırımcılar adına denetlemek ve izlemek ile yükümlü olan denetim şirketi ile analistleri yanılttıkları anlaşılmıştır. Şirket’in 2001 yılı Ekim ayında zarar açıklamasıyla başlayan süreç, muhasebe skandallarının ortaya çıkmasıyla Aralık 2001’de Enron’un iflas etmesi ile sonuçlanmıştır. Enron’un bağımsız denetim ve danışmanlık faaliyetlerini yürüten Arthur Andersen’in bazı denetim raporlarını sakladığının ortaya çıkması sonucunda ise bu denetim şirketi sektörden çekilmek zorunda kalmıştır.(Koç, Yavuz ve Yalın 2004: 560-561)

Yaşanan bu şirket skandallarının altında yatan temel sorun, şirketin üst düzey yöneticilerinin lehine ciddi bir güç dengesizliğinin mevcudiyetidir. Bu sorun, aslında

zaten bölümün başında tartıştığımız vekalet ya da pay sahipleri teorisi olarak bilinen ve Anglo-Sakson ülkelerinin temel yapısını oluşturan şirket sahipliği ile yöneticiliğinin ayrılmış olmasından ve şirketin günlük işlerini pay sahipleri adına yürütmesi için tutulan yöneticilerin zaman içinde ciddi olarak güçlenmiş olmalarının yarattığı potansiyel suiistimallerden kaynaklanan vekalet problemidir. Bu bağlamda yeniden ele alınan etkin bir kurumsal yönetime nasıl ulaşılır sorusu kapsamında yürütülen çalışmalar, sonuçta Sarbanes-Oxley Kanunu olarak Temmuz 2002’de yasalaşmıştır. Kanun ile temel olarak pay sahipleri, yönetim kurulu ve üst yöneticiler gruplarına çeşitli seviyelerde yeni yetki ve sorumluluklar getirilmektedir. Kanun ile çok genel olarak şirketlerin üst yöneticileri (genel müdür ve finansman müdürleri) için şirketlerin mali tablolarının tam ve doğru olduğunu onaylamaları zorunluluğu, denetim komitesi oluşturulması zorunluluğu, bağımsız denetim şirketinin denetim hizmeti verdiği şirkete ayrıca danışmanlık yapmasının yasaklanması, çalışılan denetim firmalarının belli sürelerde değiştirilmesi zorunluluğu, içeridekilerin hisse senedi pozisyonlarını açıklaması zorunluluğu gibi konularda düzenlemeler yapılmış ve mali tabloların doğru olmaması ya da şirketin hatalarını ortaya çıkaran yetkililerinin engellenmesi gibi durumlar için ciddi ceza ve yaptırımlar öngörülmüştür. Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu’na (SEC) kayıtlı tüm ortaklıkları kapsayan bu Kanun ile usulsüzlüklerin önlenmesi, kurumsal şeffaflığın artırılması, kaynakların ortaklık yararına kullanılması, mali tabloların tam ve doğru olarak kamuya açıklanmasının sağlanması ve nihayetinde yaşanan şirket skandallarından etkilenen yatırımcı güveninin artırılması amaçlanmıştır.

New York Borsası da, Sarbanes-Oxley Kanunu’nun çıkarılmasından sonra Ağustos 2002’de New York Borsası Kurumsal Hesap Verebilirlik ve Kotasyon

Standartları Komitesinin tavsiyelerini içeren kurumsal yönetim ilkelerini iyileştirmeye yönelik önerilerini (Corporate Governance Rule Proposals) ve Kasım 2003'te New York Borsası Nihai Kurumsal Yönetim İlkeleri (Final NYSE Corporate Governance Rules) adıyla nihai metnini yayımlamıştır.

I.3.3.3. Almanya

Alman kurumsal yönetim sistemi, Kıta Avrupası ya da içeridekilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim sistemleri olarak sınıflandırılan bu sistemlerin başlangıç noktasını ve en temel örneğini oluşturmaktadır.

Alman modelinin Anglo-Sakson sistemine göre temel farklılığı yönetim kurulunun ikili yapısından kaynaklanmaktadır. Bu ikili yapıda, şirketin yönetimi, yürütme kurulu (management board) ve gözetim kurulu (supervisory board) olarak anılan iki ayrı kuruldandır. Adından anlaşıldığı üzere şirket faaliyetlerinin gözetiminden sorumlu olan gözetim kurulunun üyeleri, genel kurulda şirket ortakları tarafından seçilmekte (belli sayıdan fazla işçi çalıştıran şirketlerde ise gözetim kurulunun yarısı genel kurulda ortaklar tarafından seçilirken, diğer yarısı işçi temsilcilerinden oluşmaktadır) ve bu nedenle genel kurulda ortaklara hesap vermesi gereken kişiler olmaktadır. Gözetim kurulu üyeleri de yürütme kurulu üyelerini belirlemektedir. İlke olarak bir kişinin her iki kurulda birden görev yapması mümkün değildir. Şirketin günlük faaliyetlerinin yürütülmesi ve bunun için gerekli kararların alınması ise yürütme kurulunun sorumluluğundadır. Bu süreçte gözetim kurulu üyelerinin bir rolü bulunmamakta, ancak yürütme kurulundan gerekli hallerde bilgi talep edebilmektedirler. Böylece şirketin yönetimi ve denetimi fonksiyonları net olarak birbirinden ayrılmış olmaktadır. (Garrod 1996: 8-9, Paslı 2004: 38-41)

Alman sisteminin bir başka farklılığı da şirketlerin mülkiyet yapısında kendini göstermektedir. Alman şirketlerinin yapısı genellikle az sayıda büyük ortaktan oluşmakta olup, piramit ortaklık yapıları ve karşılıklı iştirak sıkça görülmektedir. Bu tür bir mülkiyet yapısı bir taraftan karşılıklı bilgi alışverişini kolaylaştırır ve ortaklar ile şirketin Anglo-Sakson ülkelerindeki aksine uzun vadeli ilişki içinde olmalarına, böylece şirketin uzun vadeli stratejiler geliştirebilmesine olanak sağlarken, diğer taraftan yeterince şeffaf olmayan uygulamaların yerleşmesine yol açabilmektedir.

Almanya’da kurumsal yönetim sisteminin gelişimi özellikle şeffaflığa yönelik bu tür eleştirileri ortadan kaldırmaya yönelik çabalara sahne olmuştur. Nitekim dünya çapında artan globalizasyon eğilimi sonucunda ve yabancı yatırımcıları daha çok çekebilmek için sistemde özellikle şeffaflığı artırmaya yönelik bir dizi değişiklik gerçekleştirilmiştir.

Almanya’da kurumsal yönetime ilişkin söz edilmesi gereken ilk temel düzenleme 1998 yılında uygulamaya konulan ve “KonTraG” olarak anılan “Şirketlerde Şeffaflık ve Kontrolün İyileştirilmesine İlişkin Kanun”dur. Söz konusu Kanun ile temel olarak şeffaflığın teşvik edilmesi, şirketlerdeki kontrol ve gözetim sistemlerinin iyileştirilmesi, risk yönetimi mekanizmalarının yerleştirilmesi, şirketin yönetimindeki kurulların (yürütme ve gözetim kurulları) görevlerinin net olarak ayrıştırılması ve bu kurulların görev ve sorumluluklarının açıkça belirlenmesi amaçlanarak, bu doğrultuda kurallar getirilmiştir.

Konuya ilişkin çalışmalar 2000 yılında Almanya Kurumsal Yönetim İlkelerinin yayımlanması ile devam etmiş ve takiben 2001 yılında Alman kurumsal yönetim sisteminin iyileştirilmesi ve uluslararası standartlar ile uyumlaştırılması

amacıyla hazırlanan ve Baums Raporu olarak da bilinen tavsiyeler yayımlanmıştır. Rapordaki tavsiyeler, başkanlığını yapan Gerhard Cromme’e atfen “Cromme Komisyonu” olarak da bilinen hükümet komisyonunda onaylanarak Şubat 2002’de Alman Kurumsal Yönetim İlkeleri (The German Corporate Governance Code) ya da Cromme İlkeleri (The Cromme Code) adıyla yayımlanmıştır. Daha sonra Mayıs 2003’te ve 2005’te bu ilkelere bazı eklemeler yapılmıştır. Bu ilkeler seti özetle Alman şirketlerinin yönetim ve gözetimi süreçlerinde uygulanmak üzere iyi yönetim (good governance) ve hesap verebilirliğin geliştirilmesi için ulusal ve uluslararası standartlara uygun kurumsal yönetim kuralları getirmektedir.

I.4. KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN ULUSLARARASI GİRİŞİMLER

Son yıllarda dünya çapında yaşanan globalizasyon eğilimi ve uluslararası iş ve işlemlerin giderek artması uluslararası alanda karşılaştırılabilir uygulama ve standartların geliştirilmesi ihtiyacını artırmıştır. Sonuç olarak finansal piyasaların birçok alanında gözlemlenen uluslararası uyumlaştırma ve genel kabul gören standartlar ortaya koyma faaliyetleri ortaya çıkmıştır.

Kurumsal yönetim alanına da yansıyan bu genel kabul gören standartlar belirleme ihtiyacı uluslararası yatırımların, yabancı bağlı kuruluşların ve uluslararası sermaye piyasalarında entegrasyonun artması sonucunda mali piyasaların bütününe uluslararası alanda uyumlaştırılmasına yol açan gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Tüm dünyada şirketler artık sadece iç finansman kaynaklarına dayanmamakta, fon sağlayıcısı olarak artan oranda yabancı yatırımcılara da yönelmektedir. Bu nedenle de kurumsal yönetimde standardizasyon ülkelerin mali piyasalarına güvenin

artırılmasının ve yatırım yapacak kuruluşların güvenini kazanmanın bir yolu olarak önem kazanmaktadır.

Bu çerçevede, son yıllarda pek çok uluslararası kuruluş kurumsal yönetim alanında işbirliğinin artırılması için aktif olarak faaliyet göstermektedir. Ancak her ülkenin kendine göre farklı hukuk yapılarına, finansal sistemlerine, şirket ortaklık yapılarına, kültürlerine ve ekonomik faktörlere bağlı olarak bir kurumsal yönetim sistemine sahip bulunmakta olduğu dikkate alındığında, böylesine farklı sistemlere sahip ülkelerde uygulanmak üzere geliştirilecek standart ilkeler setinin son derece esnek olması ve uluslararası hassasiyetleri dikkate alması gerektiği unutulmamalıdır. Bu alandaki başlıca uluslararası girişimler aşağıda özetlenmektedir.

1.4.1. OECD

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) 1998 yılında kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin öneriler geliştirmek üzere 29 üye ülkenin temsilcileri ile Avrupa Birliği Komisyonu, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlement-BIS) temsilcilerinden oluşan bir çalışma grubu oluşturmuştur. Bu çalışmalar sonucunda, kurumsal yönetim alanında uluslararası kabul görmüş ilk ilkeler seti OECD tarafından 1999 yılında yayımlanmış, 2004 yılında ise yaşanan gelişmeler de dikkate alınarak revize edilmiştir.

Pay sahiplerinin hakları, pay sahiplerinin eşit işleme tabi tutulmaları, kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü, kurumsal raporlama ve denetim de dahil olmak üzere şeffaflık ve kamuyu aydınlatma ile yönetim kurulu üyelerinin sorumlulukları olmak üzere 5 temel başlık altında toplanmış olan kurumsal yönetim ilkelerinin bağlayıcı bir gücü bulunmamakla birlikte, bu ilkeler seti ülkelere

kurumsal yönetim için kendi hukuki ve kurumsal yaklaşımlarını geliştirirken yardımcı olacak standardize edilmiş ve uluslararası alanda kabul görmüş bir çerçeve sağlamaktadır.

1.4.2. Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı (The International Corporate Governance Network – ICGN)

ICGN kurumsal yönetim reformu ile ilgilenen büyük uluslararası yatırımcıların dünyadaki kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin olarak uluslararası iletişim ve işbirliğini artırmaya yönelik olarak kurulmuş, kar amacı gütmeyen bir organizasyondur. ICGN'nin;

- 1) Kurumsal yönetime ilişkin uluslararası görüş alış verişi yapabilmek için yatırımcılara yol gösteren bir ağ oluşturmak,
- 2) Kurumsal yönetim ilke ve uygulamalarını incelemek,
- 3) Kurumsal yönetim ilke ve rehberlerine bağlılığı geliştirmek ve teşvik etmek,
- 4) Genel olarak iyi kurumsal yönetimi teşvik etmek,

olmak üzere dört temel amacı bulunmaktadır: (www.icgn.org/organisation)

1955 yılında kurulan ICGN'nin bu çalışmaları OECD ilkelerinin geliştirilmesine katkı sağlamış ve 1999 yılında yayımladıkları OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerini desteklediklerini ve bu alanda bir kilometre taşı olarak kabul ettiklerini içeren bir beyanat ile sonuçlanmıştır. ICGN kurumsal yönetime ilişkin çalışmalarına şirketlere bu anlamda rehberlik ederek devam etmektedir.

1.4.3. Devletler Topluluğu Kurumsal Yönetim Birliği (The Commonwealth Association for Corporate Governance - CACG)

Kurumsal yönetime ilişkin bir başka uluslararası girişim de Kurumsal Yönetim İlişkin Commonwealth Birliği tarafından 1999 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleridir. Birliğin amacı, web sayfasında eğitim, danışmanlık ve bilgilendirme yoluyla üye ülkelerde en iyi uluslararası kurumsal yönetim standartlarını geliştirmek ve iyi kurumsal yönetimi yerleştirmek suretiyle üye ülkelerin kurumsal gelişimini hızlandırmak olarak özetlenmektedir (www.cacg-inc.com). Bu amaç doğrultusunda yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri de spesifik olmaktan çok, iyi kurumsal yönetimin sağlanması için oluşturulacak ulusal stratejilerin geliştirilmesine yardımcı olma niteliği taşımaktadır. (Collier ve Zaman 2005: 754)

1.4.4. Avrupa Birliği

Avrupa Komisyonu bünyesinde yıllardır üye ülkeler için kurumsal yönetimin geliştirilmesine rehberlik etmeye yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Ancak Avrupa Birliği bünyesinde bugüne kadar üye ülkeler için geçerli olacak bir kurumsal yönetim ilkeleri seti geliştirmeye yönelik bir girişim olmamıştır. Nitekim Avrupa Komisyonunun 2003 tarihli Şirketler Hukukunun Modernleştirilmesi ve Avrupa Birliğinde Kurumsal Yönetimin Güçlendirilmesi başlıklı raporunda “*Komisyon, Avrupa Kurumsal Yönetim İlkelerinin herhangi bir önemli katkısı olmayacağına, sadece uluslararası ilkeler ile ulusal uygulamalar arasında bir katman daha yaratılmış olacağına inanmaktadır*” ifadesi yer almaktadır. (Avrupa Komisyonu, 2003) Raporda bu ifadeden sonra, Avrupa Birliğine özgü bir ilkeler seti yayınlanmasına gerek olmadığına inanılmakla birlikte, sadece bağlayıcı olmayan ilkelere dayalı yaklaşımların kurumsal yönetim anlayışının yerleştirilmesi için yeterli

olmayacağı ve Avrupa Birliği'nin bazı temel konuları içeren kurallar geliştirerek, üye ülkelerin kurumsal yönetim ilkeleri arasındaki koordinasyonu geliştirmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Bu temel konular ise özetle yıllık kurumsal yönetim uyum beyanı, ortaklık haklarının iyileştirilmesi, bağımsız yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar ve kurumsal yatırımcıların yatırım politikalarını açıklamaları başlıkları altında toplanmakta ve bu kapsamdaki çalışmalara devam edilmektedir. Bu çerçevede Avrupa Birliği 2004 yılında yönetici ücretleri ve bağımsız yönetim kurulu üyeliği konularında birer tavsiye kararı ve 2005'te de yıllık raporlarda kurumsal yönetime uyum konusunda açıklama yapılmasına yönelik direktif tasarısını yayımlamış bulunmaktadır.

1.4.5. Global Kurumsal Yönetim Forumu (Global Corporate Governance Forum–GCGF)

OECD ve Dünya Bankasının ile özel sektör temsilcilerinin katılımıyla birlikte oluşturduğu bu organizasyon uluslararası alanda kurumsal yönetimin geliştirilmesi için öncü rol oynamaktadır. GCGF nin varlık nedeni ülkelere şirket yönetim standartlarının geliştirilmesinde yardım etmek, girişimcilik ve hesap verebilirliğin yerleşmesini sağlamak ve dürüstlük, sorumluluk ve şeffaflığı artırmak olarak ifade edilmektedir. (www.valuebasedmanagement.net/organizations_worldbank.html)

Kurumsal yönetimin yerleştirilmesi için işçi organizasyonları, akademisyenler ve menfaat sahibi gruplarına rehberlik etmek üzere GCGF bünyesinde oluşturulan Danışma Kurulu bu alandaki çalışmalarını sürdürmektedir.

1.5. KURUMSAL YÖNETİMİN TEMEL UNSURLARI

Kurumsal yönetim anlayışı, eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk olmak üzere dört temel unsur üzerine oturtulmakta olup, bu temel unsurlar iyi bir kurumsal yönetim sistemi için olmazsa olmaz kavramlar olarak değerlendirilmektedir. (SPK 2005, Gregory ve Simms 1999)

1) Eşitlik (Fairness): Şirket yönetiminin, tüm faaliyetlerinde pay ve menfaat sahiplerine eşit davranması ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade eder. Şirketle ilgili menfaat sahipleri, pay sahiplerinin yanı sıra çalışanları, müşterileri, alacaklıları, tedarikçileri, devleti ve potansiyel yatırımcıları içermektedir.

Pay sahiplerinin korunmasına yönelik olarak yöneticilerin ya da çalışanların usulsüz işlemlerinin önlenmesi, piyasada fırsat eşitliğini bozucu eylemlerin yasaklanması, pay sahiplerinin aktif bir şekilde ortaklık yönetimine katılmasını sağlayıcı düzenlemeler yapılması ve belli grupların menfaatlerinin ön plana çıkmasını önlemeye yönelik girişimler bu ilkenin yerleşmesi için gereken başlıca hususlardır. (Paslı 2004: 53)

2) Şeffaflık (Transparency): Ticari sır niteliğinde ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, düşük maliyetle ve kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması yaklaşımıdır.

Şeffaflık teması ile şirketin mali durumu, operasyonel faaliyetleri kadar mülkiyet ve yönetim yapısı, kurumsal amaçları, karşılaşılabileceği tahmin edilebilir riskler hakkındaki bilgilerin de doğru, zamanında ve eşit olarak ulaşılabilecek şekilde kamuya açıklanması amaçlanmaktadır.

3) Hesap Verebilirlik (Accountability): Yönetim kurulu üyelerinin esas itibariyle anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğunu ifade etmektedir.

Pay sahiplerinin seçilmiş temsilcileri olan yönetim kurulu üyelerinin kararlarında kendi çıkarlarını gözetmekten kaçınacak şekilde dürüst ve dikkatli davranmaları beklenir. Bu beklentinin gerçekleşebilmesi ise yöneticilerin iş ve işlemlerinin sonuçlarına ilişkin olarak pay sahiplerine hesap vermelerini gerektirir. Hesap verme zorunluluğu, yöneticilerin şirket hedeflerine ulaşılabilmesi için gereken çabayı belli bir disiplin içinde göstermelerini sağlar.

4) Sorumluluk (Responsibility): Yönetimin şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğu ve bunun denetlenmesi süreci olarak ifade edilmektedir.

Bunun ötesinde yöneticilerin pay sahipleri dışındaki menfaat sahiplerinin çıkarlarının da karar alma sürecinde dikkate alınması ve bu gruplar ile işbirliği içinde olunması anlayışını sergilemektedir.

Sorumluluk kavramı aynı zamanda şirketin sosyal yönünü de ön plana çıkartmaktadır. Buradan hareketle şirket, eğitim, insan hakları, çevre, gelecek nesiller gibi çok daha geniş bir alana yayılan sosyal sorumlulukları bulunan bir organizasyon olarak kabul edilmektedir. “Kurumsal Sosyal Sorumluluk (Corporate Social Responsibility)” kavramı bu noktada şirketin hem doğrudan ilişki içinde olduğu menfaat sahiplerinin çıkarlarının gözetilmesini hem de daha geniş bir perspektifle sosyal ve toplumsal görevleri bulunduğunu ifade etmek üzere kullanılmaktadır.

1.6. ZORUNLU YA DA GÖNÜLLÜ KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ

Buraya kadar kavram olarak kurumsal yönetimden, kurumsal yönetim anlayışını oluşturan teorik çerçeveden ve kurumsal yönetim sistemleri ile bazı ülke örneklerinden söz edilmiştir. Bu bölüm ise kurumsal yönetim sistemlerinin zorunlu ya da gönüllü olarak dizayn edilmesi tartışmasına ayrılmıştır. Bu tartışma, özellikle çalışmamızın konusunu oluşturan kurumsal yönetimin şeffaflık ve kamuyu aydınlatma ilkeleri bağlamında ileride Türk sermaye piyasası ile ilgili yapacağımız değerlendirmelere temel oluşturacaktır.

Sermaye piyasalarında düzenleme, kamu otoritelerinin yasal düzenlemeler ile belirlediği ve piyasa katılımcılarının da uydukları ya da aksi takdirde yaptırımla cezalandırıldıkları bir yapı üzerine oturtulmuştur. Kurumsal yönetim sistemi ise çoğunlukla bu klasik düzenleme yani “uy ya da cezalandırıl” sisteminin bir adım ötesinde durmakta ve şirketlere belli sınırlar içerisinde kendi uygulamalarını belirleme ve dizayn etme imkanı tanımaktadır.

Ancak hem şirketlere sunulan bu imkan hem de ilkelere uyumun nasıl sağlanacağına ilişkin kullanılacak yöntemler elbette kurumsal yönetim ilkelerinin nasıl bir yasal yapı içinde sunulduğu ile ilgilidir. Birçok ülkede bu ilkeler, sektördeki kimi birlik ya da organizasyonlar, akademisyenler, öz düzenleyici kuruluşlar veya kamu otoritelerince hazırlanmış olup, tamamıyla tavsiye niteliği taşımaktadır. Kimi ülkelerde, iyi kurumsal yönetim kavramı ile birlikte anılan pek çok husus doğrudan yasal olarak bağlayıcı nitelikteki düzenlemelere konu edilmiştir. Bazı ülkelerde ise tercih edilen yöntem, şirketlerin kurumsal yönetim anlamında kendi tercihlerini

yapmalarına imkan verilmesi, ancak şirketlere yaptıkları tercihe göre kamuya açıklama zorunluluğu öngörülmesi şeklinde gelişmiştir.

Anand 2005'te zorunlu ya da gönüllü kurumsal yönetim sistemlerinin özetle aşağıdaki avantaj ve dezavantajlara sahip olduğu tartışılmaktadır:

1) Asgari Bir Standart Çerçeve Oluşturma Açısından: Zorunlu sistemlerin en önemli avantajı kamu otoritesine piyasa katılımcılarının uyacakları asgari standartları belirleme imkanı sunmasıdır. Eğer sermaye piyasalarını düzenlemekle görevli kamu otoritesinin birinci önceliği “yatırımcının korunması” ise kurumsal yönetim sistemlerinde de yer alan bu amaca ulaşmanın yollarından biri ve belki de en geçerlisi zorunlu düzenlemeler yapmak suretiyle etkin bir koruma mekanizması oluşturmaya çalışmaktır. Asgari ilkelerin belirlendiği bir kurumsal yönetim sistemi yatırımcılar açısından şirketleri değerlendirmek bakımından temel bir çerçeve sunarken, gönüllü sistemler bu bağlamda ilkeleri kimin ne kadar uyguladığının yeterince bilinmemesi veya olası uygulama farklılıkları nedeniyle yatırımcının korunması ve şirket yönetiminin etkinleştirilmesi amaçlarına ulaşmada asgari bir garanti sağlamaktan uzak olacaktır.

2) İlkelere Uyumun Sağlanması Açısından: İlkelere uyumun sağlanması başlığı altında da doğal olarak zorunlu sistemlerin avantajı bulunmaktadır. Çünkü yasal olarak bağlayıcılığı olan kurumsal yönetim ilkelerine uymamanın bir yaptırımı vardır ve şirketler itibarlarını zedelemek istemeyeceklerinden kurallara uyum göstereceklerdir ki bu toplamda sistemin öngörülebilirliğini artırıcı bir rol oynayacaktır. Belirlenen ilkelere uyumun sağlanması kriteri gönüllülük üzerine kurulacak sistemlerin en zayıf yönünü oluşturmaktadır. Gönüllü sistemlerde amaçlanan hedefe ulaşmak, zorunlu sistemlere göre daha dolaylı ve daha uzun zaman

alan bir süreç gerektirir. Gönüllü sistemlerde beklenen, zaman içerisinde giderek daha çok firmanın kurumsal yönetime ilişkin ilkelere gönüllü olarak uyum sağlaması ile sonuçta bu tip gönüllü uygulamaların çoğunluk açısından teamül haline dönüşmesi, böylece genel olarak uyumun sağlanmasıdır.

3) Maliyet Açısından: Konuyu maliyet açısından ele alırken sistemin yatırımcılara maliyeti ile şirkete ve devlete maliyeti arasında ayırım yapmak gerekmektedir.

Oluşturulan sistemin yatırımcılara maliyeti bakımından bir karşılaştırma yapıldığında zorunlu sistemlerin bilgi sahibi bir yatırımcı olmanın maliyetini azalttığı ifade edilmektedir. Zorunlu sistemlerde her şirketin kurumsal yönetim ilkeleri yasal olarak bağlayıcı kurallar ile düzenlenmiş olduğundan, şirketin uygulamalarını değerlendirmek ve diğer şirketlerin uygulamaları ile karşılaştırma yapmak yatırımcı açısından daha kolay ve ucuz olmaktadır. Gönüllü sistemlerde ise gönüllülüğün doğası gereği böyle bir asgari çerçeve mevcut olmadığından, bir şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyup uymadığını, uyuyorsa bile ne kadarına uyduğunu bilmek ve her şirketin kendine göre bir kurumsal yönetim politikası oluşturmasına imkan veren böyle bir sistem içinde şirketleri kurumsal yönetim politikalarına uyum kriterine göre karşılaştırmak yatırımcı açısından oldukça zor ve maliyetli bir süreci gerektirmektedir. Ancak yasal bağlayıcılığı olmamakla birlikte bir kurumsal yönetim ilkeleri yayımlamış olmanın da yatırımcı açısından bilgiye ulaşma maliyetini düşürücü etkileri olabileceği hatırlanmalıdır.

Zorunlu ve gönüllü sistemlerin şirkete ve devlete maliyeti açısından karşılaştırma yapıldığında ise gönüllü sistemlerin daha avantajlı konumda oldukları görülmektedir. Çünkü tamamıyla zorunlu kurallar içeren bir kurumsal yönetim

sisteminin oluşturulması ve uygulanması hem şirket açısından hem de ülke açısından birçok maliyet kalemini beraberinde getirmektedir. Şirket açısından bu kurallara uyumun sağlanması için gerekli altyapıyı oluşturmanın maliyeti, devlet açısından ise bir taraftan bu tür düzenlemeler yapmanın, diğer taraftan da asıl olarak bu düzenlemelere uyumun gözetim ve denetiminin maliyeti söz konusudur.

4) Esneklik Açısından: Karşılaştırma kriteri olarak esneklik dikkate alındığında gönüllü sistemlerin çok daha avantajlı bir konumda olduğu, gönüllülüğün doğası gereği çok daha esnek bir yapı sunduğu açıktır. Çünkü bu sistemlerin sunduğu esneklik şirketin büyüklüğü ile orantılı olarak bir kurumsal yönetim politikası belirlemesine olanak tanımaktadır. Örneğin, küçük ölçekli daha lokal faaliyet gösteren şirketler ile uluslararası ortaklıkları olan, pek çok değişik faaliyet dalında iş yapan büyük ölçekli bir şirketin tamamıyla aynı kurallarla yönetilmesini beklemek ve bunu zorunlu kılmak maliyet açısından etkin bir tercih olmayacaktır.

Yukarıda anlatılan zorunlu ve gönüllü kurumsal yönetim sistemlerine ilişkin avantaj ve dezavantajlar Tablo 2’de özetlenmektedir.

Anand 2005’te “zorunlu” kavramı yasal olarak bağlayıcılığı olan ve uyulmaması cezai yaptırım ile sonuçlanan sistemlerin, “gönüllü” kavramı herhangi bir yasal yükümlülük olmaksızın şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine kendi seçimleri ile uymaları ya da uymamaları durumunun, “kısmen zorunlu” kavramı ise kurumsal yönetim ilkelerine uyumun gönüllü, ancak uyulup uyulmadığının açıklanmasının zorunlu olduğu durumların karşılığı olarak kullanılmıştır.

Tablo 2: Zorunlu ve Gönüllü Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Avantaj ve Dezavantajları

	Zorunlu Sistemler	Gönüllü Sistemler
Asgari Standardizasyon	+	
İlkelere Uyumun Sağlanması	+	
Yatırımcıya Maliyet	+	
Şirket ve Devlete Maliyet		+
Esneklik		+

Burada temel soru tamamıyla gönüllü, tamamıyla zorunlu ya da kısmen zorunlu olarak sınıflandırılan bu sistemlere ilişkin optimal seçimin hangisi olduğu noktasına odaklanmaktadır.

Çalışmada konu bu perspektifte incelenerek yasal olarak tamamıyla zorunlu, tamamıyla gönüllü ya da kısmen zorunlu kurumsal yönetim sistemlerine sahip ülkeler belirlenmiş olup, bu ülkelere aşağıda Tablo 3’te yer verilmiştir (Anand 2005).

Tablo 3’ten görülebileceği üzere pratikte kurumsal yönetim sistemleri “kısmen zorunlu” olarak sınıflandırılan ülke sayısı daha çoktur. Çalışmada incelenen toplam yirmi sekiz ülke içinde “tamamıyla gönüllü”lük esasına dayalı uygulamalara sahip ülkeler de azımsanmayacak bir sayıda olmakla beraber, “tamamıyla zorunlu” tercihini kullanan ülke sayısı yalnızca ikidir. Bu ülkelerden biri Pakistan, diğeri de Amerika’dır. Bu durum, I.3.3.2 numaralı bölümde bahsettiğimiz üzere 2000’li yılların başında Amerika’da yaşanan şirket skandallarına bir tepki olarak düşünülen tedbirlerin Sarbanes-Oxley Kanunu’nu kapsamında yürürlüğe konulması ile ilgilidir.

Tablo: 3- Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Yasal Bağlayıcılığına Göre Ülkeler

Kurumsal Yönetim Sisteminin Tipi	İncelenen Ülke Sayısı	Ülkelerin İsimleri
Tamamıyla Gönüllü	12	Belçika, Brezilya, Danimarka, Fransa, İzlanda, Litvanya, Makedonya, Peru, Polonya, Rusya, Güney Afrika ve İsviçre
Kısmen Zorunlu	14	Avustralya, Avusturya, Kanada, Finlandiya, Almanya, İtalya, Hollanda, Singapur, Slovakya, Slovenya, İspanya, İsveç, Türkiye ve İngiltere
Tamamıyla Zorunlu	2	Pakistan ve ABD

KAYNAK: Anand 2005 s.47-48.

Çalışmada, şirketlere ekstra maliyetler yüklemeksizin yatırımcıların yeterli korunmasını sağlamanın bir yolunun da şirketlerin tavsiye niteliğindeki kurumsal yönetim ilkelerine uymaya yönelik amaç ve isteklerinden faydalanmak olduğu; eğer şirketler kurumsal yönetim ilkelerine gönüllü olarak uyum konusunda istekli iseler, devletin kurumsal yönetim sistemini kurarken, yatırımcının korunması amacından taviz vermeksizin ve daha az maliyete katlanarak şirketlerin bu istekliliklerinden faydalanması gerektiği argümanı tartışılmaktadır. Ama elbette bu anlamda sistem tercihi “gönüllü” uygulamalardan yana yapılacaksa, piyasada faaliyet gösteren şirketlerin böyle bir istek ve amaçları bulunduğundan emin olunması gerektiğinin altı çizilmekte ve şirketlerin daha gelişmiş kurumsal yönetim ilkelerine uyum hususundaki gönüllükleri mevcutsa, o takdirde yasal düzenleme yapmanın gereksiz

olacağı belirtilmektedir. Sonuç olarak da yasal olarak bağlayıcı kurallardan oluşan zorunlu kurumsal yönetim sistemleri ile gönüllü kurumsal yönetim sistemlerinin kendilerine özgü avantajlarından yararlanmak bakımından “kısmen zorunlu” sistemlerin daha optimal bir seçim olacağı ifade edilmektedir.

Yukarıda ifade edildiği üzere “kısmen zorunlu” ifadesinden kasıt sadece ilkelere uyulup uyulmadığının açıklanması konusundaki zorunluluktur. Ancak kanımızca özellikle de çalışmamızın konusunu oluşturan şeffaflık ve kamuyu aydınlatmaya ilişkin kurumsal yönetim ilkeleri söz konusu olduğunda, sadece ilkeler ile benimsenen esaslara uyulup uyulmadığının açıklanmasını zorunlu kılan bir sistem, sonuçta ulaşılması arzu edilen sağlıklı ve iyi işleyen sermaye piyasalarının oluşturulması ve yatırımcının korunması hedeflerine ulaşmada yetersiz kalacaktır. Konuya ilerde Türkiye açısından değerlendirilirken yeniden değinilecek olmakla birlikte, burada son olarak bu sistem tercihinin elbette her ülkenin hukuki yapısı ve gelişmişlik düzeyi ile de çok yakından ilgili olduğunu vurgulamakta yarar görüyoruz.

Literatürde doğrudan zorunlu ya da gönüllü kurumsal yönetim sistemlerinin varlığının sermaye piyasasının gelişimine etkisini inceleyen ampirik bir çalışmaya ulaşamamış olmakla birlikte, zorunlu veya gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamalarının ya da yatırımcıyı koruma düzenlemelerinin etkilerini tartışan ya da ampirik olarak test etmeyi amaçlayan çalışmalar mevcut olup,¹ son dönemde yapılan bazı çalışmaların sonuçlarına aşağıda yer verilmiştir.

Bu noktada bahsedilmeden geçilemeyecek önemli çalışmalardan birisi La Porta, Silanes ve Shleifer’in 2003 tarihli çalışmasıdır. Bu çalışmada 49 ülkenin menkul kıymet düzenlemeleri incelenmekte ve yatırımcılar için daha iyi korunma

¹ Bu konuda detaylı bilgi için Healy ve Palpeu’nun (2000) “A Review of the Empirical Disclosure Literature” başlıklı makalelerine bakılabilir.

mekanizmalarına sahip ülkelerin finansal piyasalarının daha gelişmiş olduğu ifade edilmektedir. Çalışmada kamuyu aydınlatma düzenlemeleri ve sorumluluğa ilişkin kurallar ile gelişmiş sermaye piyasaları arasında pozitif bir korelasyon olduğu, bunun yanı sıra bağımsız bir düzenleyici otoritenin varlığı, bu otoritenin gözetim ve denetim gücü ya da uygulanacak cezai yükümlülükler kriterlerinin sermaye piyasalarının gelişimi sürecinde daha az önemli bir rolü olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma sonuçları, izahname hazırlama zorunluluğu gibi çeşitli kamuyu aydınlatma standartları getirmek ve tarafların sorumlulukları belirlemek suretiyle yatırımcı ile ihraççı arasındaki sözleşme maliyetlerini düşürdüğü için menkul kıymet düzenlemelerinin güçlü sermaye piyasaları açısından önemli olduğuna işaret etmektedir.

Sermaye piyasalarında zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin tartışıldığı Ferrel 2004'te, zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin hisse senedi getirisi, fiyat oynaklığı ve finansal gelişmişlik üzerine etkilerini inceleyen çalışmalar sonucunda bu yükümlülüklerin önemli sosyal faydaları bulunduğu sonuçlarına ulaşıldığı, hakim ortakların kontrolü kaybetmemek için şirketlerinin şeffaflığının artmasını arzu etmedikleri ve zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamalarının vekalet maliyetlerini azaltma ve rekabeti artırmada önemli rol oynadığı hususları tartışılmaktadır.

Renders, Gaeremeyck ve Willekens, Avrupa Birliği'nde zorunlu ve gönüllü yatırımcıyı koruma mekanizmalarının UFRS'na erken uyum (2005'ten önce) sağlamayı tercih eden şirketler üzerindeki etkisini araştırdıkları 2005 tarihli çalışmalarında "UFRS'na erken uyumda tavsiye niteliğindeki kurumsal yönetim ilkelerinin etkisi zorunlu düzenlemelerden daha azdır, fakat düzenlemelerin derecesi

azaldıkça bu etki artacaktır” hipotezini 1563 şirketin verilerini kullanmak suretiyle test etmişlerdir. Çalışmada gönüllü yatırımcıyı koruma mekanizmaları kavramı ile tavsiye niteliğindeki kurumsal yönetim ilkeleri kastedilmektedir. Çalışma sonucunda yatırımcının korunmasına yönelik ciddi yasal düzenlemelerin ve/veya geniş kurumsal yönetim tavsiyelerinin mevcut olduğu ülkelerde UFRS’nin daha fazla uygulandığı, hatta kurumsal yönetim tavsiyelerinin UFRS’ye uyumu teşvik etmede en az güçlü yasal düzenlemeler kadar etkili olduğu ve bu etkinin yasal düzenlemeler zayıfladıkça arttığı sonuçlarına ulaşmışlardır. Bununla birlikte çalışmada kurumsal yönetim ilkelerinin sadece sunulan bilginin güvenilirliğini artırmak bakımından etkili olduğu ve yöneticilerin ya da içeriden öğrenenler konumundaki kişilerin olası suiistimallerine karşı yatırımcının korunmasının ancak kesin kurallar içeren yasal düzenlemelerle yapılabileceği ifade edilmektedir (Renders, Gaeremynck ve Willekens 2005).

Bauwhede ve Willekens’in Avrupa borsalarında işlem gören şirketler arasında kurumsal yönetim kapsamında gönüllü açıklamaların seviyesini belirleyen etmenleri ölçmeyi amaçlayan çalışmaları sonucunda, özetle, kurumsal yönetime ilişkin gönüllü kamuya açıklama seviyesinin, pay sahipliği ve kontrol gücünün yayılmışlık derecesi (hisse senedine ilişkin vekalet maliyeti), şirketin büyüklüğü (bilgi üretiminin ölçek ekonomisi) ve açıklanan tahakkuk etmiş kazançlardaki belirsizlik derecesi ile pozitif ilişkili olduğu ve kamuya açıklama seviyesinin pay sahipliği yoğunlaşmasını azalttığı ve Anglo-Sakson hukuk sistemine (common law) sahip ülkelere Kıta Avrupası hukuk sistemine (civil law) sahip ülkelere kıyasla daha yüksek olduğu saptanmıştır. Bunun yanısıra çalışmada şirketlerin kurumsal yönetime ilişkin kamuyu aydınlatma politikalarının, sermaye maliyeti gibi her şirketin kendine

özgü koşullarının yanı sıra kurumsal çevre ile de yakından ilişkili olduğu, bunun da “*her bedene uymaz (one size does not fit all)*” argümanını desteklediği, dolayısıyla düzenleyici otoritelerin kurumsal yönetim kapsamındaki kamuyu aydınlatma uygulamalarının belirlenmesinde şirketlere bir miktar esneklik tanımları gerektiği belirtilmektedir. Çalışmada sonuç olarak, ulaşılan bulgular ile sadece zorunlu kamuya açıklama yükümlülüklerinin ya da kazançların niteliğinin değil, aynı zamanda gönüllü kamuya açıklama politikalarının da farklı hukuk geleneklerine sahip ülkeler arasında değişiklik gösterdiğinin ortaya konması bakımından literatüre katkıda bulunulduğu ifade edilmektedir (Bauwhede ve Willekens 2003).

İKİNCİ BÖLÜM

KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIĞIN KURUMSAL YÖNETİMDEKİ ROLÜ

Black (2001)'de güçlü bir sermaye piyasasının, azınlık pay sahiplerinin 1) şirketin işlemleri hakkında yeterli bilgiye sahip olmasını, ve, 2) şirketin yöneticileri ile büyük ortakları tarafından, yatırımlarının değerini azaltıcı işlemler yapılmayacağından emin olmalarını sağlayıcı kompleks hukuki ve kurumsal yapıların olmasıyla mümkün olabileceği ifade edilmektedir.

Birinci bölümde ele aldığımız üzere kurumsal yönetim ilkeleri de ülkelerin kendi yasal ve kurumsal yapılarının ötesinde, bu çerçeveye uygun olarak bir şirketin yönetim ve denetiminde esas olacak kural ve ilkeleri belirlemeye yönelik çabalar sonucu oluşturulmuştur.

Çalışmamızın kapsamı bakımından bu bölümde bilginin sermaye piyasalarındaki özel yeri dikkate alınarak şeffaflığın ve kamuyu aydınlatma uygulamalarının kurumsal yönetim sürecindeki rolü ile şirketlerin daha şeffaf olmalarını sağlamaya yönelik mekanizmalar üzerinde durulacaktır.

II.1. KURUMSAL YÖNETİM, ŞEFFAFLIK VE KAMUYU AYDINLATMA ARASINDAKİ İLİŞKİ

“Piyasanın hepimizin bildiği ‘görünmez eli’ büyük ölçüde kurallar, normlar, kurumlar ve hatta hükümetlerden oluşan kalın bir ‘eldiven’le desteklenmektedir. Ancak bu eldiven, genellikle ulusal ve uluslararası kuruluşlar ile piyasaların etkin işlemesi için gerekli bilgi akışlarıyla gizlenmiş mat bir eldivendir. Son dönemde hem

kurumların hem de piyasaların şeffaflık talebi son derece artmıştır. Yeni global finansal yapı üzerindeki tartışmalar, artan şeffaflık ihtiyacını merkezde ve en ön planda tutmaktadır” (Florini, 1999: 1).

Ulusal ve uluslararası alanda şeffaflığın giderek artan önemini vurgulamayı amaçladığımız bu bölümde öncelikle literatürde şeffaflık için yapılan tanımlara yer verilmiştir. Hangi alanda, hangi konuda, kim tarafından, hangi amaçla ve ne kadar bilgiye ihtiyaç duyulduğuna verilecek cevaplar, şeffaflığın değişik tanımlarını gündeme getirmektedir. Şeffaflık tanımlanmaya çalışılırken temel olarak hükümetler ve şirketler olmak üzere iki hedef seçilmektedir. Siyasi anlamda şeffaflık, hükümetlerin sağladığı bilgi sayesinde vatandaşların hükümet politikaları hakkında ne kadar bilgi sahibi olabildikleri ile ilgilidir. Bu çalışmada bizim konumuz olan ise ekonomi ve finans alanındaki şeffaflıktır.

II.1.1. Şeffaflığın Tanımı

Asya krizinin ardından IMF, OECD, BIS ve Dünya Bankası temsilcileri ile gelişmiş ve gelişmekte olan yirmi üç ülkenin, uluslararası mali sistemin güçlendirilmesi genel amacı doğrultusunda oluşturulmasına karar verdiği üç gruptan biri olan Şeffaflık ve Sorumluluk Çalışma Grubunun (Working Group on Transparency and Accountability) Raporu’nda şeffaflık “mevcut durum ve olaylara ilişkin bilginin ulaşılabilir, somut ve anlaşılabilir olması süreci” olarak tanımlanmıştır. Rapor’a göre şeffaflık piyasa katılımcılarını piyasadaki beklentiler hakkında bilgilendirmekte, belirsizlik zamanlarında piyasalarda istikrarın sağlanmasına yardımcı olmakta ve uygulanacak politikaların etkinliğinin artırılmasına katkıda bulunmaktadır (Working Group 1988).

“Finans ve Yönetim Alanında Şeffaflığa Doğru” başlıklı makalelerinde Vishwanath ve Kaufmann şeffaflığı “ekonomik, sosyal ve siyasi bilgilerin zamanında ve güvenilir olarak akışının artırılması” olarak tanımlamışlardır. Tersine şeffaflığın yokluğu ise örneğin bir şirketin bilgiye erişimi kasıtlı olarak engellemesi, bilgiyi yanlış sunması ya da bilginin güvenilir ve ilgili olması şartını sağlamaması olarak ifade edilmektedir. (Vishwanath ve Kaufmann 1999: 3)

Florini (1999)’da ise birbirinden tamamen farklı alanlardaki pek çok şeffaflık tanımında, şeffaflığın her zaman “hesap verebilirlik” kavramı ile yakından ilişkili olduğu ifade edilmekte ve buradan hareketle şeffaflık “kuruluşlar tarafından kendilerini değerlendirmeye imkan veren bilgilerin açıklanması” olarak tanımlanmaktadır. Ancak şeffaflığın kendinden beklenen faydayı sağlayabilmesi için,

- Şeffaflık sunması istenen tarafların (şirketlerin örneğin) gerekli bilgiyi sağlama isteğine ve becerisine,
- Bilgiyi kullanacak tarafların da, bu bilgiyi sağlayanı genel kabul görmüş kriterler çerçevesinde değerlendirebilecek yeteneğe,

sahip olmaları gerekmektedir. (Florini 1999: 6)

Tüm bu tanımlamalardan görüldüğü üzere şeffaflık ve kamuyu aydınlatmada önemli olan “bilgi”dir. Konuya ilişkin yapılan tüm çalışmalar, düzenlemeler ve uygulamalar hangi bilgilerin, hangi standartta ve hangi yollarla kamuyla paylaşılması gerektiğini belirlemeye çalışmaktadır. O halde bu konuda daha fazla ilerlemeden sunulacak “bilgi”nin nasıl olması, hangi özellikleri taşıması gerektiğinin üzerinde durulması yararlı olacaktır.

Vishwanath ve Kaufmann (1999)’a göre istenen şeffaflık düzeyinin sağlanabilmesi için açıklamaya konu bilgi, “erişilebilir”, “karşılaştırılabilir”, “ilgili” ve “güvenilir” olmalıdır.

- Bilginin erişilebilir olması, bilginin herkese açık ve herkes tarafından kolaylıkla elde edilebilir olmasını ifade eder. Bilgi akışının sağlanmasında televizyon, medya ve internet dahil her türlü iletişim kanalından yararlanılabilir. Bilgi kullanıcılarının eğitim ve beceri düzeyleri, sunulan bilgiye erişim, kullanım ve yorumlama becerilerini farklılaştıracaktır. Ancak burada önemli olan herkesin bilgiye erişiminin eşit koşullarda sağlanmasıdır.
- Bilginin ilgili olması, içerdiği konuya açıklık getirecek nitelikte olmasını ifade eder. Ancak talep edilen bilginin niteliği ilgilinin ihtiyaçlarına göre değişeceğinden ve örneğin internet aracılığıyla sunulan bilgilerde olduğu gibi sunulan bilginin yoğunluğu gerekli olanı ayırtırmayı güçleştirebileceğinden bilginin “ilgili” olmasını sağlamak oldukça zor olabilmektedir.
- Bilginin nitelikli ve güvenilir olması ise sunulan bilginin zamanında, tam, gerçek durumu yansıtan, tutarlı, basit ve anlaşılır şekilde ifade edilmiş olmasını gerektirir. Bilginin nitelikli olması ancak sunulacak bilgiye ilişkin standartlar geliştirilmesi ve bunlara uyumun denetlenmesi suretiyle mümkün olur.

IOSCO ise şeffaflığı daha sermaye piyasalarına özgü ele almakta ve kavram olarak “piyasa şeffaflığını (market transparency)” kullanarak, Menkul Kıymetler Düzenlemeleri İle İlgili IOSCO İlkelerinin üç temel amacından birinin “yapılacak

düzenlemelerin piyasanın şeffaflığını, etkinliğini ve dürüstlüğünü sağlamaya yönelik olması gerektiği” olduğunu vurgulamaktadır. Piyasa şeffaflığının, likidite ve fiyat oluşumu işlevleri açısından piyasanın etkin ve adil çalışması için kaçınılmaz bir gereklilik olduğu ifade edilen IOSCO’nun “Şeffaflık ve Piyasa Bölüntülenmesi (Transparency and Market Fragmentation)” başlıklı Teknik Komite Raporu’nda piyasa şeffaflığından “piyasada *tamamlanmış veya henüz gerçekleştirilmemiş (teklif aşamasındaki) işlemlerle ilgili bilgiye yaygın olarak erişilebilmesi durumu*” olarak söz edilmektedir. Piyasa katılımcılarının tamamlanmış işlemlere ilişkin olarak fiyat, işlem hacmi gibi bilgilere ulaşılabilmesi “işlem sonrası şeffaflık (post-trade transparency) ve henüz gerçekleştirilmemiş işlemlere ilişkin olarak mevcut alış ve satış tekliflerine ilişkin bilgilere ulaşılabilmesi ise “işlem öncesi şeffaflık (pre-trade transparency)” olarak ifade edilmektedir. Rapor’da ayrıca işlemlere ilişkin kapsamlı bilgilere daha kolay ve eşit şartlarda erişmek mümkün oldukça, piyasanın fiyat oluşumu işlevinin daha etkin yerine getirileceği ve bu suretle katılımcıların da piyasanın adil işlediğine olan inançlarının artacağından söz edilmektedir. (IOSCO 2001)

II.1.2. Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatmada Düzenlemelerin Yeri

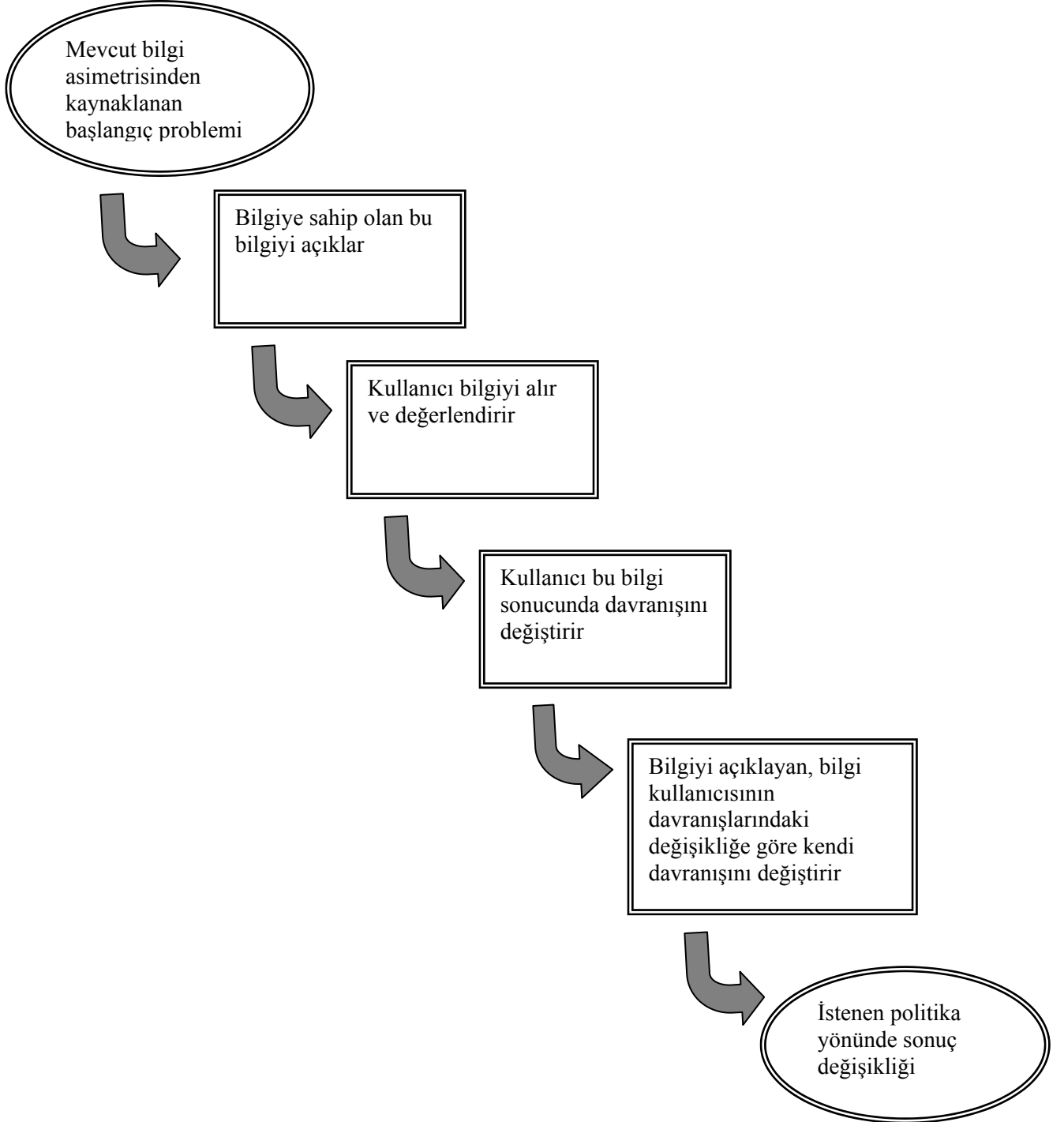
Birinci bölümde değinildiği üzere 2000’li yıllarda başta Amerika olmak üzere birçok Avrupa ülkesinde yaşanan şirket skandalları mevcut kamuya aydınlatma sistemlerinin yeterli olup olmadığı sorusunu gündeme getirmiş ve finansal raporlamanın ötesinde şirketlere ilişkin birçok başka başlığı da kapsayan kamuya aydınlatma sistemlerinin tartışılmasına yol açmıştır.

Kamuyu aydınlatma kavramı kabaca şirketler tarafından üretilen bilanço, gelir tablosu ya da faaliyet raporu gibi pek çok değişik formattaki bilginin kamuya

sunulmasını ifade eder. Bu saydığımız ve genellikle açıklanmaları düzenlemelerle zorunlu kılınmış bilgi kaynakları dışında, şirketlerin gönüllü olarak yaptıkları basın açıklamaları, şirket raporları ya da internet sitesi yoluyla duyurulan şirkete yönelik tahminler gibi bilgilerin kamuya sunulması da bu kapsamda değerlendirilmektedir. Bu noktada, gönüllü kamuya açıklama kavramını, çeşitli düzenlemeler ile mecburi hale getirilmiş olanların dışında yapılan tüm açıklamaları kapsamak üzere kullanmakta olduğumuzu belirtmekte yarar bulunmaktadır. Gerek zorunlu, gerekse gönüllü olsun kamuyu aydınlatma uygulamalarında sağlanan tüm gelişmeler sonuçta toplam şeffaflığın artmasına yardımcı olacaktır.

Temelde bir düzenleme aracı olarak zorunlu kamuyu aydınlatma açıklamaları, piyasada asimetrik bilgi probleminin varlığına işaret eder. Bu yüzden, etkin bir düzenleme sistemi, kamuya açıklama yapma yükümlülüğü olan tarafın, bu bilgiyi kullanacaklara söz konusu asimetriyi en azından bir miktar düzeltecek nitelikte ve yeterlikte bilgiyi sunmasını sağlamayı amaçlar. O halde geçerli bilginin sunulmasının sağlanması, başarılı bir düzenleme sisteminin olmazsa olmaz koşuludur. Açıklanan bilgi; hem kamuya açıklama yapan tarafı, hem açıklanan bilginin kullanıcısı olan tarafı davranışlarında değişiklik yapmaya yönlendirir. Bu durum Şekil 1’de özetlenmektedir (Weil 2002):

Şekil:1- Kamuyu Aydınlatma Sisteminde Düzenleyicinin Performansı



KAYNAK: Weil 2002: 34

Kamuya açıklanan bilginin istenen yönde sonuç değişikliği yaratabilmesi için de bilgilendirmelerin nasıl ve hangi zamanlarda yapılacağına dair kuralların belirlenmesi ve buna uygun düzenlemelerin yapılması gerekir. Ancak şeffaflığın artırılmasına yönelik yapılacak düzenlemelerde ortaya çıkacak fayda ve maliyetler arasında denge sağlayıcı yaklaşımlar benimsenmelidir.

Bu süreçte, öncelikle şeffaflığın artırılmasının ekonomik faydanın artmasını sağlayıp sağlamayacağına karar verilmeli ve eğer şeffaflığın artırılmasının gerekli olduğuna karar verilmişse daha sonra da kamuya açıklanacak bilgilerin neler olacağı ve bu bilgilerin hangi kurumlarca ve nasıl açıklanacağına ilişkin yükümlülükler belirlenmelidir. Son aşamada ise düzenleyici politikalar ve kurumsal altyapı ilgili piyasanın koşullarına göre şekillendirilmeli, bu kapsamda muhasebe politikaları dahil tüm kamuyu aydınlatma uygulamalarının nihai hedef olarak sunulan bilginin “güvenilirliği”ni artırmaya yönelik olarak geliştirilmesine özen gösterilmelidir (Vishwanath ve Kaufmann 1999: 7).

II.1.3. Kurumsal Yönetim Sürecinde Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatma

Konu birinci bölümde değindiğimiz vekalet teorisi kapsamında ele alındığında asimetrik bilgi probleminin varlığı, yöneticilerin şirketin faaliyetleri ve finansal durumu hakkında mevcut ve potansiyel yatırımcılardan çok daha fazla bilgi sahibi olması ile sonuçlanmaktadır. Yeterli şeffaflığın olmadığı durumlarda, pay sahipleri açısından kendilerinin vekili olarak yöneticilerin şirketi iyi yönetip yönetmedikleri ve potansiyel yatırımcılar için de şirket hisse senetlerini alıp almama kararlarını doğru olarak vermek mümkün olamayacaktır. Benzer şekilde menfaat sahipleri teorisi bağlamında da yetersiz bilgilendirme sadece şirket ortakları için

değil aynı zamanda şirketin tüm menfaat sahipleri için dezavantaj oluşturmaktadır. (Florini 1999)

Şeffaflık talebinin ahlaki bir yönü de bulunmaktadır. Şirket sahibi-vekil ilişkisinde, şirket sahiplerinin vekillerin ne yaptıklarını bilme hakkı vardır ve bu hak aslında sadece şirket sahipleri için değil potansiyel yatırımcılar dahil şirketle alakalı tüm menfaat sahibi gruplar için geçerlidir. Ancak burada bir tarafın bilme hakkı söz konusu iken diğer tarafından da bazı konuları gizleyebilme hakkı söz konusudur. Nitekim Borgia (2005)'te “*şeffaflığın kamunun ‘bilme hakkı (right to know)’ ile şirketlerin ‘gizlilik hakkı (right to privacy)’ arasındaki kesişme noktasında aranması gerektiği*” ifade edilmektedir.

İyi bir kamuyu aydınlatma ve finansal raporlama sisteminin mevcut olmadığı, yeterli şeffaflığın sağlanamadığı hallerde, yatırımcılar için yatırım yaptıkları şirket hakkında “güvenilir” ve “ilgili” bilgiye ulaşmak son derece zordur. Bu bilgi asimetrisi finansal piyasaların etkin olarak işlememesi ile ilişkili olarak ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlike (moral hazard) olarak bilinen iki temel soruna yol açar.

Dolayısıyla piyasaların etkin olarak çalışmıyor olması, bilginin mümkün olduğunca simetrik dağılmasını sağlamayı teminen şirketlere yönelik zorunlu açıklama yapma yükümlülükleri getirilmesine ve muhasebe ve finansal raporlamalara ilişkin standartlar geliştirilmesine neden olmaktadır.

Şirkete ilişkin zamanında, güvenilir ve ilgili bilginin sunulması, şirketin ortakları dahil tüm menfaat sahiplerine, şirketin dolayısıyla yatırımlarının kontrol ve gözetimini yapabilme imkanı sunar. Dolayısıyla muhasebe ve finansal raporlama ile bağımsız denetim, kurumsal yönetim sürecinin temel fonksiyonlarını oluşturur.

Muhasebe ve denetimin, şirket sahipleri ile yöneticiler arasındaki ilişkide gözetim fonksiyonunun yerine getirilebilmesi için gerekli olduğu ve yatırımcıların da yatırım kararlarını verebilmek için bu bilgileri talep ettiği bilinmektedir. (Solomon ve Solomon 2005)

Nitekim Jensen ve Meckling (1976)'da da muhasebe ve denetimin, sözleşmeler ağı (nexus of contacts) olarak söz edilen vekalet ilişkisine dair problemlerin çözülmesindeki kritik rolü vurgulanmaktadır.

Bushman ve Smith (2001)'de kontrol mekanizması olarak kullanılan ve finansal tablolar yoluyla kamuya açıklanan finansal bilgilerin kullanımının şirket yönetiminin etkinleştirilmesi sürecine katkıda bulunduğu tartışılmak suretiyle kurumsal yönetim sürecindeki önemi vurgulanmaktadır. Bu çalışmada, yatırımcılara yatırım kararlarını vermede yardımcı olan bu finansal bilgilerin yatırım yapılacak şirket yönetimini disipline etmek ve ortakların çıkarlarını gözeterek hareket etmek yönünde teşvik etmek suretiyle kurumsal yönetimin iyileştirilmesine katkıda bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ancak sadece mali tablolar yoluyla faaliyet sonuçlarına ilişkin bilginin açıklanması, gerek pay sahipleri, gerek menfaat sahipleri grubunun tüm üyeleri ve gerekse potansiyel yatırımcılar için kontrol ve karar verme süreci açısından yeterli değildir. Şeffaflık taleplerinde gelinen nokta, finansal bilgilerle birlikte şirketin temel amaçlarının, politika ve uygulamalarının da kamuya açıklanmasını gerektirmektedir. Faaliyet sonuçlarına ilişkin periyodik bilgilerin yanı sıra bu tür bilgilerin de piyasaya taşınması şeffaflığın arttırılması için vazgeçilmez bir unsurdur.

İşte bu yüzden OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin belirlediği çerçeve sadece operasyonel ve finansal sonuçlarla ilgili değil, aynı zamanda şirketin

amaçları, ortaklık yapısı, yönetim kurulu üyeleri ve üst yöneticileri ile bunlara sağlanan mali haklar, ilişkili taraflarla yapılan işlemler, yönetim ve iç kontrol yapısı hususlarında da doğru ve zamanında açıklama yapılmasını istemektedir. Ayrıca menfaat sahipleri ve kurumsal sosyal amaçlar hakkında açıklama yapılması da istenen düzeyde şeffaflık sağlanması için gereken unsurlar arasında yer almaktadır. Bu süreçte ülkelerin düzenleyici otoriteleri de kurumsal yönetim reformunun bir numaralı önceliği olarak şeffaflığa ilişkin kuralları düzenlemektedir.

Özetle, sermaye piyasası yatırımları iyi bir kurumsal yönetimi, iyi kurumsal yönetim de şirketlerin finansal ve operasyonel faaliyetleri hakkında “güvenilir” bilgilerin açıklanmasını gerektirir. Fakat etkin bir kurumsal yönetim bugün artık mülkiyet ve yönetim yapılarında şeffaflık olarak adlandırılabilen ikinci bir tür şeffaflığı daha gerektirmektedir.

Dolayısıyla, bugünkü bakış açısı artık şeffaflığı daha dinamik bir süreç olarak ele almakta ve şeffaflığın bu yeni konsepti de daha aktif bir hareket tarzı gerektirmekte ve şirketlere yeni sorumluluklar yüklemektedir. Bu çerçevede, tam olarak şeffaf bir şirketin taşıması gereken özellikler Borgia (2005)’te;

- En tepe yöneticiden başlayarak şeffaflığa ilişkin tam bir taahhüt ve açıklığa ciddi olarak önem veren bir kurumsal kültür,
- Şeffaflığı ödüllendirmek ve tersi uygulamaları tespit edip cezalandırmak suretiyle her düzeyde açıklığı sağlayacak ve teşvik edecek program ve süreçlerin varlığı,
- Yöneticilerden tüm çalışanlara değin her düzeyde eğitilmiş, sorumlu, dürüst ve bilgili personel,
- Şirketin önemli menfaat sahipleri ile etkili bir iletişim politikası,

olarak sıralanmaktadır.

II.2. ŞEFFAFLIĞI ARTIRMAYA YÖNELİK MEKANİZMALAR

Finansal ve operasyonel olduğu kadar mülkiyet ve yönetim konularında da yeterli şeffaflığın sağlanmasının, iyi bir kurumsal yönetim sistemi ve aslında sonuçta etkin işleyen sermaye piyasaları için gerekli olduğuna değindikten sonra burada şeffaflığı sağlamaya yönelik olarak hangi mekanizmaların kullanılabileceği ya da istenen şeffaflık düzeyine ulaşılmasını destekleyecek kurumsal altyapının neler içerdiği hususlarına değinilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda konu aşağıda “zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülükleri”, ”muhasabe standartları”, “bağımsız denetim” ve “iç kontrol” başlıkları altında ele alınmıştır.

Working Group (1988)’de uluslararası finansal sistem çerçevesinde birbirlerinin kararlarından etkilenen üç grup katılımcının şeffaflık ve sorumluluğu arasında ayırım yapılması ve bu gruplar için ayrı ayrı şeffaflığın geliştirilmesine yönelik çalışmalar yapılması gerektiği belirtilmektedir. Bu gruplar “özel sektör”, “ulusal otoriteler” ve “uluslararası mali kurumlar”dır. Özel sektörde şeffaflık ve sorumluluk başlığı altında, özel sektör bilgilendirmelerinin anlamlı ve anlaşılabilir olması için aşağıdaki beş unsurun gerekli olduğu belirtilmektedir:

- a) Zamanlama: Maddi önemi olan bilgi uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarına uygun şekilde hazırlanmalı ve periyodik olarak zamanında yayımlanmalıdır.
- b) Bütünlük: Mali tablolar, şirketin bilanço içi ve dışı bütün işlemlerini kapsamalıdır.

- c) Tutarlılık: Muhasebe politikaları ile yöntemleri tutarlı olarak uygulanmalı ve uygulamalarda yapılan değişiklikler etkileri ile birlikte açıklanmalıdır.
- d) Risk Yönetimi: Risklerin yönetilmesinde kullanılan stratejiler hakkında bilgi verilmelidir.
- e) Denetim ve İç Kontrol: Şirketler etkin iç kontrol sistemleri kullanmalı ve mali tablolar bağımsız denetçiler tarafından gözden geçirilmelidir.

Aşağıda ele alınacak başlıklar kapsamındaki konular da zaten Working Group (1988)'de belirtilen özel sektör bilgilendirmelerinin anlamlı ve anlaşılabilir olması için gerekli bu beş unsuru gerçekleştirmeye yönelik mekanizmalardır.

II.2.1. Zorunlu Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Kullanıcılar kendilerine sunulan bilgilerin “güvenilir” olduğuna inanmadıkları sürece kamuya yapılan açıklamalar etkin olamayacak ve dolayısıyla sonuçta ulaşılmak istenen şeffaflık hedefine de ulaşamayacaktır. Bilgileri yatırımcılar açısından güvenilir kılmanın en etkin yollarından biri yasal olarak zorunlu kamuyu açıklama yükümlülükleri getirmek ve bunlara uymayanlar için de yaptırım mekanizmaları öngörmektir. Gelişmiş sermaye piyasalarında özel sektör kurumlarının yasal olarak düzenlenmemiş olsa da gönüllü olarak “güvenilir” açıklamalar yapma istek ve amaçları mevcuttur. Ama özellikle gelişme süreçlerini tamamlamamış piyasalarda bu kadar önemli bir konunun sadece gönüllü uygulamalara terk edilmesi mümkün olmayıp, dürüst çalışan şirketler ile diğerleri arasında ayırım yapılabilmesine imkan verecek şekilde yasal düzenlemelerle desteklenmiş kamuyu aydınlatma mekanizmalarının ve etkin denetim süreçlerinin geliştirilmesi bir zorunluluktur. (Gilson 2000)

Nitekim en gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olduğu bilinen Amerika’da da 2000’li yılların başında yaşanan Enron skandalını takiben 2002 yılında yürürlüğe giren ve Amerikan kurumsal yönetim sistemi açısından bir kilometre taşı olarak kabul edilen Sarbanes-Oxley Kanunu ile temelde sermaye piyasalarına duyulan güvenin yeniden tesis edilebilmesi için piyasaya tam, doğru, zamanında ve güvenilir bilgilendirmeler yapılması yoluyla kurumsal şeffaflığın artırılmasını amaçlamaktadır. Kanun, genel hatlarıyla, bilanço dışı işlemler, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek konumdaki kişilerin (insiders) hisse senedi pozisyonları, iç kontrol sistemleri ve geleceğe dönük (proforma) finansal bilgilerin sunulması gibi konularda yeni zorunlu kamuya açıklama yükümlülükleri öngörmektedir.

Benzer şekilde Aralık 2004’te kabul edilen Avrupa Birliği’nin Şeffaflık Direktifi’nde de şeffaflığı artırmak yoluyla sermaye piyasalarının etkinliğinin artırılması amaçlanmakta ve bu amaca da ihraççılarla yatırımcılar arasındaki bilgi akışı artırılarak ulaşılması öngörülmektedir. Bu yüzden Şeffaflık Direktifi’nde periyodik ve sürekli kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin bir dizi asgari standart öngörülmektedir. Bunların başlıcaları periyodik kamuyu aydınlatma kapsamında yıllık ve altı aylık faaliyet raporlarının yayınlanma zamanları ile içeriklerine ilişkin asgari şartlar, sürekli kamuyu aydınlatma kapsamında ise ortağa sahip olduğu hisseler nedeniyle oy hakkının %5’ten %75’e kadar her beş puanlık değişiminde ihraççıyı durumdan haberdar etme yükümlülüğü (bu yükümlülük ortaklar dışında herhangi bir anlaşma ya da teminat gösterme gibi ilgili maddede belirtilen nedenlerle bu oranlarda oy hakkına sahip olan diğer kişiler için de geçerlidir), bu yükümlülüğün yerine getirilmesi için yapılacak açıklamaların içermesi

gereken asgari hususlar başlıkları altında toplanmaktadır (AB Şeffaflık Direktifi 2004).

II.2.2. Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları

Şeffaflığın artırılması için bilginin kamuya açıklanmasını sağlamak elbette tek başına yeterli olmayıp, bu bilgilerin yatırımcılar açısından “güvenilir”, “karşılaştırılabilir”, “ilgili” ve “erişilebilir” olmasını temin etmek gerekmektedir. Bu nedenle şirketlerin finansal ve operasyonel durumlarının, faaliyetlerinin ve risklerinin eşit koşullarda değerlendirilmesine imkan verecek kural ve standartlara dayalı muhasebe ve finansal raporlama uygulamalarına ihtiyaç vardır.

Geçmiş ya da mevcut finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin bilgi açıklanması, sermaye piyasaların temel fonksiyonlarından biri olan yatırımcıların yatırımlarının gelecekteki değerini tahmin edebilmeleri için gerekli fiyatın doğru belirlenebilmesi için önemlidir. Bu bilgiler fiyatın belirlenebilmesi için girdi niteliği taşıdığından piyasa bu bilgilerin doğruluğundan emin olmak ister. Muhasebe ve denetim standartlarının belirlenmesi bu bakımdan önemlidir.

Daha önce bahsedilen Şeffaflık ve Sorumluluk Çalışma Grubunun Raporu’nda, şirketlerin ekonomik ve finansal karar alanlara, finansal tablolar ve diğer açıklamalar yoluyla bilgi sağlaması ve bu kapsamda şirketin finansal durumu, performansı, mali pozisyonu ile yönetimin geçmişteki sorunlar ve gelecekteki projeler hakkındaki tartışma ve analizleri hakkında bilgi sunulması gerektiği yönünde görüş birliğine varıldığı ifade edilmekte ve ulusal otoritelere muhasebe standartlarının uygulanmasını sağlamaları tavsiye edilmektedir (Working Group 1998).

Dünyada muhasebe standartlarının oluşturulması ve bunların kabul görerek yaygınlaşmasına yönelik çalışmalar yapan kuruluşların başında Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi (International Accounting Standards Committee–IASC) gelmektedir. Komite uzun zamandır finansal raporlama amacıyla dünya çapında kullanılan kurallarda birlik ve bütünlük sağlamak amacıyla ulusal ve uluslararası muhasebe standartlarını olabildiğince benzer hale getirmeye çalışmaktadır. (Alparslan 2002)

2001 yılında IASC’ın yapısı değiştirilmiş ve bağımsız bir standart düzenleyici kurum olarak Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (International Accounting Standards Board-IASB) adını almıştır. IASB, finansal tablolarda şeffaf ve karşılaştırılabilir bilgiyi sağlayan, kaliteli, anlaşılabilir ve uygulanabilir uluslararası muhasebe standartları geliştirmeyi ve ulusal otoritelerle birlikte çalışarak dünya genelinde muhasebe standartlarını birbirine yaklaştırmayı amaçlamaktadır. Bu çerçevede, IASB tarafından yayımlanan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) finansal piyasalarda şeffaflık gereksinimini sağlayan başlıca mekanizmalardan biridir. Yayımlanan standartlar, ekonomik ve finansal gelişmeler paralelinde sürekli gözden geçirilmekte ve zamana ve gelişen ihtiyaçlara paralel olarak standartlarda değişiklik yapılmakta ya da yeni standartlar geliştirilmektedir. (IOSCO 2005, TSRŞB 2005)

Bunun yanı sıra, sermaye piyasaları alanında Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (International Organization of Securities Commissions-IOSCO) ve bankacılık alanında da Basel Bankacılık Gözetim Komitesi uluslararası muhasebe standartlarının oluşturulması çalışmalarına katkıda bulunmaktadır.

Muhasebe standartlarının oluşturulması elbette yatırımcıların bilgi ihtiyaçları ile piyasalarda yaşanan değişiklikleri de dikkate alacak şekilde sürekli gözden geçirilmesi gereken bir süreçtir. Bu bağlamda IASB ve IOSCO, IOSCO üyesi ülkelerin bu standartları uygulamaya koyması ve uygulamanın kalitesinin değerlendirilmesi konularında işbirliği içinde çalışmaktadır. (IOSCO 2005)

Avrupa Birliği bünyesinde de Mart 2000’de yapılan Lizbon Avrupa Konseyi toplantısında, Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanan “Finansal Hizmetler Eylem Planının (Financial Services Action Plan - FSAP) 2005 yılına kadar uygulamaya geçirilmesi ve halka açık şirketlerin finansal raporlarının karşılaştırılabilir olması için gerekli adımların hızla atılması kararlaştırılmıştır. Bu karar doğrultusunda şirketlerin finansal tablolarının daha fazla karşılaştırılabilir, anlaşılabilir ve şeffaf olmasının sağlanması için ortak standartlar çerçevesinde hazırlanması öngörülmüştür.

Avrupa Birliği’nin ortak muhasebe standartları arayışı, uluslararası alanda rekabet gücünün artırılması için kullanılacak standartların aynı zamanda uluslararası kabul görmesi gereğinden hareketle UFRS’den yana şekillenmiştir. Bu çerçevede, Temmuz 2002’de sermaye piyasasının etkin ve verimli işlemesine yardımcı olmak üzere “uluslararası muhasebe standartlarının uygulanması”na karar verilmiş ve bu düzenlemeyle hisse senetleri borsada işlem gören tüm şirketlerin hazırlayacakları konsolide finansal tabloların en geç 01.01.2005 tarihinden itibaren UFRS’yle uyumlu olması ilkesi benimsenerek, Birlik içinde faaliyette bulunan şirketlerin aynı şartlarda rekabet edebilmesi hedefine bir adım daha yaklaşılmıştır. (TSRŞB 2005)

Uluslararası alanda kabul görmüş finansal raporlama standartlarının oluşturulması ve uygulanması, finansal tabloların ve bu tablolar aracılığıyla kamuya açıklanan bilgilerin güvenilirliğini ve karşılaştırılabilirliğini artırmak suretiyle

şeffaflığı ve kurumsal yönetim hedeflerini olumlu yönde etkilemektedir. Ancak bu çalışmalar ekonomi ve finans dünyasının dinamik yapısı nedeniyle her zaman üzerinde çalışılması gereken bir süreç olarak algılanmalıdır.

Nitekim Amerika’da yaşanan WorldCom ve Enron gibi muhasebe skandalları ya da İtalya’daki Parmalat olayları göstermiştir ki, gelişmiş ülkelerde ve bu ülkelerdeki şirketlerde ya da ilgili kuruluşlarda dahi muhasebe uygulamalarına dayalı eksikliklerden kaynaklanan problemlerin giderilmesinde yetersiz kalılabilmekte, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ise yetersiz muhasebe sistemleri nedeniyle şeffaflığın artırılması güçleşmektedir (Alparslan 2002). Dolayısıyla kurumsal yönetim, şeffaflık ve muhasebe standartları arasındaki ilişkiler bundan sonra da hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasaların gündeminde olmaya devam edecektir.

II.2.3. Bağımsız Denetim

Bağımsız denetim, finansal bilgilerin doğruluğunu kamu yararına onaylama fonksiyonu ve muhasebe standartları konusunda yanlış uygulamaları önleyici görevi ile kurumsal yönetim sisteminin etkin işleyişinde kilit rol oynamaktadır.

Bağımsız denetim sürecinde elde edilen bulguların şirketin denetim ve gözetiminden sorumlu birimleri ile paylaşılması, söz konusu birimlerin görevlerini daha iyi yapmak zorunda kalmalarına ve şirketin finansal raporlama sistemindeki muhtemel yanlışlıkların önüne geçilmesine yardımcı olmaktadır. Bağımsız denetçi görüşünün finansal tablolarla birlikte kamuya açıklanması da şirket yönetiminin muhasebe standartlarını daha basiretli şekilde uygulamasını teşvik etmek suretiyle kaliteli finansal tablo hazırlanması sürecine katkıda bulunmaktadır. (Pirgaip 2005)

Kabaca şirketlerin genel güven duyulan bağımsız kuruluşlar tarafından denetlenmesi ve bu denetim sonucunda düzenlenen bağımsız denetim raporunun

kamuya açıklanması süreci olarak değerlendirebileceğimiz bağımsız denetim sermaye piyasalarında kamuyu doğru biçimde aydınlatmanın vazgeçilmez unsurlarından birisidir.

Konu vekalet teorisi çerçevesinde ele alındığında, tıpkı muhasebe standartları gibi bağımsız denetim de şirket sahiplerine yönetimi kontrol etme sürecinde yardım eden bir başka önemli kurumsal yönetim mekanizması olarak değerlendirilmektedir. Birinci bölümde ayrıntılı olarak yer verildiği üzere yöneticiler, ortakların gözetim ve denetimi minimize etmek için ortaklara doğru ve ayrıntılı bilgi açıklamak suretiyle onların çıkarlarını koruduklarını göstermek eğilimindedirler. Bunu yapmanın temel yolu da finansal tablolarda açıklanan bilgi düzeyini artırmaktır. Bu süreçten sonuçta hem yöneticiler ve hem de ortaklar fayda sağlamaktadır. Böylece ortaklar şirket hakkında ayrıntılı bilgi edinme imkanına kavuşurken, yöneticiler de sundukları raporların kalitesi oranında ödüllendirilme beklentisi taşırlar. İşte bu noktada şirketin finansal tablolarının bağımsız kuruluşlar tarafından denetlenmesi, sonuçta açıklanan bu bilgileri kullanıcılar açısından “güvenilir” kılmak suretiyle, şeffaflığın artırılmasına katkıda bulunmaktadır. Bu da elbette sadece şirket ortakları için değil şirketle ilgili tüm menfaat sahipleri için ulaşılması arzu edilen bir sonuçtur.

Bu anlamda bağımsız denetim süreci, muhasebe ve finansal raporlama uygulamalarının herhangi bir kamu otoritesince incelenmesi ya da denetlenmesi sürecinden çok daha etkindir. Ancak, buradaki sorun bilgi yayma işlevini üstlenmiş bir mali aracı kuruluş olarak bağımsız denetim kuruluşunun “güvenilirliğinin” tesis edilmesidir. (Gilson 2000)

Nitekim daha önce de değinildiği üzere çeşitli ülkelerde son yıllarda yaşanan muhasebe skandalları, özellikle Enron ve WorldCom’un bağımsız denetçisinin

Arthur Andersen gibi tüm dünyada “güvenilir” olarak kabul edilmiş önemli bir bağımsız denetim kuruluşu olması ve İtalya’daki Parmalat olayının bir ayağının da denetim başarısızlığına dayandırılmış bulunması, bağımsız denetim konusunun son yıllarda tekrar tartışılması ve kimi önlemlerle takviye edilmesi sonucunu doğurmuştur. Anılan şirketlerle ilgili skandallar sonrasında yapılan eleştirilerin ortak noktasını, bu şirketlerin hazırladıkları finansal tablolarda sunulan muhasebe bilgilerinin doğruluğu ve şeffaflığı ile ilgili denetim işlevlerini etkin olarak yerine getirmedikleri ileri sürülen bağımsız denetim şirketleri oluşturmaktadır.

Bağımsız denetim kusurlarının bulunduğu şirket skandallarında aşağıdakilerden en az birine rastlanmaktadır (Pirgaip 2005):

- Yöneticilerin doğrudan katıldıkları ve bağımsız denetçilerin basiretli çalışmalarını işe yaramaz hale getirecek ölçüde karmaşık yolsuzluklar,
- Denetim firmalarının şirket yöneticileriyle bağlantısı olan sorumlu ortak veya yöneticilerinin doğrudan katıldıkları ve ancak bunlarla suç ortaklığı bulunmayan denetçiler tarafından tespit edilebilecek yolsuzluklar,
- Denetçilerin genel kabul görmüş denetim standartlarını ihlal ederek yol açtıkları usulsüzlükler,
- Denetçilerin denetim standartlarının mali tablolara etki edecek tutarsızlıkların tespitine yeterli derecede kılavuzluk edememesi nedeniyle gösterdikleri düşük performans.

Uluslararası sermaye piyasaları alanında IOSCO’nun özellikle denetçilerin bağımsızlığına ilişkin önemli çalışmaları bulunmaktadır. IOSCO’nun 2002 tarihli “Denetçilerin Bağımsızlığına İlişkin İlkeler ve Bağımsız Denetimin Gözetiminde Kurumsal Yönetimin Rolü” başlıklı raporunda “şirketin kurumsal yönetim

sisteminde, ÷lkede geçerli şirketler hukuku yapısına bağlı olmaksızın, bağımsız denetçinin seçimi ve denetim faaliyetlerinin ifasıyla ilgili s÷relerin g÷zetiminden sorumlu, yatırımcıların haklarını korumaya hizmet eden ve doğrudan ya da dolaylı olarak y÷netimden bağımsız bir organın bulunmasının gerekli olduğu” ifade edilmiştir. (IOSCO 2002-a)

Bu çerçevede bağımsız denetimin etkinliğini ve tarafsızlığını sağlamak ÷zere geliştirilen y÷ntemler, “denetçinin bağımsızlığına y÷nelik kurallar”, “denetçinin denetimini ÷stlendiği şirkete danışmanlık adı altında başka hizmetler de sunmasının yasaklanması”, “denetçinin belli s÷relerde değiştirilmesini ÷ng÷ren rotasyon” ve “şirketlerin b÷nyesinde denetim komitesi oluşturulması” ve “denetim standartlarının etkinliğinin sağlanması” başlıkları altında toplanmakta olup, bu başlıklar d÷nya genelinde birçok ÷lkede ve uluslararası d÷zenleyici kurumlar b÷nyesinde çeşitli d÷zenlemelere konu olmuş bulunmaktadır.

II.2.4. İ Kontrol ve Risk Y÷netimi

şirketin iç kontrol sistemi, pay sahipleri ve diğer menfaat sahipleri ile şirket y÷neticilerinin çıkarlarının ÷nceliklendirilmesi s÷recinde kullanılabilecek bir başka kurumsal y÷netim mekanizmasıdır.

İç kontrol, bir şirketin, finansal tablolarının g÷venilirliğini sağlama, operasyonların etkinliğini kontrol etme ve kanun, kural ve d÷zenlemeler ile şirketin amaç ve hedeflerine uyumu denetleme amaçlarına ulaşmada “*makul*” seviyede teminat veren bir işlemler dizisi olarak tanımlanabilir. İç kontrol, risk y÷netimi, kontrol ve y÷netim s÷relerinin etkinliğini değerlendirmek ve geliştirmek suretiyle şirketin amaç ve hedeflerine ulaşmasına katkı sağlar. Ayrıca şirketlerin iyi bir iç

kontrol sistemine sahip olmaları bağımsız denetim kalitesini de olumlu yönde etkilemektedir.

Bir şirket açısından faiz oranı riski, piyasa riski ya da döviz kuru riski gibi finansal risklerin yanı sıra çevresel riskler, siyasi riskler ve düzenleme riskleri gibi başlıklar altında toplanabilecek pek çok risk söz konusudur. Dolayısıyla etkin işleyen iç kontrol sistemlerinin bir bileşeni de şirketin amaçlarına ulaşmasıyla ilgili olarak karşı karşıya olduğu risklerin belirlenmesi ve analizidir. İyi bir iç kontrol mekanizmasının varlığı, şirketin karşı karşıya olduğu risklerin etkin olarak yönetilmesini sağlamak suretiyle şeffaflığın artırılmasına katkıda bulunmaktadır. (Solomon ve Solomon 2005).

Öte yandan, şirket yönetiminin öngörülebilir riskler başlığı altında karşı karşıya olduğu risklere ilişkin kamuya açıklama yapması da kurumsal şeffaflığın artmasına katkıda bulunmaktadır.

II.2.5. Değerlendirme

Şeffaflığın artırılmasına yönelik olarak kullanılan tüm bu mekanizmalar şeffaflığın kurumsal altyapısını hazırlamak amacıyla düzenlense de, zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, muhasebe ve finansal raporlama standartları ya da denetim standartları belirlenmiş olsa da bu şeffaflığın sağlanması amacına ulaşmak için tek başına yeterli değildir. Çünkü şeffaflık konusunda en önemli sorun standartlara uyumda görülen yetersizlikte ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden önemli olan bu tür standartlara uyumun sağlanması ve teşvik edilmesidir. Bu noktada, genel yaklaşım standartları oluşturulduktan sonra uyumun piyasa disiplini içerisinde sağlanması gerektiği yönündedir. (Alparslan 2002)

Piyasa disiplini, piyasanın kendi dinamikleri çerçevesinde, katılımcılarının yaklaşımlarına bağlı olarak kendiliğinden oluşan kurallar yoluyla düzenlenmesini ifade eder. Düzenleyici otoriteler amaçlarını etkin bir şekilde ve sektöre en az maliyet yükleyecek şekilde gerçekleştirmek için farklı düzenleme yöntemleri kullanabilirler. Bunlardan biri piyasa mekanizmasına güvenmektir. Eğer piyasa katılımcıları sahip oldukları teşvik ve bilgi ile faydalarını maksimize ederken, düzenlemenin amaçları da gerçekleşiyorsa, bu durumda ayrıntılı kurallardan oluşan düzenlemelere ihtiyaç duyulmayacaktır. (Delice, Doğan ve Uzun 2004:110)

Konumuz bakımından da eğer piyasa katılımcıları yatırım kararlarını verirken iyi kurumsal yönetim uygulamasına sahip şirketleri kötü olanlardan ayırmak suretiyle ödüllendirerek şeffaflık ve kurumsal yönetim uygulamaları konusunda teşvik etmiş, tersi durumda da cezalandırmış olurlar.

Ancak şeffaflık ve kurumsal yönetim hedefleri sadece piyasa disiplinine terk edilerek ulaşılabilecek hedefler değildir. Dolayısıyla bu tür hususların düzenleyici otoriteler tarafından yapılacak düzenlemeler, uyumun denetimi ve gerekli durumlarda yaptırım uygulamak suretiyle desteklenmesi gerekmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN BİLEŞENİ OLARAK ŞEFFAFLIK VE KAMUYU AYDINLATMA: TÜRK SERMAYE PİYASASI

Çalışmamızın bu son bölümünde, Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerinin dört temel bölümünden birini oluşturan “kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın” hangi kurumsal yönetim ilkeleri ile belirlendiği, bu ilkelerin ne kadarının ilkeler setinin genel yaklaşımı olan “uy ya da açıkla” ilkesinin ötesinde sermaye piyasası mevzuatı anlamında yasal olarak bağlayıcı düzenlemelere konu olduğu, bu süreçte şeffaflığın artırılmasına yönelik mekanizmaların Türk sermaye piyasalarında ne kadar mevcut olduğu ve şeffaflık ve kamuyu aydınlatmaya yönelik kurumsal yönetim ilkeleri ile belirlenen esasların sadece gönüllü uygulamalara bırakılıp bırakılmaması gerektiği tartışılacaktır.

III.1. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM

Ülkemizde kurumsal yönetime ilişkin çalışmaların kilometre taşı 2003 yılında SPK tarafından yayımlanan *Kurumsal Yönetim İlkeleri*’dir. Dünyadaki uygulamalara paralel olarak, başta 1999 yılında yayımlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olmak üzere dünyada benimsenmiş esaslar ve ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınarak hazırlanan bu ilkeler, daha sonra yaşanan gelişmeler doğrultusunda Şubat 2005’te revize edilmiştir.

İlkeler öncelikle halka açık anonim şirketlere yönelik olarak hazırlanmış olmakla birlikte, ileride özel sektörde faaliyet gösteren diğer şirketler için de uygulanması gündeme gelebilecektir.

“Pay Sahipleri”, “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık”, “Menfaat Sahipleri” ve “Yönetim Kurulu” olmak üzere dört temel bölümden oluşan ilkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmaması isteğe bağlıdır. Ancak hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için bu ilkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına, uygulanmadı ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ve gelecekte şirketin yönetim uygulamalarında ilkelerde yer alan prensipler çerçevesinde bir değişiklik yapma planının olup olmadığına ilişkin açıklamaya, yıllık faaliyet raporlarında yer verilmesi ve ayrıca kamuya açıklanması gerekmektedir. Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan bu zorunluluk SPK’nın 2003/62 sayılı Haftalık Bülteni ile şirketlere bir kez daha hatırlatılmıştır.

Kurumsal Yönetim İlkelerinin yayımlanmasından yaklaşık bir yıl sonra, ilk uygulamalar da değerlendirilerek SPK tarafından alınan ve İMKB Bülteni aracılığıyla kamuya duyurulan 10.12.2004 tarih ve 48/1588 tarihli Karar ile kurumsal yönetim ilkelerine uyumun kamuya duyurulması zorunlu hale getirilmiş, aksi takdirde gerekli idari ve yasal yaptırımların uygulanabileceği duyurulmuştur.

Söz konusu Kararın ilk maddesinde hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin 2005 yılında yayınlanacak 2004 faaliyet raporlarından başlamak üzere, faaliyet raporlarında ve varsa internet sitelerinde Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum konusundaki beyanları ile ilkeler karşısındaki durumlarının görülebilmesi için Kurumsal Yönetim Uyum Raporuna (*Uyum Raporu ya da KYUR*) yer vermeleri zorunluluğu getirilmiş ve Uyum Raporunun asgari standartları belirlenmiştir.

Böylece Türkiye’de kurumsal yönetime ilişkin sistem tercihi, çalışmamızın birinci bölümünde değindiğimiz üzere ilkelere uyumun gönüllü, ancak uyulup

uyulmadığının kamuya açıklanmasının zorunlu olması anlamında “kısmen zorunlu” kurumsal yönetim sistemleri lehine gerçekleşmiştir.

III.2. KAMUYU AYDINLATMA ESASLARI VE ARAÇLARI

Kamuyu aydınlatmayı, mali piyasalarda yatırım yapanların kararlarını etkileyecek bilgileri zamanında ilgili kesimlere iletmek amacıyla oluşturulan, bilginin kaynağından kullanıcıya ulaşmasına kadar geçen dinamik süreci kapsayan ve yatırımcıyı korumayı ve haksız kazanç teminini caydırmayı amaçlayan bilgi akış sistemlerinin tümü olarak tanımlamak mümkündür.

İkinci bölümde yer verildiği üzere sermaye piyasalarında kamuyu aydınlatma ihtiyacı, asimetrik bilgi problemi nedeniyle piyasa mekanizmasının başarısız kalması sonucunda önem kazanmıştır. Yatırımcının risk ve getiri tercihleri doğrultusunda yatırım kararlarını doğru verebilmesi için kendisine bu kararı etkileyebilecek bilgilerin sunulması gerekir.

Bu noktada düzenleyici otoritelerin temel görevi de kamunun aydınlatılması sürecinde piyasanın “güvenilir”, “karşılaştırılabilir”, “ilgili” ve “erişilebilir” bilgiye zamanında ulaşabilmesini sağlamaya yönelik mekanizmaları kurmak ve uygulamaya koymaktır.

Kamuyu aydınlatma uygulamaları esas itibarıyla koruma, caydırma ve bilgilendirme olmak üzere üç temel işleve sahiptir:

a) Kamuyu aydınlatmanın koruyucu işlevi ile taraflara sunulan bilgi ve belgelerin eksiksiz ve mümkün olduğunca gerçeği yansıtmalarını sağlama ve tarafların bilgiye dayalı avantaj ve dezavantajları en aza indirme amacı güdülmektedir.

b) Caydırıcılık işlevinin temel hareket noktası bir menkul kıymetin halka arzı, bir ortaklığın ele geçirilmesi, manipülasyon veya içerden öğrenenlerin ticareti gibi konularda, kamunun ilgi ve dikkatini bu yöne çekerek, gerek yöneticilerin gerekse bu işle ilgili diğer kişi ve kuruluşların aykırı davranışlarını en başından engellemektir.

c) Bilgilendirme işlevi ise yatırımcılara yatırım kararları için gereken her türlü bilginin sistematik olarak akışını sağlamayı ve bu bilgilerin uygun biçimde kullanılabilmesine ortam hazırlamayı amaçlamaktadır.

Bilginin özel önem arz ettiği sermaye piyasalarında kamunun etkin olarak aydınlatılmasında kullanılan temel araçlar, sermaye piyasası araçlarının halka arzında kamuyla paylaşılması gerekli belgeler olan izahname ve sirkülerler, sürekli bilgi kaynağı olan mali tablolar ve şirketin faaliyetleri ile ilgili, mali, idari ya da operasyonel konularındaki gelişmelerin kamuya duyurulmasını öngören özel durum açıklamalarıdır.

Kamuyu aydınlatmanın temel araçlarından biri olan izahnamelere ilişkin olarak SPKn'nun 6 ve 10'uncu maddelerinde SPK'na sermaye piyasası araçlarının halka arzında düzenlenecek izahname ve sirkülerlerin içeriğini ve bunların yayınlanmasına ilişkin esasları belirleme yetkisi verilmiştir. Bu yetki çerçevesinde çıkarılan tebliğler ve kararlarla SPK izahname ve sirkülerlerin hazırlanma ve ilan edilme esaslarını belirlemiştir.

İzahnamede temel olarak, sermaye piyasası aracını halka arz edecek ortaklık hakkında genel bilgilere, sermayesinin dağılımına, mali tablolarına, mali tablolarına ilişkin detay açıklamalara, bağımsız denetim raporu görüş sayfasına, iştiraklerine, mali analiz bilgilerine, yönetim kurulu üyelerine, denetçilere, faaliyet hakkında detaylı bilgilere, şirketin içinde bulunduğu grup ve gruptaki şirketlerle ilişkilerine,

halka arz edilecek sermaye piyasası aracına, satışa, aracı kuruluşla ilişkin bilgilere yer verilir.

Sermaye piyasası araçlarının halka arzı sürecinde benimsenmiş olan kayda alma sisteminde izin söz konusu olmadığı için, bir sermaye piyasası aracının kayda alınabilmesi için gereken şart izahnamede yeterli ve doğru bilginin yer almasının sağlanmasıdır. Dolayısıyla, kamuyu aydınlatmaya yönelik olarak yatırım kararını etkileyen tüm bilgileri içeren izahnamenin yatırımcıların yatırım kararlarını alma sürecindeki temel bilgi alma araçlarının başında gelmektedir.

Sirküler ise halkın sermaye piyasası aracını satın almaya çağrıldığı, satış hakkında bilgilerin, mali tabloların ve Kurul tarafından gerekli görülen diğer bilgilerin yer aldığı, günlük gazetelerde ilan edilerek kamuya açıklanan bir belgedir.

Kamuyu aydınlatmanın ikinci temel aracı mali tablo ve raporlardır. SPKn'nun 16'ncı maddesinde ihraççıların ve sermaye piyasası kurumlarının kamuya açıklanacak veya gerektiğinde Kurulca istenecek mali tablo, rapor ve bilgileri tespit olunacak şekil ve esaslara, genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uygun hazırlama yükümlülüklerinin bulunduğu; sözkonusu mali tabloların Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde bağımsız denetiminin yaptırılması ilan edilmesi gerektiği hükme bağlanmıştır. SPK da bu yetkiye dayanarak sermaye piyasalarının düzenleyici otoritesi olarak kamunun aydınlatılması sürecinin etkinleştirilmesini teminen halka açık şirketler için uluslararası muhasebe standartları ile uyumlu mali tablo düzenleme ve ilan kuralları ile bağımsız denetim yükümlülüğüne ilişkin esasları belirlemiştir.

Kamunun aydınlatılmasında kullanılan bir başka önemli araç ise sermaye piyasası mevzuatında “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar

Tebliği” ile düzenlenmiş olan şirketlerin faaliyetleri, mali durumları, mülkiyet ya da yönetim yapıları, yatırımları, idari işlemleri gibi pek çok konuda ortaya çıkan değişikliklerin derhal kamuya paylaşılmasını sağlamaya yönelik olarak yapılan özel durum açıklamalarıdır.

Bunların dışında kamuya açıklanmamış bilgilere dayalı ticareti ve yapay olarak sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini etkilemeye yönelik işlemleri yasaklayıcı düzenlemeler de kamuyu aydınlatmanın özellikle caydırıcılık işlevini yerine getirebilmesi için kullanılan araçlar olarak önem taşımaktadır.

Aşağıda III.4 numaralı bölümde SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerinin şeffaflık ve kamuyu aydınlatma bölümündeki ilkeler ile bu ilkelere düzenleme ve uygulamalar da bu sistematığa paralel olarak incelenecektir.

III.3. KURUMSAL YÖNETİM VE ŞEFFAFLIK İLE İLGİLİ TÜRK SERMAYE PİYASALARINA DAİR YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

Bu bölümde ilk kez 2003 yılında SPK tarafından yayımlanarak kamuya duyurulan Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin uygulanmaya başlanmasından bu yana özellikle şeffaflık ilkesi ile ilgili olarak yapılmış bazı çalışmalara ve bu çalışmaların sonuçlarına yer verilecektir.

III.3.1. SPK’nın Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi

SPK tarafından kurumsal yönetim ilkelerinden şirketlerin haberdar olmalarını sağlamak ve şirketlerin kurumsal yönetimin neresinde olduklarını anlamak amacıyla 2004 yılında yapılan Kurumsal Yönetim Anketi hisse senetleri İMKB’de işlem gören 303 şirkete uygulanmış, bu şirketlerin 249’u ankete cevap vermiş ve cevapların da 248’i değerlendirmelerde kullanılmıştır. (SPK 2004)

Anketin “kamuyu aydınlatma esasları” başlıklı alt bölümüne ilişkin değerlendirme sonuçları, konuya ilişkin raporda şu şekilde sıralanmaktadır:

➤ *Şirketlerin büyük oranda kamuyu aydınlatmadan sorumlu ve imza yetkisini haiz iki yöneticisi bulunmaktadır (%97). Ancak münhasıran kamuyu aydınlatma ile görevli personel istihdamı konusunda bu oran %68’e düşmektedir.*

➤ *Şirketlerin %77’si yönetim kurulu tarafından hazırlanarak genel kurulda pay sahiplerinin onayına sunulan “bilgilendirme politikası”na sahip değildir.*

➤ *Şirketlerin sadece %31’i faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim İlkelerine uyup uymadıkları konusunda bilgi vermektedir.*

➤ *Şirketlerin önemli bir kısmı (%84) kendilerine ait internet sitesine sahiptir. Ancak internet sitesinin kamuyu aydınlatma konusunda kullanımında büyük eksikliklere rastlanılmaktadır.*

➤ *Şirketlerin sadece %36’sı dolaylı ortaklıktan arındırılmış gerçek kişi nihai ortaklarını kamuya açıklamaktadır.*

➤ *Kilit yöneticiler ile önemli ortakların hisse senetleri ile ilgili yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklayan şirket oranı %71, grup içi ticari-ticari olmayan ilişkileri kamuya duyuran şirketlerin oranı ise %68 olarak belirlenmiştir.*

➤ *Faaliyet raporlarında istenilen standartlara ulaşılmamıştır. Genel olarak şirketlerin faaliyet raporlarında yer alması gereken bilgilerin yarısından fazlası, pek çok şirketin faaliyet raporunda yer almamaktadır.*

III.3.2.Kurumsal Yönetim Forumu Türkiye ile Standard&Poors Şeffaflık Araştırması

Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu (Corporate Governance Forum Turkey-CGFT) 1 Mart 2003 tarihinde TÜSİAD ve Sabancı Üniversitesinin ortak çabasıyla kurulmuş ve 2004 yılı sonuna kadar ortak bir girişim olarak devam etmiştir. Bu dönem boyunca kurumsal yönetim konusunun Türkiye'nin gündeminde giderek daha önemli bir yer almasına katkıda bulunan Forum, bugün disiplinler arası bir akademik girişim olarak Sabancı Üniversitesi Yönetim Bilimleri Fakültesi ev sahipliğinde çalışmalarını sürdürmektedir. Forum'un misyonu kurumsal yönetim konusundaki iyileştirmelere bilimsel araştırmalar yoluyla katkıda bulunmak, politika üretme sürecine destek olmak, akademisyenler ve uygulamacılar arasındaki diyalogu desteklemek ve iyi kurumsal yönetimin savunuculuğunu yapmaktır. (www.cgft.sabanciuniv.edu/tr)

Şirketlerin kamuya açıkladıkları bilgilerin düzeyi şirketlerin şeffaflığının, şirketlerin şeffaflığı ise kurumsal yönetimin kalitesinin temel göstergesi olarak kabul edilmektedir. Dünyanın önde gelen derecelendirme kuruluşlarından Standard & Poors'un (S&P) gelişmiş ülkelerde ve seçilmiş yükselen pazarlarda yaptığı araştırmalar sonucu hazırladığı şeffaflık sıralaması da bu anlamda dünyada yatırımcılar ve portföy yöneticileri tarafından dikkatle izlenmektedir.

Bu çerçevede, CGFT'nin S&P ile işbirliği içinde Türk şirketlerinin şeffaflık ve kamuya açıklama standartlarını araştırmak üzere 2004 yılında başladığı çalışmaların sonuçları "Kurumsal Yönetim: Türkiye Şeffaflık ve

Kamuya Açıklama Araştırması (Corporate Governance: Turkish Transparency and Disclosure Survey)” başlıklı raporda yayımlanmıştır. (Balic ve Bradley 2005)

Şeffaflık ve kamuya açıklama araştırmasında 2003 yılı faaliyet raporları baz alınarak 106 noktada şirketlerin kamuya açıklama yapıp yapmadıklarını araştırılmıştır. Çalışmanın metodolojisine ilişkin ayrıntılı bilgilere (www.cgft.sabanciuniv.edu/tr) adresinden erişilmesi mümkündür. Çalışma kapsamında kamuya açıklama yapılıp yapılmadığı araştırılan konular 3 başlık altında toplanmıştır: “Mülkiyet yapıları ve pay sahiplerinin hakları”, “finansal şeffaflık ve finansal durum” ve “yönetim kurulu, üst yönetim yapısı ve yönetim süreçleri”.

Araştırma sonucunda Türk şirketlerinin şeffaflık notu, mülkiyet yapıları ve pay sahiplerinin hakları başlığında 10 üzerinden 4, yönetim kurulu, üst yönetim yapısı ve yönetim süreçleri başlığında 3, finansal şeffaflık başlığında 7 ve ortalama şeffaflık notu ise 5 olarak belirlenmiştir. Araştırmanın dikkat çekici sonuçları aşağıda kısaca özetlenmektedir:

➤ Araştırma sonuçlarına göre finansal şeffaflığa ilişkin kamuya açıklama düzeyi en yüksek, buna karşılık yönetim kurulu, üst yönetim yapısı ve yönetim süreçleri konusundaki kamuya açıklamalar en düşük seviyededir. Raporda bu durumun Türkiye’deki bağlayıcı düzenlemelerin çoğunlukla mali durumun kamuya açıklanması yönündeki zorunluluklarda oluşması nedeniyle şaşırtıcı olmadığı vurgulanmaktadır.

➤ Kamuya açıklanan finansal bilgilerde çok az çeşitlilik olduğu gözlemlenmiştir. Bunun da şirketlerin sadece yasal olarak zorunlu olan açıklamaları

yapmakla yetinmekte olmalarından kaynaklandığı, bunun dışında gönüllü olarak kamuya açıklama yapma eğiliminin son derece sınırlı olduğu ifade edilmektedir.

➤ Grup şirketlerinin tutarlı bir kamuya açıklama ve şeffaflık politikasının bulunmadığı sonucuna ulaşılan çalışmada, grup şirketlerinde şeffaflığın artırılması ve konsolide mali tablo ve raporlar konusunun önemi vurgulanmaktadır.

SPK Kurumsal Yönetim Rehberinde yer alan ilkelere uyum raporlamasının 2004 yılı faaliyet raporları ile birlikte zorunlu hale gelmiş olduğu da dikkate alınarak, araştırma 2004 yılı faaliyet raporları ve web siteleri bazında 2005 yılı için tekrarlanmakta olup, araştırmanın bu ikinci aşaması henüz sonuçlanmamıştır.

III.3.3. İMKB Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi Başlıklı Çalışma (Aksu ve Köseadağ 2005)

Yukarıda sözü edilen CGFT'nin S&P ile işbirliği ile “Kurumsal Yönetim: Türkiye Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Araştırması”, Aksu ve Köseadağ (2005) tarafından yapılan ve “İMKB Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi” başlıklı bu çalışmaya dayanmaktadır. Dolayısıyla her iki çalışmada da gerek kullanılan metodoloji gerekse ulaşılan sonuçlar paraleldir. Önceki çalışmada olduğu gibi burada da dikkati çeken en önemli sonuç “mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkilerinin ifşası”, “finansal tablolarda mali şeffaflık ve bilgilendirme” ve “genel kurul/yönetim yapısı ve işleyişinin ifşası” grupları arasında, en yüksek puan alan grubun “finansal tablolarda mali şeffaflık ve bilgilendirme” ve en düşük puan alan grubun da “genel kurul/yönetim yapısı ve işleyişi” olmasıdır.

III.3.4. Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin (TKYD) The Boston Consulting Group ile ortak olarak gerçekleştirdiği *“ülkemizdeki kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin bir durum tespiti yapmayı, mevcut uygulamaları etkileyen çevresel koşulları belirlemeyi ve bu çevresel koşullar itibariyle Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin şirketlerin uzun vadeli performansı üzerindeki olası etkilerini ortaya koymayı”* amaçlayan “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” başlıklı bu çalışma Türkiye’de faaliyet gösteren 1000 şirket üzerinde yapılmış ve SPK İlkelerine uyumluluk ve performans başlıkları altında iki farklı anket kullanılmıştır. (TKYD 2005)

Araştırma sonuçlarına göre *“şeffaflığın sağlanması, doğru yönetim için yapısal planlama ve yönetim kurullarının icradan öte gözetim rollerine alışması”* temel öncelikler olarak belirlenmiştir.

TKYD (2005)’e göre çalışma sonucunda ülke kurumsal yönetim çerçevesi, hissedar hakları ve hissedarlarla ilişkiler, paydaşlar, kamuoyunu bilgilendirme ve yönetim kurulunun yapısı ve sorumlulukları olmak üzere beş ana bölümden oluşan “uyumluluk” ve yönetim kurulu rol belirginliği, yetkinliği, prosedürleri, işlevleri, bağımsız üyeler ve yapıcı davranış olmak üzere toplam altı başlıktan oluşan “performans” başlıklarında elde edilen bulguların tamamına (<http://www.tkyd.org/docs/bcgraporweb.pdf>) adresinden ulaşılması mümkün olup, aşağıda söz konusu araştırmada şeffaflığa ilişkin olarak ulaşılan sonuçlara yer verilmiştir:

➤ *“Türkiye’de kamuoyunu bilgilendirme/şeffaflık konusunda ciddi eksikliklerin olduğu ve bunun temelde kayıt dışı ekonomiye ve ulusal kültüre*

dayandığı düşünülmektedir. Gerek anket katılımcıları gerekse yüz yüze mülakat tekniğiyle görüşleri alınan katılımcılar, belli bir düzeyde şeffaflığın yasal olarak tüm şirketlere zorunlu tutulması gerektiği görüşünü savunmaktadır.”

➤ *“Katılımcıların %91’i Türkiye’de şeffaflığın oldukça sınırlı düzeyde olduğunu ve bu sorun çözülmedikçe kurumsal yönetim konusunda daha yapısal adımlar atılmasının mümkün olmadığını ifade etmektedir.”*

III.3.5. OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme Komitesinin (Steering Group on Corporate Governance) Türkiye’ye İlişkin Pilot Çalışması (Taslak Halinde)

OECD Kurumsal Yönetim ve Yönlendirme Komitesinin amacı kurumsal yönetim uygulamalarını takip etmek ve OECD’nin bu konudaki çalışmalarına rehberlik etmektir. Komite, kurumsal yönetim ilkelerinin hazırlanması ve revizyonu, ilkelere uyum derecesinin ölçülebilmesi için metodoloji geliştirilmesi ve kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin çalışmalar yapmakla görevlidir.

OECD Kurumsal Yönetim ve Yönlendirme Komitesinin 2005 yılı toplantısında Türkiye kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesinin ölçülmesi için yapılacak pilot çalışmada gönüllü olmuştur. Konuya ilişkin hazırlanan rapor taslağı, Komitenin Mart 2006’da Paris’te yapılan toplantısında sunulmuş, ancak henüz tamamlanmadığından yayımlanmamıştır. Nihai rapor üye ülkelerce elektronik ortamda oylandıktan sonra kamuya duyurulacaktır.

III.4. SERMAYE PİYASALARINDA KURUMSAL YÖNETİMİN BİLEŞENİ OLARAK ŞEFFAFLIK VE KAMUYU AYDINLATMAYA İLİŞKİN DÜZENLEME VE UYGULAMALAR

Bir önceki bölümde incelenen kurumsal yönetim ve şeffaflık/kamuyu aydınlatma ile ilgili Türk sermaye piyasalarına dair yapılmış çalışmalar ve çalışma sonuçları, kurumsal yönetimin temel ilkelerinden biri olan şeffaflığın artırılmasına yönelik çabalara ihtiyaç bulunduğunu göstermektedir. Şeffaflığa ilişkin olarak gerek CGFT'nin araştırma sonuçlarında değinildiği gibi mali yapıya ilişkin şeffaflık uygulamalarının yanı sıra şirketin mali performans dışındaki kamuyu aydınlatma standartlarının geliştirilmesine, gerekse TKYD 2005'te ifade edildiği üzere belli bir düzeyde şeffaflığın yasal olarak tüm şirketlere zorunlu tutulması gerektiğine ilişkin tespitler yapılmaktadır.

Bu çerçevede, çalışmamızın bu son bölümü SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim Rehberi'nin şeffaflığa ilişkin ilkeleri baz alınmak suretiyle bir taraftan şeffaflığa ilişkin kurumsal yönetim ilkelerinin sermaye piyasası mevzuatı ile sınırlı olmak kaydıyla yasal bir zorunluluk olarak düzenlenip düzenlenmediği ve düzenlendi ise nerelerde düzenlendiğinin irdelenmesine, diğer taraftan da şeffaflığı artırmaya yönelik mekanizmaların Türk sermaye piyasalarında ne kadar mevcut olduğunu değerlendirmeye ayrılmıştır.

Bu amaçla aşağıda SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin “*Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık*” başlıklı bölümünde yer alan ilkeler tek tek ilke bazında ele alınmakta ve sistematik olarak öncelikle yasal olarak zorunlu olup olmadığı ve zorunlu ise sermaye piyasası mevzuatındaki yeri, varsa konuya ilişkin

son veriler dikkate alınmak suretiyle değerlendirilmekte olup, bu değerlendirmelerin çok genel bir özetini içeren “SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Bölümündeki İlkeler ile Sermaye Piyasası Mevzuatında Bu İlkelere Karşılık Gelen Düzenlemeler” başlıklı tabloya Ek/2’de yer verilmiştir.

III.4.1 Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçları ile İlgili İlkeler

Kurumsal yönetimin temel unsurlarından biri olan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da gözeterek şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilginin sunulmasını amaçlamaktadır.

SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık” başlığını taşıyan II’nci bölümünün ilk kısmında yer alan kamuyu aydınlatma esasları ve araçları ile ilgili aşağıda yer verilen ilkeler bu amaca hizmet etmek için getirilen ve kamuya açıklanacak bilgilerin niteliğine ve bu nitelikteki bilgilere nasıl ulaşılabileceğine dair kurallar getirmeye yönelik olarak kaleme alınmıştır.

III.4.1.1. Kamuya Açıklanacak Bilginin Niteliğine İlişkin Olarak

İlke 1: *“Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit biçimde kamunun kullanımına sunulur.”*

İlke ile belirlenen bu çerçeve aslında zaten sermaye piyasalarına ilişkin temel bir gerekliliktir. Doğrudan finansman mekanizmasının geçerli olduğu sermaye

piyasalarında bilginin özel bir önemi vardır ve bilgilerin doğru, eksiksiz, zamanında ve anlaşılabilir olarak sunulmasının sağlanması düzenleyici otoritelerin temel önceliklerindendir. Dolayısıyla SPKn.’nun yatırımcıyı koruma temel hedefi kapsamında söz konusu ilkeye ulaşmak için sermaye piyasası mevzuatında pek çok düzenleme yapılmıştır.

İlke metninde geçen ve spesifik olarak tanımlanmamış olan “kamuya açıklanacak bilgiler” ya da “kamunun aydınlatılmasında yapılacak bildirimler” kavramı kapsam itibarıyla çok geniş bir alanı içermekte olduğundan, ilke ve ilkeye ilişkin düzenlemeler, kamuya bilgi sunulan temel araçlar olarak izahnameler, mali tablolar ve özel durum açıklamaları kapsamında ele alınmaktadır:

1) Konu kamuya açıklanacak bilgilerin niteliği olduğunda ilk olarak kamuyu aydınlatmanın temel aracı olarak kabul edilen “izahnameler”in ele alınması gerekmektedir. Seri:I No:26 Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nin (*Hisse Senetleri Tebliği*) 17’nci maddesinin son fıkrasında “... *izahnamenin asgari olarak; ortaklığı genel olarak tanıtıcı bilgiler ile mevcut ve satışı yapılacak sermaye ve paylara, satış esaslarına, mali duruma, faaliyetlere ve izahnameyi imzalayan kişilere ilişkin bilgileri içereceği ve izahname standartlarının Kurul tarafından belirleneceği*” ve 23’üncü maddesinde ise izahname ve sirkülerlerin SPK tarafından belirlenen standartlara uygun olması ve bu belgelerde yer alan ***bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasından*** ihraççı ortaklığın sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır.

Ayrıca aynı maddenin son fıkrasında ortaklıklar ve varsa satışa aracılık eden kuruluşların satış yerlerinde izahnameden yeterli sayıda bulundurarak talep edenlere

vermek zorunda oldukları hükme bağlanmak suretiyle bu bilgilerin eşit biçimde kamunun kullanımına sunulması amaçlanmıştır.

2) Kamuya açıklanacak bilgilerin, ilkede vurgulandığı gibi zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit biçimde kamunun kullanımına sunulması sürecinde sadece halka arz aşamasındaki izahname ve sirkülerlerle kamunun aydınlatılması elbette yeterli olmamakta, kamuyu aydınlatmada sürekli ve temel bilgi kaynağı olan mali tablo ve raporlar önem kazanmaktadır.

Bilginin sermaye piyasalarında taşıdığı önemden hareketle, SPK borsa şirketleri dahil tüm halka açık anonim ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumları için uyulması zorunlu mali tablo ve raporlama esaslarını en ayrıntılı bir biçimde 1989 yılında yayımladığı Seri:Xİ, No:1 sayılı “Sermaye Piyasasında Mali Tablolara İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlemiştir.

Söz konusu Tebliğ ile mali tabloların içerik ve şekil açısından aynı formatta düzenlenmesinin karşılaştırılabilir bilgi üretimine sağlayacağı katkı ön plana çıkarılmıştır. Şirketlerin ekonomik gerçeğinin tüm yönleriyle ortaya konması amacıyla muhtemel riskler için karşılık ayrılması sağlanmıştır. Böylece, yatırım kararlarında şirketlerin ekonomik gerçeğine uygun tüm bilginin değerlendirilmesi olanaklı hale gelmiştir.

Mali tablo düzenleme esasları mali tabloların hazırlanması aşamasında olduğu kadar kamuya paylaşılma aşamasında da bir örnek mali tabloların üretilmesini teşvik ederek, kamunun bilgi ihtiyacının karşılanmasında önemli bir aşamayı oluşturmaktadır.

Mali tablolar alanındaki bu temel düzenleme ile kamunun doğru ve tam bilgilendirilmesinin bir yolu olarak dipnotların da mali tablolarla bir bütün olduğu hususu vurgulanmıştır. Dipnotlarıyla bir bütün olan mali tabloların kamuya duyurulması amacıyla borsa şirketleri için borsa bültenlerinde ilan, diğerleri için de günlük gazetede ilan esasları düzenlenmiştir. Öncelikle “yıllık mali tablolar”ın düzenlenmesi öngörülmüşse de, giderek artan bilgi ihtiyacı nedeniyle “ ara mali tablolar”ın düzenlenmesi de zorunlu hale getirilmiştir.

Seri:XI, No:1 sayılı Tebliğ yayıma girdiği tarihten itibaren oldukça yaygın bir uygulama alanı bulmuş, ancak ülkemizde yaşanan yüksek enflasyonun mali tablolar üzerindeki bozucu etkilerinin ortadan kaldırılması zorunlu hale gelmiştir. Bu amaçla 31.12.2003 tarihli mali tablolardan başlamak üzere Seri:XI, No:20 sayılı “Yüksek Enflasyon Dönemlerinde Mali Tabloların Düzeltilmesine İlişkin Esaslar Tebliği” uygulanmaya başlamıştır.

Bu Tebliğin tamamlayıcı bir parçası olan, Seri:XI, No:21 sayılı “Konsolide Mali Tablolara İlişkin Esaslar Tebliği”ne göre de ana ortaklık konumundaki hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için bağlı ortaklık ve müşterek yönetime tabi ortaklıklarının konsolidasyona dahil edilerek, konsolide mali tablo düzenleme yükümlülüğü getirilmiştir. Böylece bir ana ortaklığın finansal durumunun tam olarak ortaya konması amaçlanmıştır.

Tüm bu düzenleme değişikliklerinde geline en son aşama, SPK’nın Kasım 2002’de yürürlüğe giren Seri:XI, No:25 Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği (*Muhasebe Standartları Tebliği*)’dir. Anılan Tebliğ yayımı tarihi itibarıyla UFRS ile tam uyumlu olup, Tebliğ ile UFRS’ye göre mali tablo hazırlanmasının Tebliğe uyum hükmünde olduğu kabul edilmektedir.

Muhasebe Standartları Tebliği'nin "mali tabloların nitelikleri" başlıklı dördüncü bölümü, mali tablolar aracılığıyla sunulan bilgilerin "anlaşılabilirlik", "ihtiyaca uygunluk", "güvenilirlik" ve "karşılaştırılabilirlik" niteliklerini taşıması gerektiği üzerinde durmaktadır.

Mevcut durumda yürürlükte bulunan muhasebe standartları düzenlemeleri uyarınca, yıllık ve ara dönem mali tabloları ile dipnotlarının ve ayrıca kamuya duyurulması gereken ilgili açıklamaların tamamı kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca kamuya açıklanacak bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit biçimde kamunun kullanımına sunulması amacını gerçekleştirmeye yöneliktir.

3) Sermaye piyasası mevzuatında sermaye piyasası araçlarının halka arzında kullanılan izahnameler ile periyodik bilgilendirme kaynağı olarak mali tablo ve raporlardan sonra kamunun sürekli aydınlatılmasına yönelik olarak yapılacak bildirimlerin içerik ve şeklinin belirlendiği temel düzenleme, spesifik konulara ilişkin ilgili düzenlemelerdeki hükümler saklı kalmak kaydıyla, Seri: VIII No:39 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ (*Özel Haller Tebliği*)'dir.

Söz konusu Tebliğ'in önemi, izahname gibi belirli bir anda bir amaç için yapılan ya da mali tablolar gibi belli dönemlere bağlı periyodik olarak yapılan kamuyu aydınlatma açıklamalarını sürekli hale getirmesidir. Konu uluslararası alanda da son yıllarda önem kazanmış olup, IOSCO tarafından 2002 yılında Borsada İşlem Gören Şirketler İçin Sürekli Kamuyu Aydınlatmaya ve Özel Durumların Raporlanmasına İlişkin İlkeler yayımlanmıştır (IOSCO 2002-b).

Özel Haller Tebliği sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik

önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumlar ile bunların nasıl açıklanacağını düzenlemektedir. Tebliğ'in 10 uncu maddesinin ilk fıkrasında “*bu Tebliğ uyarınca yapılacak açıklamalar, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olmalı; özel durumun doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için zorunluysa bu durumun ilgili olduğu karşı taraf belirtilmeli, değişikliklerin ve/veya etkilerinin miktar veya tutar olarak ifade edilebilmesi halinde, yapılacak açıklamalarda miktar ve tutara yer verilmelidir*” hükmü yer almaktadır.

Aşağıda kamuya açıklanacak bilginin niteliğine ilişkin 1 numaralı ilkenin alt başlıkları da aynı sistematik çerçevesinde ele alınmıştır:

III.4.1.1.1. Kamuyu Aydınlatmadan Sorumlu Yöneticiler

“Kamunun aydınlatılmasında yapılacak bildirimlerden sorumlu ve imza yetkisine haiz iki yönetici bulunur. Bu yöneticiler denetimden sorumlu komite ve kurumsal yönetim komitesi ile yakın işbirliği içerisinde sorumluluklarını ifade ederler.”

Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde kamuya açıklanması zorunluluğu getirilen aşağıdaki hususlarla ilgili olarak bu ilkenin önerdiği sorumlu yöneticilerin mevcudiyetine ilişkin düzenlemeler şu şekildedir:

1) Yukarıda kullanılan sistematığe paralel olarak konuya kamuyu aydınlatmanın temel aracı olarak bilinen izahnameler ile ilgili ne tür düzenlemeler olduğu incelenerek başlanması uygun olacaktır.

Kamunun aydınlatılmasında yapılacak bildirimlerden sorumlu ve imza yetkisine haiz iki yönetici bulunacağına dair ilke ile bağlantı kurulabilecek

düzenlemelerden biri bu kapsamda Hisse Senetleri Tebliği'nin 17 ve 23'üncü maddeleridir.

Hisse Senetleri Tebliği'nin 17'nci maddesinin son fıkrasında “...izahnamenin asgari olarak; ortaklığı genel olarak tanıtıcı bilgiler ile mevcut ve satışı yapılacak sermaye ve paylara, satış esaslarına, mali duruma, faaliyetlere ve izahnameyi imzalayan kişilere ilişkin bilgileri içereceği ve izahname standartlarının Kurul tarafından belirleneceği” hükme bağlanmıştır. Tebliğ'in 23'üncü maddesinde de izahnamenin **şirket**, aracı kuruluş ve varsa konsorsiyum üyeleri **tarafından imzalanması gerektiği** belirtilmektedir. Ayrıca bir önceki cümlede belirtilen yetkiye dayanarak SPK tarafından belirlenen standart izahname örneklerine bakıldığında (www.spk.gov.tr) konumuzla ilgili olarak izahnamelerin sonunda “izahnamenin sorumluluğunu yüklenen kişiler” başlıklı bölümde anonim şirketi temsile yetkililer tarafından imzalanmadan önce “*kanuni yetki ve sorumluluklarımız dahilinde ve görevimiz çerçevesinde bu izahname ve eklerinde yer alan bilgilerin ve verilerin gerçeğe uygun olduğunu ve izahnamenin bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik içermediğini beyan ederiz*” ifadesinin yer alması gerektiğinin zorunlu tutulduğu görülmektedir. Bu bölümde, temsile yetki kişilerin ad soyadları, unvanları ve adresleri ile izahnameden kısmen sorumlu kişilerin isim veya unvanları ile hangi bölümden sorumlu olduklarına ilişkin bilgi verilmesi gerekmektedir.

2) İzahnamelerden sonra kamuyu aydınlatma ve şeffaflığı sağlamanın ikinci temel aracı olan mali tablo ve raporların kamuya açıklanmasında sorumlulara ilişkin olarak sermaye piyasası mevzuatında ilk olarak Seri:X, No: 16 Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğe (Bağımsız Denetim Tebliği) 02.11.2202 tarihinde eklenen 28/B maddesi ile düzenlenmiştir. Madde ile mali tablo ve yıllık

raporların bildiriminden sorumlu şirket yetkilileri belirlenmiştir. Son yıllarda dünyada yaşanan muhasebe skandalları sonrasında yapılan düzenlemelerin uyumlulaştırılması hedefi çerçevesinde finansal raporlama sürecinde şirket yönetimlerinin gerekli tedbirleri almaları ve bu konuda yönetim kuruluna destek vermek üzere kurulan denetimden sorumlu komitelerle işbirliği içinde olmaları söz konusu düzenlemenin temelini oluşturmaktadır.

Bu kapsamda, Bağımsız Denetim Tebliği'nin "mali tablo ve yıllık rapor hazırlanması ve bildiriminde sorumluluk" başlıklı 28/B maddesinde düzenlenen hususlara aşağıda yer verilmiştir. 01.01.2003 tarihinden sonra sona eren yıllık ve bundan sonra gelecek ilk ara mali tablo döneminden geçerli olmak üzere yayımı tarihinde (02.11.2002) yürürlüğe giren düzenlemeye göre;

a) Mali tablo ve raporların Kurulun muhasebe standartları ile genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olarak hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan, Türk Ticaret Kanunu ve sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde **ortaklık** ve aracı kurumun **yönetim kurulu sorumludur**. Ortaklık ve aracı kurumun yönetim kurulu, belirtilen kapsamda hazırlanacak mali tablolar ve yıllık raporların kabulüne dair ayrı bir karar almak zorundadır.

b) Ortaklıklar ve aracı kurumların mali tablo ve yıllık raporlarının ilanı ve bildirimini sırasında söz konusu yıllık ve ara mali tablolar ile yıllık raporların; **ortaklık genel müdürü, mali tablo ve yıllık raporların hazırlanmasından sorumlu bölüm başkanı veya bu sorumluluğu üstlenmiş görevli ile yönetim kurulunca bir iş bölümü yapılmış ise mali tablo ve yıllık raporların hazırlanmasından sorumlu yönetim kurulu üyesi tarafından** Tebliğ'de ayrıntılı olarak sıralanan finansal tablo ve raporların incelendiğine, gerçeğe aykırı bir açıklama içermediğine veya eksik

olmadığına, şirketin gerçek finansal durumunu ve faaliyet sonuçlarını yansıttığına dair açıklamalarla birlikte **imzalanması** ve kamuya yapılacak açıklamalarda da bu konuya yer verilmesi zorunludur.

c) Ortaklık ve aracı kurum yönetim kurulu; mali tablo ve yıllık raporları imzalamakla yükümlü olan görevlilerin, ortaklıkla ve konsolide mali tablolar kapsamına giren bağlı ortaklıklar, iştirakler ve müşterek yönetime tabi ortaklıklar ile ilgili önemli bilgilere ulaşmasını sağlayacak tedbirleri almakla yükümlüdür. İmza yükümlüsü görevliler, gerek ortaklığın iç kontrol sistemiyle, gerekse kendilerinin bilgiye ulaşma sistemiyle ilgili eleştiri ve önerilerini ortaklık yönetim kuruluna, denetimden sorumlu komiteye, ortaklığın ve aracı kurumun denetimini yapmakta olan bağımsız denetim kuruluşuna bildirmekle ve raporu incelemeleri sırasında kullandıkları iç kontrol sistemi hakkında bilgi vermekle yükümlüdürler.

Mali tablo ve yıllık raporların bildiriminden sorumlu şirket yetkililerinin belirlenmesine ilişkin yukarıda yer verilen hüküm daha sonra 15.11.2003 tarihinde yayımlanan Seri:X No:25 Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ'in (*Muhasebe Standartları Tebliği*) 55'inci maddesinde tekraren yer almıştır.

3) Konuya ilişkin bir diğer düzenleme de sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumları ve bunların açıklama esaslarını belirlemek amacıyla çıkartılan Özel Haller Tebliği'nin 10'uncu maddesinin son fıkrasında yer almaktadır. Burada da özel durum açıklamalarından sorumlu ve ortaklığı temsile yetkili kişilerin belirlenerek ilgili Borsaya veya SPK'ya bildirileceği ve söz konusu kişilerin değişmesi halinde de yeniden bildirim yapılacağı düzenlenmiş bulunmaktadır. Dolayısıyla Tebliğ'de çok

geniş olarak sayılan önemli olay ve gelişmelere ilişkin kamuya yapılacak açıklamalardan kimlerin sorumlu olacağının önceden belirlenmesi ve duyurulması yönünde bir uygulama benimsenmiştir.

Ancak 2'nci maddede yer alan mali tabloların kamuya açıklanmasında sorumluların kim olacağına dair yapılmış olan net belirleme dışında gerek izahname, gerekse özel durum açıklamaları yoluyla kamuya bilgi açıklanmasından sorumlu olacak kişilerin kim olacaklarına ya da niteliklerine ilişkin net bir belirleme mevcut değildir. Her ne kadar izahname ve özel durum açıklamalarından sorumlulara ilişkin olarak yukarıda yer verilen düzenlemelerde kamuya açıklanacak bilgiyi sorumlu kişilerin imzalaması ya da imzalayacak sorumluların bildirilmesi şartları aranmışsa da, kamuya açıklanacak bu bilgilerden doğrudan sorumlu olacakların görevleri (yönetici olup olmadıkları) ve bu kişilerin nasıl belirleneceği açıkça belirtilmemiştir. Uygulamada şirketlerin imza sirkülerlerine dayanılarak sorumluların kim oldukları incelenmekte olmakla birlikte, kamuya yapılacak açıklamalarda sorumlulukların net olarak belirlenmesi açısından her halka açık şirket için kamunun aydınlatılmasında yapılacak bildirimlerden kimlerin sorumlu olacağının yönetim kurulu kararı ile belirlenmesinin zorunlu tutulmasının ve bunlardan en az birinin yönetici olması şartının aranmasının yararlı olacağı düşünölmektedir.

III.4.1.1.2. Kamuyu Aydınlatmadan Sorumlu Personel

“Pay sahipleri ile ilişkiler bölümünde çalışan personel münhasıran kamuyu aydınlatma ile ilgili her türlü hususu gözetmek ve izlemek üzere görevlendirilirler. Ayrıca yatırımcılar, finansal analistler, basın mensupları ve benzeri kesimler bu birime yönlendirilir.”

SPKn ve SPK tebliğleri içerisinde “pay sahipleri ile ilişkiler birimi”ne ilişkin özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla böyle bir birim oluşturulması hususu yasal olarak zorunlu tutulmuş unsurlar içerisinde yer almamaktadır.

Kavram ilk kez SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri kapsamında bir düzenleme metnine konu olmuştur. “Pay sahibi ile ilişkiler” birimi Kurumsal Yönetim İlkelerinin “pay sahipleri” başlıklı I numaralı bölümünün 1.1.1 ve 1.1.2 numaralı ilkelerinde yer almaktadır. Buna göre yeterli sayıda personelden oluşan bir pay sahipleri ile ilişkiler biriminin oluşturulması ve bu birimin de maddede sayılan diğer görevler hariç *“mevzuat ve şirketin bilgilendirme politikası dahil kamuyu aydınlatma ile ilgili her türlü hususu gözetmek ve izlemekle”* görevli olduğu belirtilmiştir.

Konuya ilişkin sözü edilmesi gereken bir başka düzenleme kurumsal yönetim ilkelerine uyumun kamuya duyurulmasının zorunlu hale getirildiği SPK’nun 10.12.2004 tarih ve 48/1588 tarihli kararıdır. Bu karar ile asgari standartları belirlenen Uyum Raporunun “pay sahipleri ile ilişkiler” başlıklı bölümünde şirketlerin pay sahipleri ile ilişkiler birimi oluşturup oluşturmadıklarının, birim oluşturulmuşsa birimin başkan ve personelinin isimlerinin, iletişim bilgilerinin, dönem içinde birimin yürüttüğü başlıca faaliyetlerin, dönem içinde birime yapılan başvuru ve yatırımcılara verilen yanıt sayısının açıklanması zorunlu hale getirilmiştir.

2004 yılı Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının incelenmesi sonucunda yapılan değerlendirmede 134 şirkette (%49) pay sahipleri ile ilişkiler biriminin ayrı bir birim olarak faaliyet gösterdiği, 150 şirketin (%55) pay sahiplerinin doğrudan

ulaşabilmeleri için ilgili birimlerde çalışanların iletişim bilgilerini kamuya açıkladığı görülmüştür (Tokgöz 2006).

III.4.1.1.3. Gizlilik

“Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklama öncesinde belirli yatırımcılara duyurulmaz. Faaliyetleri nedeniyle şirket ile ilgili gizli bilgilere erişebilecek durumda olan bağımsız denetim kuruluşu, danışmanlık hizmeti veren kişi ve kuruluşlar, derecelendirme kuruluşları, sendikalar gibi kurumlar bu kuralın istisnasını oluşturur. Bu durumda, bilgiye ulaşanlar, söz konusu bilgiyi ticari sır prensibi ve etik kurallar çerçevesinde gizli tutarlar.”

Özel Haller Tebliği’nin “gizlilik” başlıklı 17’nci maddesinde açıklanması gereken özel durum hakkında bilgi sahibi olan tüm kişilerin, kamuya duyuruluncaya kadar söz konusu bilgilerin gizliliğini korumakla yükümlü oldukları hükme bağlanmıştır.

Öte yandan, kamuya açıklanacak bilgilerin açıklama öncesinde belirli yatırımcılara duyurulmayacağını ve faaliyetleri nedeniyle bilgiye ulaşanların da söz konusu bilgiyi ticari sır prensibi ve etik kurallar çerçevesinde gizli tutmalarını öngören söz konusu ilkenin içeriği aynı zamanda “içeriden öğrenenlerin ticareti” ve “ticari sır” konuları ile de ilgilidir. Kamuya açıklanacak bilgilerin, açıklanmadan önce belirli yatırımcılara duyurulması zaten sermaye piyasalarına özgü temel suçlardan birisi olup, SPKn madde 47 A/1 de ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Ancak bu başlıklar ileride III.4.5 numaralı bölümde ayrı bir ilke olarak ele alındığından, burada sadece gizlilik ile ilgili hükümlere yer vermekle yetinilmiştir.

III.4.1.1.4. Muhasebe Politikaları ve Faaliyet Sonuçları

“Şeffaflık ilkesine uygun olarak, uygulanan muhasebe politikaları ve faaliyet sonuçları gerçeğe uygun şekilde kamuya açıklanır.”

Faaliyet sonuçlarının kamuya açıklanmasında temel araç mali tablo ve raporlar ile yıllık faaliyet raporlarıdır. Kurul’un muhasebe tebliğleri ile bu husus ayrıntılı olarak düzenlenmiş bulunmaktadır. Faaliyet sonuçlarının hangi esaslar dahilinde, ne zaman ve nasıl kamuya açıklanacağı ayrıntıları ile belirlenmiştir. Mali tablo ve raporların kamuya duyurulması, bu tabloların hazırlanmasında uyulacak diğer ilkelerle birlikte tablolarda uygulanan muhasebe politikalarına da detaylı olarak yer verilmesini gerektirmektedir.

Konu, özellikle borsa şirketleri açısından önem taşımaktadır. Halen borsa şirketlerinin uymakla yükümlü oldukları Muhasebe Standartları Tebliği’nin 19’uncu Kısımında *“işletmelerin mali tablolarını tutarlı olarak hazırlayıp sunma imkanına sahip olmalarını sağlamak üzere muhasebe politikalarının seçilmesine, muhasebe politikalarında ve tahminlerinde meydana gelen değişikliklerin ve hataların muhasebeleştirilmesine ve kamuya açıklanmasına ilişkin kriterler”* düzenlenmiştir.

Ayrıca zaten bir bütün olarak mali tablo dönemlerine bağlı olmaksızın yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin ortaya çıktığı veya öğrenildiği anda kamuya açıklanmasını sağlamak amacıyla yapılmış bir düzenleme olan Özel Haller Tebliği’nin 5/e/13 numaralı maddesinde de spesifik olarak uygulanan muhasebe politikalarında değişiklik yapılması halinde bu durumun kamuya açıklanacağı hükme bağlanmıştır.

III.4.1.2. Bilgilendirme Politikası

İlke 2: *“Kamunun aydınlatılması ile ilgili olarak bir bilgilendirme politikası oluşturulur ve kamuya açıklanır.”*

Bu ilke ile şirketlerin oluşturması ve kamuya açıklaması istenen bilgilendirme politikası, mevzuatla belirlenenler dışında tüm menfaat sahiplerinin kararlarını etkileyebilecek her türlü önemli bilginin açıklanmasını da amaçlamakta, bu yönüyle şirketlerin yasal zorunluluklar dışındaki gönüllü kamuya açıklama uygulamalarına ne kadar hazır ve istekli oldukları konusunda önemli ipuçları vermektedir.

SPKn ve SPK tebliğleri içerisinde “bilgilendirme politikası” için aşağıda yer verilen gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin yapılmış spesifik düzenleme dışında herhangi bir özel düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla bilgilendirme politikasına ilişkin yukarıdaki ilkede yer alan hususlar (gayrimenkul yatırım ortaklıkları hariç olmak üzere) yasal olarak zorunlu tutulmuş unsurlar içerisinde bulunmamakta, ancak Uyum Raporu ile kamuya açıklanması gereken hususlar arasında yer almaktadır.

Uyum Raporunun “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” bölümünün ilk kısmını şirketin bilgilendirme politikası hakkında bilgi verilmesi hususu oluşturmaktadır. Uyum Raporu’na göre bu bölümde şirketin Kurumsal Yönetim İlkelerinde belirtildiği şekilde bir bilgilendirme politikası oluşturmuşsa bu politikanın, şirket bilgilendirme politikası oluşturulmamış veya oluşturulmuş ancak kamuya duyurulmamışsa bunun gerekçelerinin ve bilgilendirme politikasının yürütülmesinden sorumlu kişilerin isim ve görevlerinin açıklanması gerekmektedir.

SPK tarafından yapılan Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi sonuçlarına göre (söz konusu sonuçlar 2003 yılını yansıtmaktadır) ankete katılan 248 şirketin

%77'si yönetim kurulu tarafından hazırlanarak genel kurulda pay sahiplerinin onayına sunulan “bilgilendirme politikası”na sahip değildir. (SPK 2004). Hisse senetleri İMKB’de işlem gören ve 2004 yılı faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim Uyum Raporu yayımlayan 276 şirketin raporlarının incelenmesi sonucunda,

- 135 şirketin (%49) “bilgilendirme politikası”nı kamuya açıklamış olduğu, ancak bunlardan yalnızca 67’sinin (%24) yeterli içerik ve kapsamda bulunduğu,
- 18 şirketin bilgilendirme politikası bulunmakla birlikte kamuya açıklamamış olduğu,
- Bilgilendirme politikası oluşturmayan şirketlerden 111’inin (%40) bunun gerekçesi hakkında herhangi bir açıklamaya yer vermediği,
- 120 şirketin (%43) bilgilendirme politikasını yürütmekle sorumlu kişilerin isim ve görevlerini kamuya açıkladığı,

anlaşılmıştır. (Tokgöz 2006)

Yukarıda bahsedilen genel yaklaşım dışında bilgilendirme politikasına ilişkin olarak sermaye piyasası mevzuatındaki tek spesifik düzenleme gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkindir. Seri:VI No:11 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin “bilgi verme ve kamuyu aydınlatma” başlıklı 43’üncü maddesinde 18.05.2004 tarihinde yapılan değişiklikle üçüncü fıkraya “*ortaklık yönetim kurulunun, kamunun aydınlatılması ile ilgili olarak bir **bilgilendirme politikası** hazırlayarak genel kurulda pay sahiplerinin bilgisine sunmak ve kamuya açıklamak zorunda olduğu, bilgilendirme politikasının, mevzuat ile belirlenenler dışında kamuya hangi bilgilerin açıklanacağını, bu bilgilerin ne şekilde, hangi sıklıkta ve hangi yollardan kamuya duyurulacağını, yönetim kurulunun veya*

yöneticilerin basın ile hangi sıklıkta görüşeceğini, kamunun bilgilendirilmesi için hangi sıklıkta toplantılar düzenleneceğini, ortaklığa yöneltilen soruların yanıtlanmasında nasıl bir yöntem izleneceğini ve benzeri hususları içermesi gerektiği ve bilgilendirme politikasında bir değişiklik olması halinde, değişiklik yapılan hususlar ve gerekçelerinin yönetim kurulunun onayından geçtikten sonra genel kurulun bilgisine sunulacağı ve kamuya açıklanacağı” hükmü eklenmiştir. Bu hüküm burada tartışılan ilkeyi bütünüyle kapsar niteliktedir.

Ancak bu düzenlemenin neden yatırım ortaklıklarının tümüne de değil sadece spesifik olarak gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yönelik olduğu anlaşılamamaktadır. Kanımızca şirketlerin gönüllü kamuya açıklama uygulamalarına ne kadar istekli oldukları ve hangi hususları yasal olarak zorunlu tutulmamış olsa da kamuya açıklamayı tercih ettikleri konusunda önemli bir gösterge oluşturacak söz konusu düzenlemenin genelleştirilerek kurumsal yönetim ilkelerini uygulayacak tüm şirketler için geçerli hale getirilmesinin, özellikle mali durum dışındaki hususlara ilişkin daha fazla şeffaflık ihtiyacının giderilmesine katkısı olacaktır.

III.4.1.3. Sermaye Piyasası Araçlarının Değerine Etki Etme İhtimali Olan Gelişmeler

İlke 3: *“Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerine etki etme ihtimali bulunan gelişmeler mevzuat ile belirlenen süre içerisinde zaman geçirmeksizin kamuya duyurulur.”*

Daha önce de belirtildiği üzere, Özel Haller Tebliği bir bütün olarak mali tablo dönemlerine bağlı olmaksızın yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin ortaya çıktığı veya öğrenildiği anda kamuya açıklanmasını sağlamak amacıyla yapılmış bir düzenlemedir.

Tebliğ'in 5 ve 6'nci maddelerinde açıklama yapılması gereken özel durumlar "ortaklığın sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler", "maddi duran varlık alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi, aynı sermaye olarak konulması", "ortaklığın faaliyetlerine ilişkin değişiklikler", "ortaklığın yatırımlarına ilişkin değişiklikler", "ortaklığın mali yapısına ilişkin değişiklikler", finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler", "idari konulara ilişkin değişiklikler", "diğer değişiklikler" ve "faaliyetlerinin tamamı veya bir kısmı sportif faaliyetlerden oluşan ortaklıkların özel durum açıklamaları" başlıklarıyla detaylı olarak sayılmış, bunun yanı sıra yapılacak açıklamaların bu durumlarla sınırlı olmadığı ve yatırım kararları ile sermaye piyasası arcının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin de açıklanmasının zorunlu olduğu hükme bağlanmıştır. Dolayısıyla bu Tebliğ'in tamamı incelemekte olduğumuz ilkenin uygulanmasına yönelik hükümler içermekte olduğundan, bu ilkenin yasal olarak bağlayıcı düzenlemeler konu olduğunu söylemek mümkündür.

Ayrıca Uyum Raporu'nun "özel durum açıklamaları" başlıklı bölümünde şirketlerin yıl içinde SPK düzenlemeleri uyarınca yapılan özel durum açıklamalarının sayısını, yapılan açıklamaların kaç tanesi için ek açıklama istendiği bilgisini, özel durumların zamanında açıklanmamış olması halinde bunun gerekçesini ve özel durum açıklamalarının zamanında yapılmaması nedeniyle SPK tarafından uygulanan yaptırımları açıklamak zorundadırlar.

III.4.1.4. Finansal Duruma ya da Faaliyetlere İlişkin Mevcut veya Potansiyel Değişiklikler

İlke 4: *"Şirketin finansal durumunda ve/veya faaliyetlerinde önemli bir değişiklik olması halinde veya yakın bir gelecekte önemli bir değişikliğin ortaya*

çıkmasının beklendiği durumlarda, ilgili düzenlemelerde yer alan hükümler saklı kalmak kaydıyla, kamuoyu bilgilendirilir.”

Bir önceki ilke incelenirken yer verildiği üzere Özel Haller Tebliği’nin 5 ve 6’nci maddelerinde açıklama yapılması gereken özel durumlar detaylı olarak sayılmış, bunun yanı sıra yapılacak açıklamaların bu durumlarla sınırlı olmadığı ve yatırım kararları ile sermaye piyasası arcının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin de açıklanmasının zorunlu olduğu hükme bağlanmıştır.

Şirketin finansal durumunda ve/veya faaliyetlerindeki potansiyel değişikliklerle ilgili olarak, söz konusu Tebliğ’in 5/h/15 ve 5/e/16 maddelerinde ortaklığın mali durumunu ve faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilecek bir gelişme olması ya da daha önce kamuya açıklanan bilgilerde önemli bir değişikliğin ortaya çıkması veya yakın bir gelecekte ortaya çıkmasının beklenmesi durumlarında açıklama yapılması gerektiği de özel olarak vurgulanmıştır.

Bu açıklamalardan görüleceği üzere “finansal duruma ya da faaliyetlere ilişkin mevcut veya potansiyel değişiklikler” başlığı altında incelediğimiz bu ilke yasal olarak bağlayıcılığı olan çeşitli düzenlemelere konu olmuştur.

III.4.1.5. Kamuya Açıklama Tarihinden Sonra Ortaya Çıkan Gelişmeler

İlke 5: *“Şirketin kamuya yapmış olduğu açıklamalar ile ilgili olarak sonradan ortaya çıkan değişiklikler ve gelişmeler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulur.”*

Özel Haller Tebliği’nin 5/e/15 numaralı maddesinde *“Kurulun muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri uyarınca ortaklığın kamuya açıklanan son bilançosunda yer alan şarta bağlı olayların gerçekleşmesi”* ve 5/h/15’te numaralı maddesinde ise *“ ... daha önce faaliyet raporu, mali tablo, mali tablo dipnotları,*

izahname, raf kayıt belgesi veya başka yollarla kamuya açıklanan bir durumda önemli bir değişikliğin olması” ortaya çıktığı veya öğrenildiği anda kamuya açıklanması gereken durumlardan biri olarak sayılmıştır.

Aynı Tebliğ’in “açıklamanın kapsam ve niteliği” başlıklı 10’uncu maddesinin ikinci fıkrasında yer alan genel nitelikli düzenleme ile önceden yapılmış özel durum açıklamalarında meydana gelen gelişmeler ve değişikliklerin sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulması esası benimsenmiştir. Bu madde doğrultusunda daha önce özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurulan ve henüz sonuçlanmamış bir hususta herhangi bir gelişme olmaz ise, bu durumun da gerekçeleriyle beraber konuya ilişkin son açıklama tarihinden itibaren altmış günlük sürelerle kamuya açıklanması gerekmektedir.

Ayrıca SPKn.’nın “izahnamedeki değişiklikler” başlıklı 10’uncu maddesinde *“izahname ile halka açıklanan konulardaki değişikliklerin ilgili ihraççılarca en geç on gün içinde SPK’na bildirilmesinin zorunlu olduğu ve bildirimin şekil ve esaslarının Kurul tarafından belirleneceği”* hükme bağlanmış olup, bu doğrultuda Hisse Senetleri Tebliği’nin “halka açıklanan konulardaki değişiklikler” başlıklı 25’inci maddesinde de *“izahname ve sirkülerle, halka açıklanan konularda satışa başlamadan veya satış süresi içinde ortaya çıkan, bildirilmemesi halinde yatırımcının zararına neden olabilecek değişikliklerin ve yeni hususların, ortaklık tarafından bunların öğrenildiği tarihte her durumda satışa başlamadan önce veya satış süresi içinde satış durdurularak veya satışın aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılıyor olması halinde satışı yapan aracı kuruluşların satışı durdurmaları sağlanarak yazılı şekilde en seri haberleşme vasıtasıyla Kurula bildirilmesinin*

zorunlu” olduğu düzenlenmiş bulunmaktadır. Böylece halka arzdan hisse senedi satın almayı planlayan potansiyel pay sahiplerinin korunması amaçlanmıştır.

Dolayısıyla açıklama tarihinden sonra ortaya çıkan gelişmelerin sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulması hususu da konunun önemine binaen çeşitli düzenlemeler kapsamında zorunlu bir kamuya açıklama ilkesi olarak düzenlenmiştir.

III.4.1.6. “Uy” veya “Açıkla” İlkesi

İlke 6: *“Yönetim kurulunun, bu İlkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığını, uygulanmıyor ise gerekçesini ve bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ilişkin bilgileri içeren tek taraflı irade beyanına ve varsa buna ilişkin uyum raporuna, yıllık faaliyet raporunda yer verilir ve kamuya açıklanır.”*

Ülkemizde Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmamaları isteğe bağı bırakılmıştır. Ancak, bu ilkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına, uygulanmadı ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ve gelecekte şirketin yönetim uygulamalarında İlkelerde yer alan prensipler çerçevesinde bir değışiklik yapma planının olup olmadığına ilişkin açıklamaya, yıllık faaliyet raporlarında yer verilmesi ve ayrıca kamuya açıklanması gerekmektedir. Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan bu zorunluluk SPK’nın 2003/62 sayılı Haftalık Bülteni ile şirketlere bir kez daha hatırlatılmıştır.

Bununla birlikte, SPK 2004’e göre ilkelerin yayımlanmasını takiben şirketlerin çok azının (%31) faaliyet raporlarında ilkelere uyup uymadıkları konusunda bilgi vermekte oldukları, verilen bilgilerin de çoğunlukla birkaç cümleden ibaret kısa bir açıklama niteliğinde olduğu görülmüştür.

Bu nedenle SPK tarafından alınan 10.12.2004 tarih ve 48/1588 tarihli karar ile kurumsal yönetim ilkelerine uyumun kamuya duyurulmasının zorunlu hale getirilerek, aksi takdirde gerekli idari ve yasal yaptırımların uygulanabileceği duyurulmuştur.

Söz konusu Kararın ilk maddesinde hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin 2005 yılında yayınlanacak 2004 faaliyet raporlarından başlamak üzere, faaliyet raporlarında ve varsa internet sitelerinde Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum konusundaki beyanları ile ilkeler karşısındaki durumlarının görülebilmesi için Uyum Raporu’na yer vermeleri zorunluluğu getirilmiş ve Uyum Raporunun asgari standartları belirlenmiştir.

Bu çerçevede, şirketlerin Uyum Raporunun başında ilgili faaliyet döneminde SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına ilişkin bir beyana (*Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Beyanı*) yer vermeleri ve uygulanmayan hususlar, bunların gerekçeleri ve uygulanmayan hususlardan kaynaklanan çıkar çatışmalarına ilişkin açıklama yapmaları gerekmektedir.

III.4.1.7. Kar Dağıtım Politikası ile İlgili Şeffaflık

İlke 7: “*Kar payı dağıtım politikası faaliyet raporunda yer alır ve bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklanır.*”

Yatırımcılar açısından önemli bir bilgi niteliği taşıyan şirketin kar dağıtım politikasına ilişkin sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki düzenleme ve uygulamalar aşağıda özetlenmektedir:

1) Muhasebe Standartları Tebliği’nin “yönetim kurulu yıllık faaliyet raporu” başlıklı 57’nci maddesinde faaliyet raporunda bulunması gereken asgari hususlar

düzenlenmiştir. Maddenin üçüncü fıkrasının (s) bendi uyarınca faaliyet raporlarında *“vergiden sonraki karın tahsis yerleri, imtiyazlı ve intifa pay gruplarına dağıtım miktarı ve kar payının ödenme zamanları hakkında genel kurula yapılacak öneriler”*e yer verilmesi zorunludur.

2) Uyum Raporunun “kar dağıtım politikası ve kar dağıtım zamanı” başlıklı bölümü çerçevesinde şirketin karına katılım konusunda imtiyaz olup olmadığının, varsa ne şekilde bir imtiyaz tanındığının belirtilmesi, şirketin kamuya açıkladığı bir kar dağıtım politikası olup olmadığının, varsa buna ilişkin bilgi ile bu politikanın genel kurulda pay sahiplerinin bilgisine sunulup sunulmadığının, yoksa buna ilişkin gerekçenin, kar dağıtımının yasal süreler içinde gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin bilginin, kar dağıtımını yasal süreler içinde gerçekleştirilmemişse buna ilişkin gerekçeler ile hukuki sonuçların açıklanması gerekmektedir.

3) Kar dağıtımına ilişkin olarak SPK’nun 2006/3 sayılı Haftalık Bülteni ile duyurulan 27.01.2006 tarih ve 4/67 sayılı kararı ile özetle,

- Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için 2005 yılında asgari kar dağıtımı zorunluluğu uygulamasına devam edilmesine,
- Kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak şirketlerin kar payı dağıtım politikalarına yıllık faaliyet raporlarında yer vermeleri ve bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklamaları gerektiği hususunda bilgilendirilmesine,
- Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulaması çerçevesinde kâr dağıtım zorunluluğunun kaldırılabilceği dikkate alınarak, 2006 ve izleyen yıllara ilişkin kâr payı dağıtım politikalarının yapılacak ilk olağan genel kurul toplantısında ortaklarının bilgisine sunmaları hususunda bilgilendirilmesine,

karar verilmiştir. SPK'nun aldığı bu karar bundan böyle şirketlerin kar dağıtım politikalarını kendilerinin belirleyip, bunu da yukarıdaki kapsamda kamuya açıklamaları uygulamasının benimsenebileceği, dolayısıyla konuya ilişkin kurumsal yönetim ilkesine paralel bir uygulama ortamının yaratılacağı yönünde bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

III.4.1.8. Etik Kurallar

İlke 8: *“Oluşturulan etik kuralları bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklanır.”*

Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında etik kurallar oluşturulmasına ya da kamuya duyurulmasına ilişkin özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu ilke yasal olarak zorunlu tutulmuş unsurlar arasında yer almamakta, ancak Uyum Raporu ile kamuya açıklanması gereken hususlar kapsamında bulunmaktadır.

Uyum Raporunun “etik kurallar” başlıklı bölümü ile yönetim kurulu tarafından şirket ve çalışanları için etik kurallar oluşturulup oluşturulmadığına, oluşturulmadıysa gerekçesi ile etik kuralların şirket çalışmalarına ve bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya duyurulup duyurulmadığına ilişkin açıklama zorunluluğu getirilmiştir.

III.4.1.9. Yurtdışında Açıklanan Bilgilerin Duyurulması

İlke 9: *“Sermaye piyasası araçları yabancı borsalarda kote olan şirket, yurt dışında açıklamakla zorunlu tutulduğu bilgileri yurt içinde bir zorunluluk bulunmayan hallerde dahi, bu bilgilerin anlaşılmasını kolaylaştırıcı bilgilendirme notu ile birlikte, yurt dışı borsalar ile eşzamanlı olarak yurt içinde de kamuya açıklar.”*

Kurumsal Yatırım İlkelerinin şeffaflığa ilişkin 9 numaralı ilkesini oluşturan yurtdışında yapılan açıklamaların duyurulmasına ilişkin bu husus Özel Haller Tebliği'nin 5'inci maddesi (h) bendinin 11, 12 ve 13'üncü alt bentlerinde düzenlenmiş, dolayısıyla da yasal olarak bağlayıcı bir husus olarak ortaya konmuş bulunmaktadır. Söz konusu düzenlemede, bir şirketin;

➤ Sermaye piyasası araçlarının yabancı ülkelerdekiler dahil borsalara veya teşkilatlanmış diğer piyasalara kote edilmesi veya işlem görmesi için başvuru yapılması, başvurunun sonuçlanması, işlemlerin durdurulması, kotasyon koşullarının kaybedilmesi ya da sermaye piyasası araçlarının kottan çıkarılması, işlem gördüğü piyasaların değişmesi,

➤ *Sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü yabancı ülke borsalarında ve/veya piyasalarında açıklama yapması,*

➤ Yurt içinde ve/veya yurt dışında sermaye piyasası aracı ihracı, söz konusu araçların itfası, bunlarla ilgili olarak garanti alınması, sermaye piyasası aracı sahibinin haklarında değişiklik meydana gelmesi, ihraç edilmiş veya edilecek olan borçlanmayı temsil eden sermaye piyasası araçlarına veya diğer menkul kıymetlere ilişkin, faiz oranı, faiz ödeme tarihi, ödeme yerleri gibi hususlarda karar alınması, hususlarının ortaya çıkması halinde bunların kamuya açıklanması gerektiği düzenlenmiş bulunmaktadır.

Ayrıca Uyum Raporu'nun "özel durum açıklamaları" başlıklı bölümünde şirket hisse senetlerinin yurt dışı borsalarda kote olması durumunda bu borsalarda yapılan özel durum açıklama sayısına ve bu özel durumların yurt içinde de açıklanıp açıklanmadığı bilgisine yer verilmesi zorunludur.

III.4.1.10. Açıklanan Geleceğe Yönelik Bilgilerin Dayanakları

İlke 10: *“Proforma mali tablolar ve raporlar dahil, kamuya yapılacak açıklamalarda yer alan geleceğe yönelik bilgiler, tahminlerin dayandığı gerekçeler ve istatistiki veriler ile birlikte açıklanır. Bilgiler, dayanağı olmayan abartılı öngörüler içeremez, yanıltıcı olamaz ve şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile ilişkilendirilir.”*

Sermaye piyasası mevzuatında proforma mali tablolar dahil geleceğe yönelik bilgi sunulmasına ilişkin standartları belirleyen herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır.

Uluslararası uygulamalarda geleceğe yönelik bilgi içeren temel kaynaklardan birisi, kullanıcıların, geleceğe yönelik beklenti ve tahminleri de içerecek şekilde şirketin faaliyet sonuçları ve finansal durum hakkındaki açıklamalarına ulaşmalarını sağlamayı amaçlayan ve Amerika ve Kanada uygulamasında kullanılan adıyla “Yönetimin Faaliyet Sonuçlarını ve Finansal Durumu Değerlendirmesi ve Analizi (Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation - MD&A) ya da İngiltere uygulamasında kullanılan adıyla Operasyonel ve Finansal Değerlendirme (Operating and Financial Review – OFR) başlıklı raporlardır. Söz konusu raporlara ilişkin olarak bu ülkelerde çeşitli düzenlemeler mevcut olduğu gibi, konu Yönetimin Yorumu (Management Commentary – MC) adıyla IASB’in çalışmalarına da konu olmuş bulunmaktadır.

MC, “şirketin finansal raporlamasının bir parçası olarak finansal tablolara eşlik eden ve şirketin ilgili finansal raporun kapsadığı dönem boyunca ve gelecekteki performansı, gelişimi ve operasyonlarının arkasındaki temel faktör ve eğilimleri açıklayan bilgiler” olarak tanımlanmaktadır (www.iasplus.com/agenda/mda.htm).

IASB, Ekim 2005'te standart CM uygulamasının nasıl olması gerektiği hakkında bir tartışma metni yayımlamış ve metin hakkında ilgililerin görüşlerini almak üzere Nisan 2006'ya kadar metni tartışmaya açık tutmuş olup, konuya ilişkin çalışmalarına devam etmektedir. Diğer taraftan IOSCO da Şubat 2003'te MD&A tipi kamuya açıklama uygulamalarına dair temel prensiplerini yayımlamış bulunmaktadır.

Öte yandan proforma mali tablolar ya da şirketin gelecekteki potansiyel kazançları ya da operasyonları hakkında şirketin resmi temsilcileri tarafından yapılan açıklamalar olarak tanımlanan “geleceğe yönelik beyanlar (forward looking statements)” isimleriyle geleceğe yönelik bilgi sunulan ve uluslararası arenada çeşitli düzenlemeler ile sınır ve standartları belirlenen başka mekanizmalar da mevcuttur.

Elbette şirketlerin internet sitelerinde ya da basın açıklamaları yoluyla da geleceğe yönelik bilgi sunmaları mümkündür.

Konu başlı başına ayrı bir çalışma konusu olabilecek genişliğe sahip olduğundan burada sadece başlıca uygulama ve gelişmeleri vurgulamakla yetinilmiştir.

Yukarıda belirtildiği üzere ülkemizde sermaye piyasası mevzuatında geleceğe yönelik bilgi konusunu ele alan herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Oysa yatırımcıların geleceğe yönelik bilgilerden yararlanma ihtiyacı açısından değerlendirildiğinde oldukça önemli bir bilgi kaynağı niteliği taşıyan, ancak diğer taraftan da doğası gereği “tahmin” içeriyor olması nedeniyle son derece dikkatli olunması gereken “geleceğe yönelik bilgiler” konusunun kanımızca bir an önce yasal düzenlemeler kapsamına ele alınmasında fayda vardır.

Uygulama tercihinin, MD&A örneğindeki gibi “geleceğe yönelik bilgilerin” zorunlu kamuyu açıklama yükümlülüklerinden biri olarak değerlendirilmemesi, fakat geleceğe yönelik bilgi açıklayacak şirketler için asgari uygulama standartlarının belirlenmesi şeklinde olmasının yararlı olacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede de öncelikle “geleceğe yönelik bilgi”nin tanımı yapılmalı ve bu tür bilgilerin hazırlanma ve kamuya açıklanma standartları (veri, varsayım ve dayanakları) ile konuya ilişkin sorumluluklar belirlenmelidir.

III.4.1.11. İnternet Sitesi

İlke 11: “*Kamunun aydınlatılmasında, şirkete ait internet sitesi aktif olarak kullanılır.*”

Söz konusu ilkenin devamında şirketlerin internet sitelerinde bulunması gereken hususlara ilişkin alt başlıklara yer verilmiş olup, ilkenin tam metni Ek/1’de yer almaktadır.

Kamunun aydınlatılmasında şirkete ait internet sitesi aktif olarak kullanılacağına dair yukarıdaki ilkeye ilişkin olarak sermaye mevzuatı kapsamındaki düzenlemelere aşağıda yer verilmiştir. Ancak söz konusu düzenlemeler ya tavsiye niteliğinde ya da internet sitesi olan şirketleri kapsamakta olup, sermaye piyasası mevzuatı bağlamında şirketlerin internet sitelerine ilişkin yasal olarak bağlayıcı bir düzenleme mevcut değildir.

1. Muhasebe Standartları Tebliği’nin “mali tabloların kamuya açıklanması: gazete ve elektronik ortamda ilanı” başlıklı 711’inci maddesinin son fıkrasında;

- ***Kendine ait bir internet sitesi bulunan şirketlerin,*** faaliyet raporları ile mali tablolarını ve varsa bağımsız denetçi görüşünü, İMKB’de kamuya açıklandıktan sonra mali tablo kullanıcıları tarafından

kolaylıkla ulaşılabilecek şekilde internet sitelerinde yayımlamak zorunda oldukları,

- Bu bilgilerin, internet sitelerinde en az 5 yıl saklanması gerektiği,
- şirkete ait birden fazla internet sitesinin bulunması durumunda açıklama için kamuoyunda en çok bilinen sitenin kullanılması,

hususları hükme bağlanmıştır.

2. şirketleri internet sitelerine ilişkin bir diğer düzenleme de kurumsal yönetim ilkelerine uyumun kamuya duyurulmasının zorunlu hale getirildiği ve İMKB Bülteni yoluyla kamuya duyurulan SPK'nun 10.12.2004 tarih ve 48/1588 sayılı kararında yer almaktadır. Söz konusu kararın ikinci maddesinde hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlere internet sitelerinde, ana sayfada bir link ile ulaşılabilen yatırımcı ilişkileri başlıklı bir bölüm oluşturmasının ve bu bölümde asgari olarak;

- Ticaret sicil bilgilerine,
- Son durum itibariyle ortaklık yapısına,
- Son durum itibariyle yönetim kurulu üyelerine,
- İmtiyazlı paylara ilişkin bilgilere,
- Esas sözleşmenin son haline,
- Son iki yıllık faaliyet raporlarına,
- Özel durum açıklamalarına,
- Kurumsal Yönetim Uyum Raporu'na
- Son iki yıl içinde yapılan genel kurul toplantılarına ilişkin katılanlar cetveli ve toplantı tutanaklarına,
- Vekaleten oy kullanma formuna,

- Periyodik mali tablo ve bağımsız denetim raporlarına,
- İzahname ve halka arz sirkülerlerine,
- Genel kurul toplantılarının gündemlerine,
- Sıkça sorulan sorular bölümüne,
- Sermaye piyasası araçlarının değerine etki edebilecek yönetim kurulu toplantı tutanaklarına,
- Yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak % 5'ine sahip olan pay sahiplerinin şirketin ihraç ettiği sermaye piyasası araçları üzerinde son bir yıl içerisinde yaptıkları alım satım işlemlerine ilişkin bilgilere,

yer verilmesinin *tavsiye edilmesine* karar verilmiştir.

3. Ayrıca Uyum Raporu'nun "şirket internet sitesi ve içeriği" başlıklı bölümünde şirketin internet sitesi bulunup bulunmadığına, internet sitesinin adresine, internet sitesinde incelemekte olduğumuz bu ilkenin 11.5 numaralı maddesinde belirtilen bilgilere yer verilip verilmediğine, internet sitesi bulunmuyorsa veya olmakla beraber bu bilgilere yer verilmiyorsa bunun nedenlerine ilişkin açıklama yapılması gerekmektedir.

SPK tarafından yapılan ve 2003 yılına ilişkin durumu gösteren Kurumsal Yönetim Uygulama Anketinde, anket kapsamındaki şirketlerin %84'ünün kendi internet sitelerine sahip olduğu, ancak internet sitesinin kamuyu aydınlatma konusundaki kullanımında büyük eksikliklere rastlandığı ifade edilmektedir. Anket sonucunda internet sitelerinde periyodik mali tablolara yer veren şirketlerin oranının %51, yönetim kuruluna yer verenlerin oranının %44, ortaklık yapısına ve faaliyet raporlarına yer verenlerin oranının %39 olduğu, ancak ilkede sayılan diğer hususlara

yer verenlerin oranının ise %17'nin altında kaldığı görülmüştür. (SPK 2004) Söz konusu anketi takiben alınan ve yukarıda 2'nci maddede yer verilen SPK'nın şirketlerin internet sitelerine ilişkin tavsiye kararı, bu çerçevede yönlendirici ve teşvik edici bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

III.4.1.12. Diğer

İlke 12: *“Şirket, mevzuat gereği yapması gereken açıklamalarla sınırlı kalmayarak, pay sahipleri ile diğer menfaat sahiplerinin kararlarını etkileyebilecek her türlü önemli bilgiyi kamuya açıklar.” (Tavsiye Niteliğinde)*

Sermaye piyasası mevzuatında, tavsiye niteliğindeki bu ilke örtüşen düzenleme daha önce de değinildiği üzere Özel Haller Tebliği'nin yapılacak açıklamaların Tebliğ'de düzenlenen durumlarla sınırlı olmadığını ve yatırım kararlarını ve sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin açıklanması gerektiğini düzenleyen 5'inci maddesinin ilk fıkrasıdır. Dolayısıyla bu ilke de yasal olarak bağlayıcı bir niteliğe haiz bulunmaktadır.

III.4.2. Şirket ile Pay Sahipleri, Yönetim Kurulu Üyeleri ve Yöneticiler Arasındaki İlişkilerin Kamuya Açıklanmasına İlişkin İlkeler

Kurumsal Yönetim İlkelerinin “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” başlığı altında yer alan şirket ile pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki ilişkilerin kamuya açıklanmasına ilişkin ilkeler aşağıda dört başlık altında ele alınmaktadır.

III.4.2.1. Mülkiyet ve Kontrol Konularında Şeffaflık

İlke 1: *“Mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, bir kişi veya grubun şirket sermayesinde veya oy haklarındaki payının şirketin sermayesinin veya oy haklarının*

%5, %10, %25, %33, %50 ve %66,67'sine ulaşması, aşması veya bu oranların altına inmesi durumları şirket tarafından öğrenildiği anda zaman geçirmeksizin kamuya açıklanır.”

Şirket mülkiyetine ilişkin şeffaflığın sağlanması için öngörülen bu ilkenin içeriği Özel Haller Tebliği'nin 5'inci maddesinin “ortaklığın sermaye yapısı ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler” başlıklı (a) bendinin ilk iki alt bendinde düzenlenmiştir. Söz konusu madde hükmüne göre şirketlerin;

1) Sermaye yapısında, hisselerin sahip olduğu oy haklarında veya ana sözleşme ile tanınan diğer haklarda meydana gelen değişiklikleri veya vekalet toplanması ya da bir sözleşme nedeniyle veya sair yollarla yönetim kontrolünün doğrudan veya dolaylı el değiştirmiş olması,

2) Bir gerçek veya tüzel kişinin veya bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin, doğrudan veya dolaylı olarak ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermayenin en az %5, %10,%15,%20,% 25, 1/3, % 50, 2/3 ve %75 ine veya daha fazlasına sahip olması veya ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermaye payının söz konusu oranların altına düşmesi,

durumlarında kamuya açıklama yapması gerekmekte olduğundan, bu ilke de yasal olarak bağlayıcılığı bulunan hususlardan birini teşkil etmekte ve ilke ile mülkiyete ilişkin şeffaflık konusunda ulaşılmak istenen amaca hizmet etmektedir.

Söz konusu Tebliğ'in yapısı gereği yapılacak açıklamalar, açıklamaya konu bir işlemin gerçekleşmesine bağlıdır. Dolayısıyla bir kişi veya grubun şirket sermayesinde veya oy haklarındaki payının şirketin sermayesinin veya oy haklarının belli oranlarına ulaşması, aşması ya da bu oranların altına düşmesi sonucunu veren işlemler söz konusu olduğunda özel durum açıklaması yoluyla, bu husus kamuya

duyurulacaktır.

Ancak, konu bir yatırımcının herhangi bir anda şirketin son ortaklık yapısını kolaylıkla görebilmesi bakımından değerlendirildiğinde, yatırımcıların şirketin son ortaklık yapısına ulaşmak için çaba göstermeleri gerektiği açıktır. Bu nedenle, her ne kadar incelemekte olduğumuz ilke bu hususa açıkça yer vermese de, son ortaklık ve yönetim yapısına ilişkin bilgilerin belli periyotlarla veya her değişiklik olduğunda güncellenerek bir tablo halinde sunulmasının faydalı olacağı düşünülmektedir. Nitekim ileride görüleceği üzere SPK şirketleri internet sitelerinde bu bilginin bulunmasını tavsiye eden bir karar almış bulunmaktadır. Ancak, bu hususun tavsiyeden ziyade bir yükümlülük olarak düşünülmesinin yanlış olmayacağına inanılmaktadır.

İlke 2: “*Şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahibi/sahipleri dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile kamuya açıklanır. Şirketin ortaklık yapısı, sadece gerçek kişi pay sahiplerinin isimlerinin, pay miktarı ve oranları ile hangi grup paya sahip olduklarına ilişkin bilgilerin yer aldığı bir tablo haline getirilir ve bu tabloya faaliyet raporunda ve mali tablo dipnotlarında yer verilir.*”

Uluslararası literatürde “beneficial ownership” olarak tanımlanan şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahiplerinin dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak suretiyle kamuya açıklanmasını isteyen bu ilkeye ilişkin olarak sermaye piyasası mevzuatında doğrudan bir düzenleme mevcut değildir. Ancak SPK tarafından belirlenen standart izahname örneklerine bakıldığında (www.spk.gov.tr) konumuzla ilgili olarak “payları %5’i aşan ortakların yakınlık derecesinin”, “dolaylı olarak ortaklık sermayesinde pay sahibi olan gerçek ve tüzel kişiler ile sahip

oldukları pay oranlarının” ve “doğrudan veya dolaylı olarak ortaklık yönetiminde söz sahibi olan ya da bir anlaşma, sözleşme vb. nedenle ileride söz sahibi olabilecek gerçek ve tüzel kişilerin ortaklığın sermayesinde sahip oldukları pay iştirak tutar ve oranlarının” izahnamelerde yer verilmek suretiyle kamuya duyurulmasının zorunlu tutulduğu anlaşılmaktadır. Ancak izahname elbette sürekli bir kamuyu aydınlatma aracı olmadığından söz konusu düzenlemenin yeterliliği tartışmalıdır. Karşılıklı iştirak ilişkilerinin arındırılmasına ilişkin ise herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu ilkenin sermaye piyasası mevzuatında yeterince kapsandığını söylemek mümkün değildir.

Öte yandan, şirketin Uyum Raporu’nun “gerçek kişi nihai hakim pay sahibi/sahiplerinin açıklanması” başlıklı bölümünde gerçek kişi nihai pay sahiplerini dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırmak suretiyle kamuya açıklayıp açıklamadığı, açıklamamış ise gerekçesi hakkındaki bilgilere yer vermesi gerekmektedir.

Kurumsal yönetim ilkelerin ilk kez yayımlandığı 2003 yılından bu yana konuya ilişkin uygulamalar hakkında fikir vermesi bakımından SPK tarafından yapılan Kurumsal Yönetim Anketi sonuçlarına değinmek faydalı olacaktır. Söz konusu ankete göre ankete katılan şirketlerin (toplam 248 adet) sadece %36’sı dolaylı ortaklıktan arındırılmış gerçek kişi nihai ortaklarını kamuya açıklamaktadır. Hisse senetleri İMKB’de işlem gören ve 2004 yılı faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim Uyum Raporu yayımlayan 276 şirketin raporlarının incelenmesi sonucunda ise 139 şirketin (%50) gerçek kişi nihai hakim pay sahiplerini kamuya açıkladığı anlaşılmıştır (Tokgöz 2006). Söz konusu artışta şirketlerin 2004 yılı faaliyet

raporlarında Uyum Raporuna yer vermeleri zorunluluğunun etkisi olduğu düşünülmektedir.

Ancak söz konusu ilkenin uygulanmasının yeterli düzeyde olmadığına işaret eden bu uygulama sonuçları da dikkate alındığında, kanımızca şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahiplerinin dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile kamuya açıklanmasını sağlamaya yönelik bağlayıcı düzenlemelere ihtiyaç vardır. Borsada işlem gören şirketlerin halka açıklık oranlarının düşük olması, yoğun karşılıklı iştirak ilişkilerinin mevcudiyeti ve genellikle oy ya da yönetimde imtiyazların bulunması hususlarının Türk sermaye piyasalarının belirleyici nitelikleri arasında olduğu göz önüne alındığında, mülkiyet, yönetim ve kontrol hususlarında şeffaflığa çok daha ciddi olarak ihtiyaç bulunduğu sonucuna ulaşılmakta ve bu şeffaflığın sağlanmasında gönüllük esasının tek başına yeterli olmayacağı düşünülmektedir. Ayrıca böyle bir zorunluluk getirmenin Türk sermaye piyasalarında şeffaflığa ilişkin yapılmış olan ve III.3 numaralı bölümde yer verilen çalışmalarda vurgulanan finansal olmayan alanlardaki düşük şeffaflık tespitini olumlu yönde değiştirmeye katkısı olacaktır.

III.4.2.2. Yapılan Alım Satım İşlemlerine İlişkin Şeffaflık

İlke 3: *“Yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve sermayenin doğrudan ya da dolaylı olarak %5’ine sahip olan pay sahipleri, şirketin sermaye piyasası araçları üzerinde yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklarlar.*

3.1. Yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak %5’ine sahip olan pay sahiplerinin, şirketin ihraç ettiği sermaye piyasası araçları üzerinde, alım satım işlemleri yapmaları halinde, konuya ilişkin mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, son bir

yıl içerisinde yapılan alım satım işlemlerine ilişkin bilgiler şirketin İnternet sitesinde ayrıca yer alır.

3.2. Şirketin Yönetim Kurulu üyeleri, yöneticiler ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahipleri, şirketin hisse senetlerine dayalı türev ürünlerindeki net pozisyonlarının şirket sermayesindeki doğrudan veya dolaylı payı %1'i aştığı takdirde, bu durumu derhal kamuya açıklarlar.”

Yönetici ve ortakların şirketin sermaye piyasası araçları üzerinde yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklamalarını öngören bu ilkenin içeriği, Özel Haller Tebliği'nin 5'inci maddesinin “diğer değişiklikler” başlıklı (h) bendinin 1 numaralı alt bendinde “*ortaklıkların; yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, genel müdür ve yardımcılarının, ortaklıkta önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişiler ve sermayenin veya toplam oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak %5 veya daha fazlasına sahip ortakların veya söz konusu kişilerle birlikte hareket edenlerin ortaklık hisse senetlerini almaları ya da satmaları*” durumunda özel durum açıklaması yapmaları gerektiği şeklinde düzenlenmiştir.

Son bir yıl içerisinde yapılan alım satım işlemlerine ilişkin söz konusu bilgilerin şirketin İnternet sitesinde ayrıca yer alacağına ilişkin bir düzenleme ise mevcut olmamakla birlikte, SPK'nun 10.12.2004 ve 48/1588 sayılı kararında “özel durum açıklamaları” şirketlerin internet sitelerinde yer verilmesi tavsiye edilen asgari unsurlardan bir olarak sayılmak suretiyle, Özel Haller Tebliği uyarınca bu tür alım satım işlemlerine ilişkin yapılmış özel durum açıklamalarının toplu olarak şirketlerin internet sitelerinde yer almasının yararlı olacağı vurgulanmış olmaktadır.

SPK 2004'e göre, 248 şirketin cevaplarının değerlendirildiği anket sonucunda kilit yöneticiler ile önemli ortakların hisse senetleri ile ilgili yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklayan şirketlerin oranı %71, olarak belirlenmiştir.

Yukarıda yer verilen düzenlemede sadece hisse senetlerinden söz edilmekte ve böylece diğer sermaye piyasası araçları kapsam dışı bırakılmaktadır. Bu tercihin mevcut durumda hisse senetleri piyasası dışında aktif bir sermaye piyasası aracı piyasası bulunmayışından kaynaklandığı düşünülmekle birlikte, özel sektör tahvilleri ve türev araçlara ilişkin önümüzdeki yıllarda yaşanabilecek gelişmeler dikkate alındığında maddenin tüm sermaye piyasası araçlarını kapsayacak şekilde genişletilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır.

İlke 4: *“Şirketin Yönetim Kurulu üyeleri, yöneticiler ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahipleri; pay sahibi olduğu grup şirketleri ile grup şirketi olmamakla beraber, şirketin önemli miktarda ticari ilişki içerisinde bulunduğu şirketlerin sermaye piyasası araçlarında gerçekleştirdikleri alım ve satım işlemlerini derhal kamuya açıklarlar.”*

Yönetici ve ortakların şirketin sermaye piyasası araçları üzerinde yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklamalarını öngören bir önceki ilkeyi tamamlayıcı nitelikteki bu ilke ile yönetici ve ortakların bu defa grup şirketleri ya da kendi şirketlerinin ciddi ticari ilişkisi bulunan diğer şirketlerin sermaye piyasası araçları üzerinde yaptıkları alım satım işlemlerinin kamuya açıklanması istenmektedir.

İlkenin getirdiği kamuya açıklama tavsiyeleri, sadece finansal ve operasyonel bilgilerin açıklanması değil, ama aynı zamanda şirketin mülkiyet ve kontrol yapısı, ilişkili taraflarla yapılan işlemler gibi spesifik konularda da kamunun bilgilendirilmesi şeklinde genişleyen şeffaflık anlayışının bir gereğidir.

Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında, yönetici ve ortakların, grup şirketleri ya da şirketin ciddi ticari ilişkisi bulunan diğer şirketlerin sermaye piyasası araçlarında gerçekleştirdikleri alım ve satım işlemlerinin kamuya duyurulmasını isteyen bu ilke kapsamında değerlendirilebilecek herhangi bir düzenleme mevcut değildir.

İlke kapsamındaki işlemlere ilişkin kamuya açıklama yükümlülüğü getirmenin, daha önce de ifade edilen özellikle finansal olmayan alanlardaki şeffaflık ihtiyacını artırmaya katkısı olacaktır. Ancak, bu işlemlerin kamuya açıklanmasına ilişkin yapılacak bir düzenlemenin, en azından bu aşamada, biraz fazla ayrıntı olabileceği ve uygulamasının ve kontrolünün oldukça zor olacağı da unutulmamalıdır.

III.4.2.3. İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemlerde Şeffaflık

İlke 5: *“Yönetim Kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5’ine sahip olan pay sahiplerinin, sermayesinin %5’inden fazlasına sahip olduğu veya bu orana bağlı kalmaksızın, yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu veya yönetiminde etkisinin olduğu şirketlerle şirket arasındaki ticari ve ticari olmayan iş ve işlemler kamuya açıklanır.”*

Son yıllarda çeşitli ülkelerde yaşanan şirket skandallarında şirket fonlarının yönetici veya hakim ortakların kontrolündeki şirketlerden şişirilmiş fiyatlar üzerinden varlık alımı ya da şirket varlıklarının aşırı düşük fiyatlar üzerinden bu kişilere veya bu kişilerin şirketlerine satılması gibi örtülü işlemlere rastlanmıştır. Özellikle karmaşık grup yapısı bünyesinde yer alan şirketlerin yöneticilerinin, grup şirketleri ile kendi menfaatleri doğrultusunda muvazaalı ekonomik ve mali ilişkilere

girerek şirket varlıklarını bunlara aktarabildikleri görülmektedir. (Pirgaip 2005: 9)

Yaşanan bu tür suiistimaller son dönemde “ilişkili taraflarla yapılan işlemler” konusunu daha da önemli hale getirmiştir. İlişkili taraflarla yapılan işlemlerden kaynaklanan risk; ilişkili taraflarla yapılan önemli işlerin yönetim kurulunun onayına bağlanması, hatta bağımsız yönetim kurulu üyelerinin önemini vurgulayacak şekilde yönetim kurulu kararlarının oybirliği ile alınması şartının aranması ya da doğrudan genel kurul onayının istenmesi gibi yöntemlerle giderilmeye çalışılmaktadır.

İlişkili taraflarla yapılan işlemlerin şirketin finansal durumu üzerindeki potansiyel sonuçları dikkate alındığında bu tür işlemlerin ayrıca mali tablolarda açıklanması büyük önem taşımaktadır.

Bu çerçevede, SPK’nın Muhasebe Standartları Tebliği’nin 21’inci kısmında “ilişkili taraflar” arasındaki ilişkiler ile taraflar arasında dönem içinde gerçekleşen işlemler ve ilişkili taraflarla ilgili bakiyelerle ilgili olarak açıklanacak bilgiler belirlenmiştir. Bu da zaten UFRS’nin konuya ilişkin 24 numaralı standardına karşılık gelmektedir. Tebliğin 501’inci maddesinde bir tarafın hangi durumların varlığı halinde ilişkili olarak kabul edileceği, 502’nci maddesinde ilişkili tarafların kapsamı ayrıntılı olarak düzenlenmiş ve herhangi bir sermaye oranına bağlanmaksızın kontrol gücünün varlığı ve ilgili diğer koşullar nedeniyle ilişkili taraf olunan şirketler ile olan işlemler hakkında Tebliğin 504’üncü maddesine göre “*mali tablo kullanıcılarının, ilişkili taraflarla olan ilişkilerin bir işletme üzerindeki etkileri hakkında görüş oluşturmalarını sağlamak üzere, bir işlem olsun veya olmasın, ana ortaklıklar ile bağlı ortaklıklar arasındaki ilişkiler mali tablolarda açıklanacağı*” hükme bağlanmıştır.

Söz konusu düzenlemeye göre ilişkili taraflar arasında gerçekleşen işlemler bulunması durumunda; ilişkili taraf işlemlerinin esası ile bu tür işlemlerin mali tablolar üzerindeki potansiyel etkisinin anlaşılması için gerekli olan ilişkili taraflarla gerçekleşen işlemler ile bunlarla ilgili hesap bakiyeleri hakkındaki bilgilerin mali tablolarda açıklanması zorunludur. Düzenlemede kamuya açıklanması gerekli görülen asgari unsurlar da ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

Ancak anılan düzenleme, ilkedeki şirket sermayesinin %5'inden fazlasına sahip olan pay sahiplerinin, sermayesinin %5'inden fazlasına sahip olduğu veya bu orana bağlı kalmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu veya yönetiminde etkisinin olduğu şirketler ile yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin %5'inden fazlasına sahip olduğu şirketleri açıkça kapsamamaktadır. Tebliğ'in 502'nci maddesinin (f) bendinde ilkeye paralel olarak yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu veya yönetiminde etkisinin olduğu şirketler ilişkili taraf olarak tanımlanmış, ancak gerek yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin sermayesinin %5'inden fazlasına sahip olduğu şirketler, gerekse şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahiplerinin sermayesinin %5'inden fazlasına sahip olduğu veya bu orana bağlı kalmaksızın, yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu veya yönetiminde etkisinin olduğu şirketler ilişkili taraf olarak tanımlanmamıştır. Her ne kadar düzenlemede herhangi bir orana bağlı kalmaksızın şirketin kontrol gücünün varlığı ilişkili taraf olarak tanımlanmak için yeterli görülse de, ilkelerde sadece şirketin kendisinin kontrol gücünün olduğu şirketler değil, şirketin kontrol gücü olmasa dahi şirket yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri ve sermayesinin %5'inden fazlasına sahip ortaklarının kontrol gücü bulunan şirketler de ilişkili taraf olarak görülmektedir. Bu

kapsamda ilgili Tebliğ'deki ilişkili taraf tanımının genişletilebileceği düşünülmektedir.

Konu uygulaması hakkında fikir vermesi bakımından burada SPK Kurumsal Yönetim Anketi 2004 sonuçlarının vurgulanmasında yarar görülmektedir. Buna göre, 248 şirketin cevaplarının değerlendirilmesi sonucunda, grup içi ya da ticari olmayan ilişkileri kamuya duyuran şirketlerin oranı %68 olarak belirlenmiştir.

Ayrıca, ilişkili taraflara yapılan işlemlerin kamuya açıklanması ile sınırlı olarak, bu açıklamaların sadece mali tablo dönemleri ile sınırlı olarak yapılmaması gerektiği, mali tablolarda yapılacak açıklamaların tamamlayıcısı olarak sürekli kamuyu aydınlatma anlayışı kapsamında mali tablo dönemi beklenmeksizin gerçekleştiği anda özel durum açıklaması yoluyla kamuya duyurulması gerektiği düşünülmekte ve mevcut durumda Özel Haller Tebliği'nde bu konuya özel bir hükmün bulunmayışı bir eksiklik olarak değerlendirilmektedir. Gerçi Özel Haller Tebliği ilke olarak “önemli” olan tüm işlemlerin, tarafları ile birlikte kamuya açıklanması zorunluluğu getirdiğinden, ilişkili taraflarla olan işlemlerin de bir ölçüde kamuya açıklandığı söylenebilir. Ancak, ilişkili taraflarla gerçekleştirilen bazı işlemler Tebliğ kapsamında “önemlilik” sınırının altında da kalabilecekken, yatırımcıların kararlarını etkilemek açısından önem taşıyabilir. Bu nedenle, her ne kadar Tebliğ'de yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek tüm işlemlerin kamuya açıklanması esası benimsenmişse de, ilişkili taraflarla gerçekleştirilen işlemlerin net olarak özel durum kapsamında değerlendirildiğinin düzenlenmesinde yarar görülmektedir.

III.4.2.4. Oy Sözleşmeleri

İlke 6: *“Pay sahipleri, şirket yönetiminde etkinlik sağlamak için oy sözleşmeleri yapabilirler. Şirket bu amaçla imzalanmış oy sözleşmelerinin varlığının öğrenilmesi halinde konu hakkındaki bilgileri derhal kamuya açıklar.”*

Oy sözleşmelerinin varlığının öğrenilmesi halinde konunun derhal kamuya açıklanması hususu Özel Haller Tebliği’nin 5’inci maddesinin “ortaklığın sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler” başlıklı (a) bendinin 3 numaralı alt bendinde açıkça zorunluluk olarak düzenlenmiş bulunmaktadır.

Ancak, bilindiği üzere Özel Haller Tebliği’nde yer alan yükümlülükler halka açık şirketleri yani zaten piyasaya girmiş şirketleri kapsamaktadır. Oysa, oy sözleşmelerinin varlığı hakkındaki bilgi, elbette şirketlerin sermaye piyasası araçlarının halka arzı aşamasında da, yatırımcıların yatırım kararlarını doğru olarak verebilmelerini sağlamak bakımından önem taşımaktadır. Dolayısıyla bu hususun sadece Özel Haller Tebliği kapsamında düzenlenmiş olmasının kamunun yeterli ve doğru aydınlatılması bakımından eksik olduğu düşünülmektedir. Nitekim sermaye piyasası mevzuatında izahnamelerde oy sözleşmelerine ilişkin bilgi verilmesini gerektiren özel bir hüküm bulunmamaktadır. He ne kadar izahname standartlarında sermayeyi temsil eden payların taşıdıkları haklar ve imtiyazlar konusunda açıklama yapılmasına dair özel bir bölüm bulunsa da, bu açıklama aynı kapsamda olmayacağından, kanımızca oy sözleşmelerinin varlığına ilişkin bilginin de izahnameler yoluyla kamuya açıklanması zorunluluğu net olarak düzenlenmelidir.

III.4.3. Kamunun Aydınlatılmasında Periyodik Mali Tablo ve Raporlar

Kurumsal Yönetim İlkelerinin “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” başlığı altında yer alan kamunun aydınlatılmasında mali tablo ve raporlara ilişkin ilkeler aşağıda iki başlık altında ele alınmaktadır.

III.4.3.1. Mali Tablo ve Dipnotlarda Şeffaflık

İlke 1: *“Periyodik mali tablo ve mali tablo dipnotları, şirketin gerçek finansal durumunu gösterecek şekilde hazırlanır ve kamuya açıklanır.”*

Periyodik mali tablo ve dipnotlarının, şirketin gerçek finansal durumunu gösterecek şekilde hazırlanması ve kamuya açıklanmasına ilişkin ayrıntılı kurallar Muhasebe Standartları Tebliği ile düzenlenmiştir. Söz konusu düzenleme uluslararası muhasebe standartları ile uyumlu bulunduğundan, mali tablo ve dipnotlarının bu esaslara uygun olarak hazırlanması ve Tebliğde öngörülen süreler dahilinde kamuya paylaşılması zorunludur.

Ayrıca Muhasebe Standartları Tebliği’nin 19’uncu Kısımında *“işletmelerin mali tablolarını tutarlı olarak hazırlayıp sunma imkanına sahip olmalarını sağlamak üzere muhasebe politikalarının seçilmesine, muhasebe politikalarında ve tahminlerinde meydana gelen değişikliklerin ve hataların muhasebeleştirilmesine ve kamuya açıklanmasına ilişkin kriterler”* de düzenlenmiş bulunmaktadır.

Öte yandan, SPK’nın piyasanın duyduğu ihtiyaç üzerine aldığı 10.12.2004 tarih ve 1604 sayılı Kararı uyarınca mali tablo ve dipnot formatlarında bir örneklik sağlanmıştır. Söz konusu Karar ile Kurulun 2004/51 sayılı Haftalık Bülteninde kamuya duyurulan “Mali Tablo Ve Dipnot Formatları”na, yine aynı bülten eki olarak kamuya paylaşılan “Kullanım Kılavuzunda” belirtilen açıklamalar dâhilinde uyulması zorunludur.

Mali tablolar bağımsız denetim raporu ile birlikte yayımlandığından, kamuyu aydınlatma temel hedefi çerçevesinde kamunun tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmesi gerçekleştirilir. Bağımsız denetim raporunda varsa şart oluşturulan konuların mali tablolar açısından taşıdığı nispi öneme göre izlenmesi gereken yol, şirketlerinin mali tabloları ve genel kurul evrakı üzerinde SPK tarafından yapılan incelemelere göre belirlenir. Bu kapsamda, gerekli düzeltmenin yaptırılarak ilk karşılaştırmalı mali tablolarda düzeltilen tutarların esas alınması ve/veya gerekli dipnot açıklamalarında bulunulması yollarından biri uygulanmaktadır. Bu süreçte SPK'nın şirketlere özel kararları belirleyici mahiyettedir.

Muhasebe Standartları Tebliği'nin Ek 1'inci maddesi uyarınca orijinal UFRS'na uyum, bu Tebliğe uyum hükmünde kabul edilmektedir. Dolayısıyla Tebliğ, yayımlanma tarihinde var olan veya daha sonra düzenlenen tüm UFRS'na uyumu zorunlu hale getirmektedir.

III.4.3.2. Faaliyet Raporlarında Şeffaflık

İlke 2: *“Faaliyet raporu, kamuoyunun şirketin faaliyetleri hakkında her türlü bilgiye ulaşmasını sağlayacak ayrıntıda hazırlanır. “*

Söz konusu ilkenin devamında şirketlerin faaliyet raporlarında bulunması gereken hususlara ilişkin alt başlıklara yer verilmiş olup, ilkenin tam metni Ek/1'de yer almaktadır.

İlkenin ilk alt başlığı faaliyet raporunda, şirketin periyodik mali tabloların mevzuata tam olarak uygun olduğuna dair beyanlarına yer verilmesi, farklı görüşler var ise bu hususların da raporda yazılı olarak yer alması ve raporun ilkede belirlenen sorumlularca imzalanması istenmektedir. Bu bölümün başında “Kamuyu Aydınlatmadan Sorumlu Yöneticiler” başlığı altında ayrıntılı olarak yer verildiği

üzere, Muhasebe Standartları Tebliği'nin 55'inci maddesi uyarınca, şirketlerin mali tablo ve yıllık raporlarının kamuya açıklanması sırasında şirketin genel müdürü, mali tablo ve raporların hazırlanmasından veya bu sorumluluğu üstlenmiş yönetim kurulu üyesi tarafından imzalanması ve ayrıca finansal tabloların incelendiği, gerçeğe aykırı bir açıklama içermediği veya eksik olmadığı ve şirketin gerçek finansal durum ve faaliyet sonuçlarını yansıttığına dair beyanlarının da raporda yer alması gerekmektedir.

İlkenin ikinci alt başlığında ise yıllık raporlarda yer alması istenen asgari hususlara yer verilmiştir. Bu hususlar incelendiğinde, genel olarak kurumsal yönetim rehberinin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık başlığı altındaki ilkelerle kamuya açıklanması istenen hususların yıllık faaliyet raporlarında yer alması anlayışının benimsendiği görülmektedir.

Konuya ilişkin olarak Muhasebe Standartları Tebliği'nin “mali tabloların sunumu” başlıklı ikinci kısmının “yönetim kurulu yıllık faaliyet raporu” başlıklı ikinci bölümünün 57'nci maddesinde *“işletmelerin, yıllık mali tabloları ile birlikte kapsamı burada belirtilen yönetim kurulu yıllık faaliyet raporu düzenlemeleri”* zorunlu tutulmuş ve aynı maddede faaliyet raporunun, işletmelerin iktisadi ve mali durumunu ve işletme faaliyetlerinin gelişimini gerçeğe uygun ve doğru biçimde yansıtmasının şart olduğu ve raporda *“işletmenin mali performansı ve mali durumunun genel özelliklerinin ve karşı karşıya bulunduğu temel belirsizliklerin değerlendirileceği”* hükme bağlanarak, “yönetim kurulu yıllık faaliyet raporu”nda bulunması gereken asgari bilgilerin neler olduğu hükme bağlanmıştır.

İncelemekte olduğumuz ilke ile belirlenen yıllık faaliyet raporlarında bulunması gereken asgari hususlar ile Muhasebe Standartları Tebliği'nin konuya

ilişkin düzenlemelerinin karşılaştırıldığı ayrıntılı tablo Ek/3'te verilmektedir. Söz konusu tablonun incelenmesi sonucunda ilgili düzenlemede yer alan asgari hususların bir kısmının ilkele belirtilenlerle örtüştüğü görülmekle birlikte, bir çok hususun da faaliyet raporunda yer verilmesi gereken asgari unsurlar arasında sayılmamış olduğu anlaşılmaktadır.

Kanımızca bu hususların en önemlileri, ilkele “finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin yönetimin analiz ve değerlendirmesi” ve “faaliyetlerle ilgili öngörülebilir risk faktörleri” başlıkları ile yer verilen hususlardır.

“Finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin yönetimin analiz ve değerlendirmesi” konusuna “Açıklanan Geleceğe Yönelik Bilgilerin Dayanakları” başlıklı bölümde de metnin içerdüğü geleceğe yönelik açıklamalar kapsamında değinilmişti. Sözü edilen bölümde anlatıldığı gibi “finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin yönetimin analiz ve değerlendirmesi” konusu yurtdışında MD&A (Management Discussion & Analysis), OFR (Operating and Financial Review) ya da IASB’ın son çalışmaları kapsamında MC (Management Commentary) adıyla anılmakta ve finansal raporların tamamlayıcısı olarak değerlendirilen bu açıklamalara ilişkin asgari standartların belirlenmesine yönelik çeşitli çalışmalar yapılmaktadır.

Şirketlerin likidite, sermaye kaynakları, faaliyet sonuçları ve finansal durumu ile bunlarda meydana gelen değişikliklerin anlaşılmasına imkan verecek diğer bilgilerin değerlendirildiğı ve şirketlerin yöneticilerin bakış açısıyla değerlendirilmesine olanak sağlayan bu açıklamalar; yatırımcıların, özellikle geleceğe yönelik beklenti ve tahminleri içerecek şekilde şirketlerin faaliyet sonuçları ve finansal durumları hakkında mevcut duruma ve geleceğe ilişkin bilgilere

ulaşmalarını sağlamak amacındadır. “Açıklanan Geleceğe Yönelik Bilgilerin Dayanakları” başlıklı bölümde konunun düzenlemelere taşınması gerekliliğinden söz edilmiştir. Bu gereklilik, söz konusu açıklamaların yapılması zorunluluğu şeklinde değil, ama bu tür açıklamalar yapmak isteyen şirketlerin uymaları gereken asgari standartların belirlenmesine yönelik önerimizi içermektedir.

OECD’nin kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında da kamuya açıklanması gereken hususlardan biri olarak sayılmış olan ve incelemekte olduğumuz İlke ile faaliyet raporlarında yer alması istenen “faaliyetlerle ilgili öngörülebilir risk faktörleri” ise sektöre ya da coğrafi alana özgü riskler, faiz ya da döviz kuru riskleri dahil piyasa riskleri, türev araç alım satımı ya da bilanço dışı işlemlerden kaynaklanan riskler ve çevreye ilişkin yükümlölüklerle bağlı riskler olarak sayılmakta ve şirketlerden bu risklerden öngörebildiklerini ya da risk yönetimi için gerekli sistemleri kurup kurmadıklarını açıklamaları beklenmektedir. (OECD 2004)

Ek/3’de yer alan tablonun incelenmesinden ayrıca çeşitli mevzuat hükümleri uyarınca kamuya açıklanması zorunluluğu zaten bulunan ve çalışmamızın “Mülkiyet ve Kontrol Konularında Şeffaflık”, “Yapılan Alım Satım İşlemlerinde Şeffaflık” ve “İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemler” başlıklı bölümlerinde incelenen kimi hususların, mevzuat uyarınca faaliyet raporlarında yer alacak asgari hususlar arasında sayılmadığı görölmektedir. Kanımızca yıllık faaliyet sonuçlarının derli toplu bir değerlendirmesini sunmak amacıyla olan faaliyet raporlarında, zaten kamuya açıklanması yükümlölüğü bulunan bu tür hususlara, ek bir maliyet unsuru yaratmayacağından, tekraren ama toplu olarak yer verilmesi ve “finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin yönetimin analiz ve değerlendirmesi” ve “öngörülebilir risk faktörleri” hususlarında ise açıklama yapılması tercihi gönüllü olmakla birlikte,

bu tür açıklamaların yapılmasının tercih edilmesi halinde uyulması gereken asgari standartlarının belirlenmesi yararlı olacaktır. İlkede faaliyet raporlarında yer alması istenen ve zaten kamuya açıklanması zorunluluğu olan bilgilerin faaliyet raporlarında toplanması uygulamasının benimsenmesinin; bilginin, kullanıcılara birçok farklı kaynaktan ulaşmaya çalışmadan ya da herhangi bir ekstra danışmanlık hizmetine ihtiyaç duymadan kolay erişebilir şekilde sunulmasına katkısı olacağına inanılmaktadır.

III.4.4. Bağımsız Denetimin İşlevi

Kurumsal Yönetim İlkelerinin “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” başlığı altında yer alan bağımsız denetimin işlevine ilişkin ilkeler aşağıda üç başlık altında ele alınmaktadır.

III.4.4.1. Bağımsızlık İlkesi

İlke 1: “*Bağımsız denetim kuruluşları ve bu kuruluşlarda istihdam edilen denetim elemanlarının bağımsızlığı esastır. Bağımsızlık ilkesi; bağımsız denetim faaliyetlerinin, bağımsız denetçinin mesleki takdir ve tarafsızlığını zedeleyebilecek nitelikteki herhangi bir ilişki, çıkar veya etkiden etkilenmeksizin yürütülmesini ifade eder.*”

Bağımsızlık ilkesi SPK’nın Bağımsız Denetim Tebliği’nin 10’uncu maddesinde düzenlenmiştir. Söz konusu hükme göre bağımsız denetim kuruluşları ve denetçiler, denetim çalışmalarında bağımsız olmak zorundadırlar.

Bağımsızlık, mesleki faaliyetin dürüst ve tarafsız yürütülmesini sağlayacak bir davranış ve anlayışlar bütünüdür. Denetçilerin dürüst ve tarafsız olmaları yanında, bağımsızlıklarını ortadan kaldıracabilecek özel durumlarının da bulunmaması gerekir.

Denetçiler, çalışmaları sırasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarından uzak kalmak, dürüstlük ve tarafsızlıklarını etkileyebilecek hiçbir müdahaleye imkan vermemek, denetim sonucunda ulaştıkları görüşlerini, başkalarının doğrudan veya dolaylı çıkarlarını düşünmeksizin raporlarında açıklamak zorundadırlar.

Bağımsızlık ilkesini tamamlayan düzenleme ise aynı Tebliğin 11'inci maddesinde yer almakta olup, bağımsızlığı ortadan kaldıran halleri belirlemektedir. Bu hükme göre bağımsız denetim kuruluşu veya denetçilerde, bağımsızlığın zedelendiğine dair tereddüt oluşması halinde bağımsızlığın ortadan kalktığı kabul edilir. Söz konusu maddede aşağıdaki durumlarda bağımsızlığın ortadan kalkmış sayılacağı düzenlenmiştir:

a) Bağımsız denetim kuruluşlarının ortakları, yöneticileri, murakıpları ile denetçi yardımcıları ve bunların 3 üncü dereceye kadar (3 üncü derece dahil) kan ve sıhri hısımları ile eşleri veya denetim kuruluşları tarafından;

- *Müşteriden veya müşteri ile ilgili olanlardan, doğrudan doğruya veya dolaylı olarak bir menfaat elde edildiğinin ortaya çıkması veya bunlara bir menfaat sağlanacağı vaadinin, ilgili denetçi tarafından bağımsız denetim kuruluşunun yönetimine yazılı olarak bildirilmemiş olması,*
- *Müşteriyle veya müşterinin ortaklarıyla veya müşterinin yönetim, denetim veya sermaye bakımlarından dolaylı veya dolaysız olarak bağlı bulunduğu veya nüfuzu altında bulundurduğu gerçek veya tüzel kişilerle ortaklık ilişkisine girilmiş olduğunun belirlenmiş olması,*
- *Müşteri ile iştiraklerinde kurucu, yönetim kurulu başkan veya üyesi, şirket müdürü veya yardımcısı olarak veya işletmede önemli karar, yetki ve sorumluluğu taşıyan başka sıfatlarla görev alınması (Türk Ticaret*

Kanunu'nun 347-359'uncu maddelerine göre yapılacak görevlendirmeler hariçtir.),

- *Müşteriler veya iştirakleri ile olağan ekonomik ilişkiler dışında borç-alacak ilişkisine girilmiş olması,*

b) Geçmiş yıllara ilişkin denetim ücretinin, geçerli bir nedene dayanmaksızın, müşteri tarafından ödenmemesi,

c) Denetim ücretinin, denetim sonuçları ile ilgili şartlara bağlanmış olması veya piyasa rayicinden bariz farklılıklar göstermesi.

Tebliğin bağımsızlığı ortadan kaldıran halleri düzenleyen 11'inci maddesine Kasım 2002 döneminde uluslararası gelişmeler paralelinde hükümler eklenmiştir. Muhasebe skandalları nedeniyle yaşanan şirket iflasları sonrasında başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere tüm dünyada çeşitli yeni tedbirler alınmıştır. ABD'de yürürlüğe konulan bir tepki kanunu niteliğindeki Sarbanes Oxley Yasası'na dayalı olarak yapılan düzenlemelerde, sermaye piyasasında bir güvence mekanizması olan bağımsız denetimin kalitesinin yükseltilmesi amacıyla bağımsız denetim kuruluşları açısından “denetim ve danışmanlık hizmetlerinin ayrılığı ilkesi” benimsenmiş ve bağımsız denetim alanındaki bu gelişmeye uygun olarak Bağımsız Denetim Tebliği'nin 11'inci maddesine bu konuda yeni hükümler eklenmiştir. Söz konusu hükümlere biraz sonra Denetim ve Danışmanlık Faaliyetlerinin Ayrılması başlığı altında ayrıntılı olarak değinilecektir.

Bu çerçevede, kurumsal yönetim ilkelerinin öngördüğü “bağımsızlık ilkesi” tüm ayrıntılı yönleriyle mevzuattaki yerini almış bulunmaktadır.

III.4.4.2. Rotasyon

İlke 2: “Bağımsız denetim kuruluşları belirli aralıklarla rotasyona tabi tutulur.

2.1. Şirket yönetim kurulu tarafından bir bağımsız denetim kuruluşu; sürekli ve/veya özel denetimlerde *en çok 5 hesap dönemi için seçilir.*

2.2. Şirketin aynı bağımsız denetim kuruluşu ile yeniden sürekli ve/veya özel denetim sözleşmesi imzalayabilmesi için *en az 2 hesap döneminin geçmesi zorunludur.*”

Bağımsızlık ilkesinin uygulamasını ayrıntılandıran SPK’nın son düzenlemelerinin önemli bir boyutunu rotasyon zorunluluğunun getirilmesi oluşturmaktadır. Konu Bağımsız Denetim Tebliği’nin “bağımsız denetim sözleşmesinin yürürlüğü” başlıklı 24’ünü maddesine yine Kasım 2002’de eklenmiştir.

Söz konusu maddede yer alan düzenlemeye göre; bağımsız denetim kuruluşları; sürekli ve/veya özel denetimlerde *en çok 5 hesap dönemi için müşteri yönetim kurulu tarafından seçilir.* Seçilen bağımsız denetim kuruluşu ile yapılan bağımsız denetim sözleşmesi müşteri yönetim kurulunca imzalanarak yürürlüğe girer. Yönetim kurulunca yapılan bağımsız denetim kuruluşu seçimi sürekli denetimlerde genel kurulun onayına sunulur. Bağımsız denetim kuruluşunun tekrar aynı müşteri ile sürekli ve/veya özel denetim sözleşmesi imzalayabilmesi için *en az 2 hesap döneminin* geçmesi zorunludur.

Görüldüğü üzere rotasyona ilişkin bu ilke, aynen bir tebliğ hükmü şeklinde düzenlenerek uyulması zorunlu bir husus olarak yerini almış bulunmaktadır.

III.4.4.3. Denetim ve Danışmanlık Faaliyetlerinin Ayrılması

İlke 3: “*Bağımsız denetim faaliyeti ile danışmanlık faaliyetleri birbirinden ayrılır.*”

Söz konusu ilkenin devamında denetim ve danışmanlık faaliyetinin birlikte yürütülemeyeceğine ilişkin alt başlıklara yer verilmiş olup, ilkenin tam metni Ek/1’de yer almaktadır.

Bağımsız denetim faaliyeti ile danışmanlık faaliyetlerinin birbirinden ayrılması hususu SPK’nın Bağımsız Denetim Tebliği’nin 11’inci maddesinde “bağımsızlığı ortadan kaldıran haller” başlıklı 11’inci maddesinde düzenlenmiştir.

Yukarıda “bağımsızlık” başlığı altında da değinildiği üzere, başta Amerika olmak üzere dünyada yaşanan muhasebe skandalları sonrasında gündeme gelen temel konulardan birisi de bağımsız denetim şirketinin, denetimini yaptığı şirkete aynı zamanda danışmanlık hizmeti de vermesinin yasaklanması hususudur. Söz konusu yasak gerek kurumsal yönetime ilkelerine, gerekse sermaye piyasası düzenlemelerine ilişkin olarak uluslararası alanda da bir çok düzenlemeye konu olmuştur. Ülkemizde de bu gelişmeler paralel olarak, Kasım 2002’de Bağımsız Denetim Tebliği’nin 11’inci maddesine eklenmek suretiyle yasal düzenlemeler kapsamına alınmıştır. Söz konusu maddede “*bağımsız denetim kuruluşları ve bu kuruluşlarda istihdam edilen denetim elemanları ile diğer personelin, bağımsız denetim hizmeti verdikleri firmalara, bağımsız denetim hizmeti verdikleri dönemde, bedelli veya bedelsiz olarak;*

a) *Defter tutmak ve buna ilişkin diğer hizmetleri verme,*

b) Finansal bilgi sistemi kurma ve geliştirme, işletmecilik, muhasebe, finans, ve bunların uygulamaları ile ilgili işlerde müşavirlik yapma, belge düzenleme ve rapor hazırlama,

c) Değerleme ve aktüerya hizmetleri verme,

d) İç denetim destek hizmetleri verme,

e) Tahkim ve bilirkişilik yapmak,

f) Diğer danışmanlık hizmetlerini verme,

faaliyetlerinde bulunamayacakları” düzenlenmiş bulunmaktadır.

Ancak bu madde hükmü kapsamında 3568 sayılı Serbest Muhasebecilik, Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik ve Yeminli Mali Müşavirlik Kanunu çerçevesinde; mali tabloların ve beyannamelerin vergi mevzuatı hükümlerine uygunluğunu incelemek ve uygunluğu tasdik etmek, konu hakkında yazılı görüş vermek ve rapor düzenlemek faaliyetleri ikinci fıkrada belirtilen yapılamayacak faaliyetler kapsamında değerlendirilmemektedir.

Bunlara ek olarak, aynı maddede “*bağımsız denetim kuruluşunun yönetim veya sermaye bakımından doğrudan ya da dolaylı olarak hakim bulunduğu bir danışmanlık şirketinin, bağımsız denetim kuruluşunun hizmet verdiği müşterisine, aynı dönem için danışmanlık hizmeti veremeyeceği, bu kapsama, bağımsız denetim kuruluşunun gerçek kişi ortakları ve yöneticileri tarafından verilen danışmanlık hizmetlerinin de dahil olduğu”* hükme bağlanmış bulunmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, mevcut mevzuat hükümleri ilkenin öngördüğü hususları bütünüyle kapsamaktadır.

III.4.5. Ticari Sır Kavramı ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

Kurumsal Yönetim İlkelerinin “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” başlığı altında yer alan ticari sır kavramı ve içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin ilkeler aşağıda iki başlık altında ele alınmaktadır.

III.4.5.1. Ticari Sır

İlke 1: *“Ticari sır niteliğindeki bilgilerin belirlenmesinde, şirketin şeffaflığı ile çıkarlarının korunması arasındaki denge gözetilir.” (Tavsiye Niteliğinde)*

Tavsiye niteliğindeki bu ilke metninin tamamı EK/1’de yer almakta olup, ilkenin devamında ticari sır niteliğindeki bilgilerin *“mevcut durum itibarı ile veya potansiyel olarak ticari değeri olan, üçüncü şahıslar tarafından bilinmeyen, normal durumda erişilmesi mümkün olmayan, bilgi sahibinin gizliliğini korumayı hedeflediği bilgilerdir”* denilerek bir tanım yapılmış olmakla birlikte, söz konusu tanımın bağlayıcılığı bulunmamaktadır.

Sermaye piyasası mevzuatında “ticari sır” tanımına ilişkin herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Sermaye piyasalarında “bilgi” ve dolayısıyla kamuyu aydınlatma uygulamaları piyasanın güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını sağlayabilmek için hayati önem taşımakla birlikte, ticari sır kapsamına girecek bilgilerin gizliliği de ilgili şirketler açısından son derece önemlidir.

Ticari sır ilişkisi olarak Türk hukukunda çeşitli kanunlar ile çeşitli konulara özel olarak yapılmış düzenlemeler mevcuttur. Ancak konu sermaye piyasaları ve şeffaflık başlıkları ile birlikte değerlendirildiğinde son derece ince bir çizgide hareket etmek zorunluluğu gündeme gelmektedir.

Sermaye piyasaları söz konusu olduğunda, “bilgi”nin bu piyasalar açısından önemi, sermaye piyasalarının hızlı ve dinamik yapısı ve şeffaflık temel amacı da

dikkate alındığında bir taraftan “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” hedefi çerçevesinde şirketler için ciddi kamuya açıklama zorunlulukları getirilirken, bir taraftan da “ticari sır”rın kapsamının ve bu kapsamda değerlendirilecek bilgilerin, gizliliğin ortadan kalkmasını gerektiren hallerin tespiti ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

Yukarıda çeşitli ilkeler incelenirken sıklıkla atıf yaptığımız Özel Haller Tebliği’nde kamuya açıklama yapılması zorunlu haller son derece detaylı olarak belirlenmiş ve hatta 5’inci maddesinin ilk fıkrasında yapılacak açıklamaların Tebliğ’de belirtilenlerle sınırlı olmadığı ifade edilerek, yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin kamuya açıklanması zorunlu tutulmuştur. Bu çok genel kamuya açıklama zorunluluğu, mevzuatta “ticari sır” kavramına ilişkin yasal bağlayıcılığı olan bir tanımın da mevcut bulunmayışı ile bir araya geldiğinde, şirketler açısından uygulamada çok çeşitli sıkıntılara neden olabilmektedir.

Nitekim bu husus birçok ülke düzenlemesinde de dikkate alınmış olup, sürekli kamuyu aydınlatmaya ilişkin temel dokümanlardan olan IOSCO’nun Borsada İşlem Gören Şirketler İçin Sürekli Kamuyu Aydınlatmaya ve Özel Durumların Raporlanmasına İlişkin İlkeler (Principal for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Companies) başlıklı raporunda da “sürekli kamuyu aydınlatma açıklamalarının, yetkili otoriteler tarafından belirlenen şartlarda ve aşağıdaki durumların varlığı halinde geciktirilebileceği” belirtilmektedir:

“a) İlgili bilginin yasa gereği “gizli” olarak düzenlenmiş olması,

b) İlgili bilginin henüz tamamlanmamış bir teklif veya görüşmelerle ilgili olması ya da belirli bir bilginin açıklanmasının söz konusu kuruluşun yatırımcılarının yasal çıkarlarına zarar vermesi sonucunu doğurması. Bu durumda borsada işlem

gören şirketler bu bilginin kesinlikle gizli tutulmasını sağlamalıdır.” (IOSCO 2002-b)

Sonuç olarak, kanımızca şirketleri “ticari sır” kapsamında değerlendirilebilecek bilgilerini kamuya açıklamak zorunda bırakıp rakipleri karşısında güç duruma düşürülmemesi için “ticari sır” kavramının kapsamına ilişkin bir düzenleme yapılması gerekmektedir.

Ancak, konunun halka açık bankalar açısından değerlendirilmesi gereken bir başka yönü daha bulunmaktadır. Bankacılık alanında “bankacılık sırrı” olarak bilinen bu olgu nedeniyle kamunun aydınlatılmasına yönelik yükümlülükleri yerine getirilmesinde yaşanan kimi sıkıntılar da bu kapsamda dikkate alınarak, her iki alandaki düzenleyici otoritelerin işbirliği ile konunun çözüme kavuşturulması gerekmektedir.

III.4.5.2. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

İlke 2: *“İçeriden öğrenilen bilgilerin kullanımının önlenmesi için gerekli her türlü tedbir alınır. Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgiye ulaşabilecek konumdaki yöneticilerin ve hizmet aldığı diğer kişi/kurumların listesini hazırlar ve bilgilendirme politikasında yer alan esaslar çerçevesinde kamuya duyurulur.”*

Uluslararası literatürde “insider trading” olarak anılan “içeriden öğrenenlerin ticareti” ya da “kamuya açıklanmamış bilgi ticareti”, kamuyu aydınlatma ilkesini zedeleyen, sermaye piyasalarında eşitlik ve dürüstlüğü bozan, haksız kazançlara ve şirket el değiştirmelerine yol açan bir işlemler zinciridir. Fiyata etkide bulunabilecek nitelikte önemli bir bilgiye, kamuya açıklanmadan önce sahip olanlar ise “içeriden öğrenenler (insiders)” olarak nitelendirilir.

Şirket ortaklarının en önemli haklarından birisi şirketin faaliyetleri hakkında bilgi alma hakkıdır. Ancak halka açık anonim şirketlerin yaygınlık kazanmasıyla birlikte günümüzde şirketle ilgili bilgilerin sadece ortaklara değil potansiyel ortak olarak düşünülebilecek kamunun tamamına duyurulması ihtiyacı gündeme gelmiştir.

İçerden öğrenenlerin ticareti ile fırsat eşitliğini bozucu olayların meydana gelmesini engellemek için öncelikle bilgisel avantajı bulunabilecek şahısların alım satım faaliyetlerini çeşitli kurallara bağlamak, bilgi dağılımını geliştirip etkinleştirmek, kamuya aydınlatma zorunluluğu getirmek, bilginin sunuluş ve niteliklerine ilişkin standartlar belirlemek gerekmektedir. Dolayısıyla konunun suç olarak düzenlenmesinden önce, kamuyu aydınlatma mekanizmalarını devreye sokmak suretiyle bilginin sınıflandırılması, kolay anlaşılması, açık ve sistemli hale getirilmesi ve zamanında piyasaya ulaştırılmasının sağlanması ve böylece haksız kazanç teminine yönelik girişimlerin önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Yukarıda çeşitli ilkeler altında ele alınan kamuyu aydınlatma mekanizmaları da zaten temelde yatırım kararlarının verilmesinde gerekli bilgilerin tam, doğru ve zamanında ve eşit olarak yatırımcılara sunulmasını sağlamaya yöneliktir.

Bunun ötesinde, konu sermaye piyasalarına özgü temel suçlardan biri olarak SPKn madde 47/A-1 de ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Söz konusu maddeye göre *“sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticareti”*dir. Maddenin devamında da *“bu fiili işleyen ... ihraççılarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hakim işletmelerin yönetim*

kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumunda olanlarla, bunlarla temaslari nedeniyle doğrudan veya dolayli olarak bilgi sahibi olabilecek durumundaki kişiler”e verilebilecek cezalar düzenlenmiştir.

İçeriden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen yukarıdaki mevzuat hükümlerinin yanı sıra, Uyum Raporu’nun “içeriden öğrenebilecek durumda olan kişilerin kamuya duyurulması” başlıklı bölümünde şirketin içeriden öğrenebilecek durumda olan kişilerin listesini kamuya duyurup duyurmadığı, duyurmuş ise raporda bu listeye tekrar yer vermesi, duyurmamış ise nedenini açıklaması gerekmektedir.

Tokgöz 2006’ya göre 2004 yılı faaliyet raporlarına göre toplam 276 şirketin 161’i (%58) içeriden öğrenebilecek konumdaki şirket yetkililerinin (insider) kamuya açıklamış bulunmaktadır. 115 şirket ise (%42) bu listeyi kamuya açıklamaması ile ilgili herhangi bir gerekçe belirtmemiştir.

III.4.6. Kamuya Açıklanması Gereken Önemli Olay ve Gelişmeler

İlke 1: “Önemli durumlar, şirketin finansal durumuna ve faaliyet sonuçlarına olan etkisi ile birlikte derhal kamuya açıklanır.”

Söz konusu ilkenin orijinalinde kamuya açıklanması gereken özel durumlar ayrıntılı olarak on beş madde halinde sayılmış olup, bu alt başlıkları içeren ilkenin tam metni Ek/1’de yer almaktadır.

İlkenin tam metninde yer alan ve şirketin finansal durumuna ve faaliyet sonuçlarına olan etkisi ile birlikte kamuya açıklanması istenen bu önemli durumlar Özel Haller Tebliği kapsamında düzenlenmiş bulunmaktadır.

SONUÇ

Son yıllarda dünya çapında yaşanan globalizasyon eğilimi ve uluslararası iş ve işlemlerin giderek artması, dolayısıyla artan rekabet koşulları ve 2000’li yılların başında uluslararası piyasalarda yaşanan şirket skandalları, şirketlerin yönetim kalitesinin sorgulanmasına neden olmuş ve “kurumsal yönetim” kavramını tekrar gündemin ilk maddelerinden biri haline getirmiştir.

Kurumsal şirket yönetimi son yirmi yılda birçok ülkede kurumların yönetiliş tarzını belirler hale gelmiş olup, bugün gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetim ilkelerini benimsemeyen bir halka açık şirket düşünülemez olmuştur.

Kısaca şirketlerin iyi yönetilmesini ve kontrol edilmesini sağlamaya yönelik kurallar bütünü olarak ifade edilebilecek olan kurumsal yönetim kavramına yönelik çalışmalar sonucunda birçok ülke ve kuruluş tarafından kurumsal yönetim ilkeleri ya da kodları yayımlanmıştır. Uluslararası düzeyde kabul gören ve en yaygın olarak kullanılan kurumsal yönetim ilkeleri ise OECD tarafından 1999 yılında yayımlanan ve 2004 yılında revize edilen kurumsal yönetim ilkeleridir.

Kurumsal yönetim kavramı bugün artık ülkelerin, piyasaların ve şirketlerin şeffaflığının geliştirilmesinde kilit bir olgu haline gelmiş olup, genel kabul gören uluslararası kurumsal yönetim yaklaşımlarının hemen hepsinde şeffaflık, hesap verebilirlik, eşitlik ve sorumluluk temel kavramlar olarak yer almaktadır.

Mevcut durum ve olaylar hakkındaki bilginin ulaşılabilir, somut ve anlaşılabilir olmasını ifade eden şeffaflık iyi işleyen bir kurumsal yönetim sisteminin vazgeçilmez unsurudur. Bu nedenle global finans piyasaları içinde kendilerine yer bulmak isteyen ülkeler için kurumsal yönetim ilkelerinin bir bileşeni olarak yeterli şeffaflığın sağlanmasının önemi büyüktür.

Ancak sadece faaliyet sonuçlarına ilişkin bilginin açıklanması, gerek pay sahipleri, gerek menfaat sahipleri grubunun tüm üyeleri ve gerekse potansiyel yatırımcılar için kontrol ve karar verme süreci açısından yeterli değildir. Şeffaflık taleplerinde geline nokta, finansal bilgilerle birlikte şirketin temel amaçlarının, politika ve uygulamalarının da kamuya açıklanmasını gerektirmektedir.

Nitekim OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin belirlediği çerçeve de zaten sadece operasyonel ve finansal sonuçlarla ilgili değil, aynı zamanda şirketin amaçları, ortaklık yapısı, yönetim kurulu üyeleri ve üst yöneticileri ile bunlara sağlanan mali haklar, ilişkili taraflarla yapılan işlemler, yönetim ve iç kontrol yapısı hususlarında da doğru ve zamanında açıklama yapılmasını istemektedir. Ayrıca menfaat sahipleri ve kurumsal sosyal amaçlar hakkında açıklama yapılması da istenen düzeyde şeffaflık sağlanması için gereken unsurlar arasında yer almaktadır. Bu süreçte ülkelerin düzenleyici otoriteleri de kurumsal yönetim reformunun bir numaralı önceliği olarak şeffaflığa ilişkin kuralları düzenlemektedir.

Özetle, sermaye piyasası yatırımları iyi bir kurumsal yönetimi, iyi kurumsal yönetim de şirketlerin finansal ve operasyonel faaliyetleri hakkında “güvenilir” bilgilerin açıklanmasını gerektirmektedir. Fakat etkin bir kurumsal yönetim bugün artık faaliyet sonuçlarının açıklanmasının ötesinde, mülkiyet ve yönetim yapılarında şeffaflık olarak adlandırılabilen ikinci bir tür şeffaflığı daha gerektirmektedir. Dolayısıyla, bugünkü bakış açısı artık şeffaflığı daha dinamik bir süreç olarak ele almakta ve şeffaflığın bu yeni konsepti de daha aktif bir hareket tarzı gerektirmekte ve şirketlere yeni sorumluluklar yüklemektedir.

Sermaye piyasalarında düzenleme, kamu otoritelerinin yasal düzenlemeler ile belirlediği ve piyasa katılımcılarının da uydukları ya da aksi takdirde yaptırımla

cezalandırıldıkları bir yapı üzerine oturtulmuştur. Kurumsal yönetim sistemi ise çoğunlukla bu klasik düzenleme yani “uy ya da cezalandırıl” sisteminin bir adım ötesinde durmakta ve şirketlere belli sınırlar içerisinde kendi uygulamalarını belirleme ve dizayn etme olanağı vermektedir.

Ancak hem şirketlere sunulan bu imkan hem de ilkelere uyumun nasıl sağlanacağına ilişkin kullanılacak yöntemler elbette kurumsal yönetim ilkelerinin nasıl bir yasal yapı içinde sunulduğu ile ilgilidir. Bu noktada temel soru tamamıyla gönüllü, tamamıyla zorunlu ya da kısmen zorunlu olarak sınıflandırılan kurumsal yönetim sistemlerine ilişkin optimal seçimin hangisi olduğu noktasına odaklanmaktadır.

Kısmen zorunlu kurumsal yönetim sistemi ifadesinden kasıt sadece ilkelere uyulup uyulmadığının açıklanması konusundaki zorunluluktur. Bu sistem tercihi elbette her ülkenin hukuki yapısı ve gelişmişlik düzeyi ile yakından ilgili olmakla birlikte, kanımızca özellikle çalışmamızın konusunu oluşturan şeffaflık ve kamuyu aydınlatmaya ilişkin kurumsal yönetim ilkeleri söz konusu olduğunda, sadece ilkeler ile benimsenen esaslara uyulup uyulmadığının açıklanmasını zorunlu kılan bir sistem, sonuçta ulaşılması arzu edilen sağlıklı ve iyi işleyen sermaye piyasalarının oluşturulması ve yatırımcının korunması hedeflerine ulaşmada yetersiz kalabilecektir.

Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkeleri ilk kez başta 1999 yılında yayımlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olmak üzere dünyada benimsenmiş esaslar ve ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınarak 2003 yılında SPK tarafından yayımlanmış ve daha sonra yaşanan gelişmeler doğrultusunda Şubat 2005’te revize edilmiştir. “Pay Sahipleri”, “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık”, “Menfaat Sahipleri”

ve “Yönetim Kurulu” olmak üzere dört temel bölümden oluşan ilkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmaması isteğe bağlıdır. Ancak hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için bu ilkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına, uygulanmadı ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya yıllık faaliyet raporlarında yer verilmesi ve ayrıca kamuya açıklanması zorunludur.

Böylece Türkiye’de kurumsal yönetime ilişkin sistem tercihi ilkelere uyumun gönüllü, ancak uyulup uyulmadığının kamuya açıklanmasının zorunlu olması anlamında “kısmen zorunlu” kurumsal yönetim sistemleri lehine gerçekleşmiştir. Ancak ülkemizde “kısmen zorunlu” kurumsal yönetim sistemi tercih edilmiş, yani kurumsal yönetim ilkelerinin herhangi bir tür yasal düzenleme ile sunulmamış ve “uy ya da açıkla” ilkesi benimsenmiş olmakla birlikte, özellikle kamuyu aydınlatma ve şeffaflığa yönelik ilkelerin önemli bir kısmı sermaye piyasası mevzuatında çeşitli şekillerde düzenlenmiş yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Türk sermaye piyasalarına yönelik olarak kurumsal yönetim ve şeffaflık/kamuyu aydınlatma ile ilgili yapılmış çalışmalar ve çalışma sonuçları, kurumsal yönetimin temel ilkelerinden biri olan şeffaflığın artırılmasına yönelik çabalara ihtiyaç bulunduğunu göstermektedir. Şeffaflığa ilişkin olarak gerek CGFT’nin araştırma sonuçlarında değinildiği gibi mali yapıya ilişkin şeffaflık uygulamalarının yanı sıra şirketin mali performans dışındaki kamuyu aydınlatma standartlarının geliştirilmesine, gerekse TKYD 2005’te ifade edildiği üzere belli bir düzeyde şeffaflığın yasal olarak tüm şirketlere zorunlu tutulması gerektiğine ilişkin tespitler yapılmaktadır.

Bu kapsamda çalışmamızda SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim Rehberi’nin şeffaflığa ilişkin ilkeleri baz alınmak suretiyle bir taraftan şeffaflığa

ilişkin kurumsal yönetim ilkelerinin ne kadarının sermaye piyasası mevzuatı ile sınırlı olmak kaydıyla yasal bir zorunluluk olarak düzenlendiğinin, dolayısıyla “uy ya da açıkla” ilkesi gereğince benimsenen “kısmen zorunlu” kurumsal yönetim sistemi tercihinin temelde ne kadarının yasal olarak bağlayıcı diğer düzenlemeler ile kapsandığının, ilkelerin getirdiği esaslar sermaye piyasası mevzuatı kapsamında düzenlenmiş ise nerelerde düzenlendiğinin ve bu doğrultuda şeffaflığı artırmaya yönelik mekanizmaların Türk sermaye piyasalarında ne kadar mevcut olduğunun incelenmesi amaçlanmıştır.

Çalışma sonucunda, kanımızca kurumsal yönetim ilkelerinin “kısmen zorunlu” kategorisinde kalması, ancak ilkeler ile benimsenen temel hususların yasal olarak bağlayıcı düzenlemelerle desteklenmesi gerektiği düşünülmektedir. Bu gereklilik sermaye piyasalarında “ilgili” ve “güvenilir” bilginin önemi dikkate alındığında özellikle şeffaflık ve kamuyu aydınlatma kapsamındaki ilkeler açısından daha belirgin bir ihtiyaç olarak değerlendirilmektedir.

Şeffaflık konusunda en önemli sorun standartlara uyumda görülen yetersizlikte ortaya çıkmakta olduğundan, önemli olan standartlara uyumun sağlanması ve teşvik edilmesidir. Bu noktada, genel yaklaşım ilke, kural ve standartları oluşturulduktan sonra uyumun piyasa disiplini içerisinde sağlanması gerektiği yönündedir.

Konu kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın sağlanması olduğunda, şirketlerden bu ilkelere gönüllü olarak uymalarını beklemek ve sadece açıklama yükümlülüğü getirmek ilkeler ile ulaşılmak istenen iyi işleyen bir sermaye piyasası hedefine ulaşmak için yeterli olmayabilmektedir. Aslında “uy ya da açıkla” argümanın altında yatan temel saik şirketin belirlenen ilkelere uyup uymamasına ilişkin yapacağı

açıklamaların piyasa tarafından değerlendirileceği, şirket hisselerine ilişkin fiyatın bu değerlendirmelere göre oluşacağı beklentisidir. Böylece konu tamamıyla piyasanın kendi dinamikleri çerçevesinde, katılımcılarının yaklaşımlarına bağlı olarak kendiliğinden oluşan kurallar yoluyla düzenlenmesini ifade eden piyasa disiplinine bırakılmakta ve piyasa mekanizmasına güvenilmiş olmaktadır ki, etkin işleyen sermaye piyasaları söz konusu olmadığına göre bu tercihin her zaman doğru sonuçlar vermesi beklenmemelidir. Zaten bu yüzden bilginin eşit dağılımını sağlamaya yönelik düzenleme yapma ihtiyacı gündeme gelmektedir.

Konumuz bakımından da eğer piyasa katılımcıları yatırım kararlarını verirken iyi kurumsal yönetim uygulamasına sahip şirketleri kötü olanlardan ayırmak suretiyle ödüllendirirlerse şeffaflık ve kurumsal yönetim uygulamaları konusunda teşvik etmiş, tersi durumda da cezalandırmış olurlar.

Ancak şeffaflık ve kurumsal yönetim hedefleri sadece piyasa disiplinine terk edilerek ulaşılabilecek hedefler olmadıklarından, bu tür hususların düzenleyici otoriteler tarafından yapılacak düzenlemeler, uyumun denetimi ve gerekli durumlarda yaptırım uygulamak suretiyle desteklenmesi gerekmektedir

Dolayısıyla kamuyu aydınlatma ve şeffaflık hedefine ulaşmayı sağlamak üzere yasal düzenlemelerle temel çerçeve çizilmeli, bunun yanı sıra temel yasal çerçeve ile belirlenenler dışında, şirketler zorunlu kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin ötesinde gönüllü açıklamalar yapmak konusunda özendirilmelidir.

Bu doğrultuda Türk sermaye piyasalarında kurumsal yönetim rehberinin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık başlıklı bölümünde yer alan ilkeler ile öngörülen esaslardan;

- Kamuyu Aydınlatmadan Sorumlu Yöneticiler ile İlgili
- Bilgilendirme Politikası Oluşturulması ile İlgili
- Açıklanan Geleceğe Yönelik Bilgilerin Dayanakları ile İlgili
- Mülkiyet ve Kontrol Konularında Şeffaflık ile İlgili
- Yapılan Alım Satım İşlemlerine İlişkin Şeffaflık ile İlgili
- İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemlerde Şeffaflık ile İlgili
- Oy Sözleşmeleri ile İlgili
- Faaliyet Raporlarında Şeffaflık ile İlgili
- Ticari Sır Kavramı ile İlgili

hususların, üçüncü bölümde ayrıntıları ile tartışıldığı üzere, özellikle finansal olmayan alanlarda vurgulanan daha fazla şeffaflık talebinin karşılanabilmesi ve kamuyu aydınlatma ve şeffaflığa ilişkin temel yasal çerçevenin tamamlanması bakımından, yasal düzenlemelere konu olması gerektiği düşünülmektedir.

Öte yandan, kurumsal yönetim ilkelerinin öneminin giderek artması sonucunda, ilkelerin uygulanma durumunu belirleyecek kuruluşlarla ve farklı şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları arasında karşılaştırma yapılmasını sağlayacak standart ölçütlere duyulan ihtiyaç nedeniyle gündeme gelen “kurumsal yönetimin derecelendirilmesi” olgusu da ilkeler ile belirlenen hedeflere ulaşma yolunda önemli katkılar sağlayacak bir araç olarak yerini almaktadır. Ancak SPK tarafından düzenlenmiş bulunan “kurumsal yönetim uyumu derecelendirilmesi” konusu ülkemiz sermaye piyasaları açısından çok yeni ama gelişmeye açık bir alanı teşkil etmekte olup, kurumsal yönetim kavramı yerleştikçe önemi artacaktır.

KAYNAKÇA

- Aksu, Mine, Arman Köseadağ (2005), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi, Yönetim Bilimleri Fakültesi, Sabancı Üniversitesi, (<http://people.sabanciuniv.edu/~maksu/papers/ISMMMO06.doc>).
- Anand, I. Anita (2005), “Voluntary vs Mandatory Corporate Governance: Towards an Optimal Regulatory Framework”, ExpressO Preprint Series, Paper 566, The Berkley Electronic Press, (www.law.bepress.com/expresso/eps/566).
- Alparslan, Melike (2002), Şeffaflığın Önemi Üzerine Bir Değerlendirme, Türkiye Bankalar Birliği.
- Avrupa Komisyonu (2003), “Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward”, (www.europa.eu.int).
- AB Şeffaflık Direktifi (2004), “Directive 2004/109/EEC of the European Parliament and Council of 15 December 2004 on the Harmonization of Transparency Requirements in Relation to Information About Issuers Whose Securities Are Admitted on a Regulated Market and Amending Directive 2001/34/EEC”, Official Journal of the European Union, (www.europe.eu.int).
- Balic, Amra, Nicholas Bradley (2005), Corporate Governance: Turkish Transparency and Disclosure System, (www.cgft.sabanciuniv.edu.tr/tr/kaynak_merkezi/Officialreport.pdf).

- Bauwhede, Heidi Vander, Merleen Willekens (2003), “Voluntary Disclosure on Corporate Governance in the European Union”, Department of Applied Economics, Catholic University of Leuven, Version September 2003, Belgium, (http://bear.cba.ufl.edu/knechel/Marleen_Paper.pdf).
- Black, Bernard S. (2001), “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, *UCLA Law Review*, V.48, p.781-855.
- Boje, David M., Terry R. Adler, Janice A. Black (2005), “Theatrical Façades and Agents in Synthesized Analysis from Enron Theatre: Implications to Transaction Cost and Agency Theories”, *Tamara: Journal of Critical Postmodern Organization Science*, (www.findarticles.com).
- Borgia, Fiammetta, (2005), *Corporate Governance & Transparency Role of Disclosure: How Prevent New Financial Scandals and Crimes?*, Transnational Crime and Corruption Center, School of International Service, American University, Washington D.C., (<http://www.american.edu/traccc/resources/publications/borgia01.pdf>).
- Branson, Douglas M. (2003), “Enron-When All System Fail: Creative destruction or Roadmap to Corporate Governance Reform?”, Villanova University School of Law, Public Law and Legal Theory Working Paper No. 2003-12.
- Bushman, Robert M., Abbie J. Smith (2001), “Financial Accounting Information and Corporate Governance”, *Journal of Accounting and Economics*, 32, p. 327-333.

- Collier, Paul, Mahbub Zaman (2005), “Convergence in European Corporate Governance: The audit Committee Concept”, Corporate Governance, V.13, N.6, p.753-768.
- Cook, Jenifer ve Simon Deakin (1999), “Stakeholding and Corporate Governance: Theory and Evidence on Economic Performance”, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge (www.dti.gov.uk/cld/esrc1.pdf)
- Craig, Valentine V. (2004), “The Future of Banking in America” FDIC Banking Review, Vol.16, N.4, p.121-135.
- Crusto, Mitchell F. (2005), “Endangered Green Reports: ‘Cumulative Materiality’ in Corporate Environmental Disclosure after Sarbanes-Oxley”, Harvard Journal of Legislation, V.42, p.483-509.
- Çoban, Orhan, (2002), “Endüstri İktisadı: Kavramlar, Olgular ve Etkileşimler”, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, C.3, S.1, s.163-174.
- Çürük, Turgut (2004), “Bağımsız Dış Denetimin Muhasebe Şeffaflığına Etkisi Üzerine Uygulamalı Bir Çalışma: Türkiye Örneği”, ODTÜ Gelişme Dergisi, 31 (Aralık) 2004, s.149-165.
- Delice, Güven, Adem DOĞAN ve Meral UZUN (2004), “Finansal Regülasyon ve Piyasa Disiplini”, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, C.5, S.1, s.101-130, (<http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/861.pdf>).
- Fama, Eugene, Michael C. Jansen (1983), “Separation of Ownership and Control”, Journal of Law and Economics, V.26, p.301-325.

- Ferrell, Allen (2004), The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World, Harvard Law School, Cambridge, (www.law.harvard.edu/programs/olin_center).
- Florini, Ann M. (1999), “Does Invisible Hand Need a Transparent Glove’ The Politics of Transparency”, Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C.
- Franks, Julian, Colin Mayer (2000), “Ownership and Control of German Corporations”, (www.finance.ox.ac.uk/file_links/finecon_papers/2001fe11.pdf).
- Freeman, R. Edward, Andrew C. Wicks ve Bidhan Parmar (2004), “Stakeholder Theory and ‘The Corporate Objective Revisited’”, Organization Science, V.15, p.364-369.
- Garrod, Neil (1996), “Environmental Contingencies and Sustainable Models of Corporate Governance”, Department of Accounting and Finance, University of Glasgow, Scotland, (www.gov.si/umar/conference/97-99/garrod.pdf).
- Gilson, Ronald J. (2000), Transparency, Corporate Governance and Capital Markets, OECD-The Latin American Corporate Governance Roundtable, Sao Paulo, Brazil, (www.oecd.org/dataoecd/55/45/1921785.pdf).
- Gregory, Holly J., Marsha E. Simms (1999), “Corporate Governance: What It Is And Why It Matters Title?”, The 9th International Anti-Corruption Conference, (http://www1.transparency.org/9th_iacc/papers).
- Healy, Paul M. ve Krishna G. Palepu (2000), “Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the

Empirical Disclosure Literature”, JAE Rochester Conference April 2000, (<http://ssrn.com/abstract=258514>).

- Heath, Joseph, Wayne Norman (2004), “Stakeholder Theory, Corporate Governance and Public Management”, Journal of Business Ethics 53, p.247-265.
- IOSCO (2001), Transparency and Market Fragmentation, IOSCO Teknik Komite Raporu, (www.iosco.com).
- _____ (2002-a), “Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor’s Independence” IOSCO Teknik Komite Raporu, (www.iosco.com).
- _____ (2002-b), “A Statement of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions” IOSCO Teknik Komite Açıklaması, (www.iosco.com).
- _____ (2005), Statement on the Development and Use of International Financial Reporting Standards in 2005, IOSCO Teknik Komite Açıklaması, (www.iosco.com).
- Jensen, Michael C. (1994), “Self-Interest, Altruism, Incentives & Agency Theory”, Journal of Applied Corporate Finance, V.VII, N.2.
- Jensen, Michael C., William H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, V.3, N.4, p.305-360.
- _____ (1994), “The Nature of Man”, Journal of Applied Corporate Finance, V.7, N.2, p.4-19.

- Koç, İ. Özlem, Nur Yavuz ve Pınar Yalın (2004), “AB’ne Entegrasyon Sürecinde Kurumsal Yönetim ve Öncü İki Sektör Üzerine Uygulama”, Uluslararası Piyasalarda Finansal Entegrasyon, Sermaye Piyasası Kurulu, yayın No.178, C.2, s.557-594.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes ve Andrei Shleifer, What Works in Securities Laws?, National Bureau of Economic Research Working Paper 9882, (www.nber.org).
- Nwanji, Tony Ike, Dr. Kerry E. Howell (2004), “The Stakeholder Theory in the Modern Global Business Environment”, Institute of Professional Financial Managers, (www.ipfm.org).
- McColgan, Patrick (2001), “Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature from UK Perspective” Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, UK.
- Moldoveanu, Mihnea, Roger Martin (2001), “Agency Theory and Design of Efficient Governance Mechanism”, Rotman School of Management, University of Toronto, ([www.rotman.utoronto.ca/rogermartin\(Agencytheory.pdf\)](http://www.rotman.utoronto.ca/rogermartin(Agencytheory.pdf))
- Monks, Robert A.G. (2005), “Corporate Governance -USA- Fall 2004 Reform- The Wrong Way and the Right Way”, Corporate Governance, V.13, N.2, p.108-113.
- Naipoğlu, Sinan (2002), “Kurumsal Yönetim”, Westminster Üniversitesi Hukuk Okulu, (www.tkyd.org/docs/kurumsal_yonetim_sinan_naipoglu_2002.doc).
- OECD (2004), OECD Principles of Corporate Governance, (www.oecd.org).
- Pirgaip, Burak (2005), Parmalat Olayının Gösterdikleri: IOSCO Tarafından Benimsenen Yol Haritası ve SPK, SPK Araştırma Raporu.

- Pulaşlı, Prof. Dr. Hasan (2003), Corporate Governance: Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model, Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.
- Renders, Annelies, Ann Gaeremynck ve Marleen Willekens (2005), The Impact of Legal and Voluntary Investor Protection on the Early Adoption of IFRS, (<http://center.uvt.nl/accounting/renderers.pdf>).
- SPK (2004), Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları, (www.spk.gov.tr).
- ____ (2005), Kurumsal Yönetim İlkeleri, (www.spk.gov.tr).
- Solomon, Jill, Aris Solomon (2005), Corporate Governance and Accountability, John Wiley & Sons Ltd., England.
- Şehirli, Kübra (1999), “Kurumsal Yönetim”, Yayımlanmamış Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu.
- TKYD (2005), Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, (www.tkyd.org/docs/bcgraporweb.pdf).
- Tokgöz, Bülent (2006), “Kurumsal Yönetim Konusunda İMKB Şirketleri Üzerine Bir Değerlendirme”, Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Koordinasyon Kurulu-Kurumsal Yönetim Komitesi Sunuş Slaytları.
- TSRŞB (2005), Sigorta Sektöründe Uluslararası Finansal Raporlama Standartları: Kurumlar ve Standartların Özetleri, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği, Yayın No:3.
- Turaboğlu, Dr. Tuncay Turan (2003), “Vekalet Maliyetleri (Agency Costs) ve Temettü Kararları İlişkisi”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, S.4, (www.e-sosder.com).

- Turnbull, Shann (1997), “Corporate Governance: Its Scope, Concerns & Theories”, Corporate Governance: An International Review, Blackwood, Oxford, Vol.5, No.4, p. 180-205.
- Vishwanath, Tara, Daniel Kaufmann (1999), Towards Transparency in Finance and Governance, The World Bank (<http://ssrn.com/abstract=258978>).
- Weil, David, (2002), The Benefits and Costs of Transparency: A Model of Disclosure Base Regulation, Transparency Policy Project, John F. Kennedy School of Government, Harvard University, (<http://ssrn.com/abstract=316145>).
- Weil, Gotsal & Manges LLP (2002), “Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States”, (www.ecgi.org/codes/documents/comparative_study_eu_i_to_v_en.pdf).
- Williamson, Oliver (1979), “Transaction Cost Economics: The Governance of Transactional Relations”, Journal of Law and Economics, V.22, p.233-261.
- Working Group (1988), Report of the Working Group on Transparency and Accountability, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Wymeerssch, Eddy (2005), “Enforcement of Corporate Governance”, Law Working Paper N.46/2005, (www.ecgi.org/wp).

EKLER

EK/1 : Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerinin Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Bölümünde Yer Alan İlkeler

EK/2 : SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Bölümündeki İlkeler ile Sermaye Piyasası Mevzuatında Bu İlkelere Karşılık Gelen Düzenlemeler Tablosu

EK/3 : Faaliyet Raporunda Yer Alması Gereken asgari Unsurların Karşılaştırılması Tablosu

**SERMAYE PİYASASI KURULU KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN
KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK İLE İLGİLİ BÖLÜMÜ ²**

Pay ve menfaat sahipleri şirketin yönetimi, finansal ve hukuki durumu ile ilgili olarak düzenli ve güvenilir bilgiye erişim ihtiyacı duyarlar.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da gözetecek bir şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgilerin sunulmasını amaçlar.

Şirket, kamuya açıklamada bulunurken, mümkün olan en basit kavram ve terimleri kullanır, ikilem yaratacak belirsiz ifadelerden kaçınır. Teknik terim kullanması gereken yerlerde, herkesin kolayca anlamasına imkan verecek şekilde açıklamalar da beraberinde verilir.

Kamuya açıklanan bilgiler tarafsız olmalıdır. Şirketle ilgili tarafların bir veya birkaçının bilgi alma ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde yapılan bilgi açıklamaları kabul edilemez. Şirketler hiçbir şart altında kendi aleyhlerine sonuçlar doğurabilecek bile olsa açıklanması gereken bilgilerin açıklanmasında tereddüt etmemelidir. Ancak kamuya açıklanan şirket bilgilerinin de ticari sır kapsamında olmaması ve şirketin rekabet gücünü engelleyerek zararına neden olabilecek sonuçlar doğurmaması önem taşır.

Bu İlkeler içerisinde yer alan periyodik mali tablo ve raporlar ifadesi ile, yıllık ve ara dönem mali tablolar ile yıllık ve ara dönemler itibarıyla hazırlanacak

² (KAYNAK: www.spk.gov.tr)

bağımsız denetim raporu, sermaye yeterliliği tabloları ve benzeri raporlar kastedilmektedir. Kamuya açıklanacak bilgiler, periyodik mali tablo ve raporların içinde yer alabileceği gibi, bunlardan bağımsız ayrı bir rapor olarak yönetim kurulunun yorum ve analizini de içeren bir değerlendirmeye yer verilerek de sunulabilir.

1. Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçları

1.1. Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit bir biçimde kamunun kullanımına sunulur³.

1.1.1. Kamunun aydınlatılmasında yapılacak bildirimlerden sorumlu ve imza yetkisine haiz iki yönetici bulunur. Bu yöneticiler denetimden sorumlu komite ve kurumsal yönetim komitesi ile yakın iş birliği içerisinde bu sorumluluklarını ifa ederler.

1.1.2. Pay sahipleri ile ilişkiler biriminde çalışan bir personel münhasıran kamuyu aydınlatma ile ilgili her türlü hususu gözetmek ve izlemek üzere görevlendirilir. Ayrıca yatırımcılar, finansal analistler, basın mensupları ve benzeri kesimler bu birime yönlendirilir.

1.1.3. Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklama öncesinde belirli yatırımcılara veya ilgili taraflara duyurulmaz. Faaliyetleri nedeniyle şirket ile ilgili gizli bilgilere erişebilecek durumda olan bağımsız denetim kuruluşu, danışmanlık hizmeti veren kişi ve kuruluşlar, derecelendirme kuruluşları,

³ Bu kapsamda şirket ile ilgili bilgilerin kamuya açıklanmasında, yasal düzenlemelerde öngörülenlere ek olarak, basın bültenleri, elektronik veri dağıtım kanalları, elektronik posta gönderileri, cep telefonu üzerinden iletişim (wap ve benzeri teknolojiler), pay sahipleri ve potansiyel yatırımcılarla

sendikalar gibi kurumlar bu kuralın istisnasını oluşturur. Bu durumda, bilgiye ulaşanlar, söz konusu bilgiyi ticari sır prensibi ve etik kurallar çerçevesinde gizli tutarlar.

- 1.1.4. Şeffaflık ilkesine uygun olarak, uygulanan muhasebe politikaları ve faaliyet sonuçları gerçeğe uygun şekilde kamuya açıklanır.

1.2. Kamunun aydınlatılması ile ilgili olarak bir bilgilendirme politikası oluşturulur ve kamuya açıklanır.

- 1.2.1. Yönetim kurulu, bilgilendirme politikası olarak adlandırılacak ilkeler bütünü hazırlayarak, genel kurulda pay sahiplerinin bilgisine sunar ve kamuya açıklar.
- 1.2.2. Bilgilendirme politikası, mevzuat ile belirlenenler dışında kamuya hangi bilgilerin açıklanacağını, bu bilgilerin ne şekilde, hangi sıklıkla ve hangi yollardan kamuya duyurulacağını, yönetim kurulunun veya yöneticilerin basın ile hangi sıklıkla görüşeceğini, kamunun bilgilendirilmesi için hangi sıklıkla toplantılar düzenleneceğini, şirkete yöneltilen soruların yanıtlanmasında nasıl bir yöntem izleneceğini ve benzeri hususları içerir.
- 1.2.3. Mevzuat ile düzenlenenler haricinde, genel kurulda görüşülecek konularla ilgili bilgi ve belgelerin neler olduğu, bilgilendirme politikasında yer alır.
- 1.2.4. Bilgilendirme politikasında bir değişiklik olması halinde, değişiklik yapılan hususlar ve gerekçeleri yönetim kurulunun onayından geçtikten sonra, genel kurulun bilgisine sunulur ve kamuya açıklanır.

1.3. Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerine etki etme ihtimali bulunan

yapılan toplantılar, medya kuruluşları veya broşürler aracılığıyla ya da Internet sitesi üzerinden yapılan duyurular gibi kamuyu aydınlatma araç ve yöntemleri de kullanılabilir.

gelişmeler mevzuat ile belirlenen süre içerisinde zaman geçirmeksizin kamuya duyurulur.

- 1.4. Şirketin finansal durumunda ve/veya faaliyetlerinde önemli bir değişiklik olması halinde veya yakın bir gelecekte önemli bir değişikliğin ortaya çıkmasının beklendiği durumlarda, ilgili düzenlemelerde yer alan hükümler saklı kalmak kaydıyla, kamuoyu bilgilendirilir.
- 1.5. Şirketin kamuya yapmış olduğu açıklamalar ile ilgili olarak sonradan ortaya çıkan değişiklikler ve gelişmeler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulur.
- 1.6. Yönetim kurulunun, bu İlkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığını, uygulanmıyor ise gerekçesini ve bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ilişkin bilgileri içeren tek taraflı irade beyanına ve varsa buna ilişkin uyum raporuna, yıllık faaliyet raporunda yer verilir ve kamuya açıklanır.
- 1.7. Kar payı dağıtım politikası faaliyet raporunda yer alır ve bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklanır.
- 1.8. Oluşturulan etik kuralları bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklanır.
- 1.9. Sermaye piyasası araçları yabancı borsalarda kote olan şirket, yurt dışında açıklamakla zorunlu tutulduğu bilgileri yurt içinde bir zorunluluk bulunmayan hallerde dahi, bu bilgilerin anlaşılmasını kolaylaştırıcı bilgilendirme notu ile birlikte, yurt dışı borsalar ile eşzamanlı olarak yurt içinde de kamuya açıklar.
- 1.10. Proforma mali tablolar ve raporlar dahil, kamuya yapılacak açıklamalarda yer alan geleceğe yönelik bilgiler, tahminlerin dayandığı gerekçeler ve istatistiki

veriler ile birlikte açıklanır. Bilgiler, dayanağı olmayan abartılı öngörüler içeremez, yanıltıcı olamaz ve şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile ilişkilendirilir.

1.10.1. Kamuya açıklanan bilgilerde, periyodik mali tablo ve raporlarda yer alan tahminlerin ve dayanaklarının gerçekleşmemesi veya gerçekleşmeyeceğinin anlaşılması halinde, derhal gerekçeleri ile birlikte revize edilen bilgiler, tablo ve raporlar kamuya açıklanır.

1.10.2. Mevzuat ile öngörülen hükümler saklı kalmak kaydıyla, proforma mali tabloların hazırlanması veya revize edilmesi, bağımsız denetim kuruluşunca yapılacak uygunluk denetimi ve kamuya duyurulması ile geleceğe yönelik bilgilerin açıklanması uluslararası standartlar ile uyumlu olur.

1.10.3. Geleceğe yönelik bilgilerin kamuya açıklanmasına ilişkin esaslar, bilgilendirme politikasında yer alır.

1.11. Kamunun aydınlatılmasında, şirkete ait internet sitesi aktif olarak kullanılır.

- 1.11.1. İnternet adresi kolay bulunabilir ve ulaşılabilir olur.
- 1.11.2. İnternet sitesinde yer alan bilgiler, yabancı yatırımcıların da yararlanması açısından ayrıca İngilizce olarak hazırlanır.
- 1.11.3. Şirketin kendi internet sitesinde yer alan açıklamalar, mevzuat uyarınca yapılması gereken özel durum açıklamaları yerine geçmez.
- 1.11.4. Şirket tarafından kamuya açıklanmış olan bilgilere internet üzerinden erişim imkanı sağlanır, internet sitesi buna uygun olarak yapılandırılır ve bölümlendirilir. İnternet sitelerinde yayımlanan

bilgilerin değiştirilmesini önleyecek güvenlik önlemleri alınır.

➤ 1.11.5. İnternet sitesinde, ticaret sicili bilgileri, son durum itibarıyla ortaklık ve yönetim yapısı, imtiyazlı paylar hakkında detaylı bilgi, değişikliklerin yayınlandığı ticaret sicili gazetelerinin tarih ve sayısı ile birlikte şirket esas sözleşmesinin son hali, özel durum açıklamaları, yıllık faaliyet raporları, periyodik mali tablo ve raporlar, izahnameler ve halka arz sirkülerleri, genel kurul toplantılarının gündemleri, katılanlar cetvelleri ve toplantı tutanakları, vekaleten oy kullanma formu, çağrı yoluyla hisse senedi veya vekalet toplanmasında hazırlanan zorunlu bilgi formları ve benzeri formlar, sermaye piyasası araçlarının değerine etki edebilecek önemli yönetim kurulu kararlarının toplantı tutanakları ve sıkça sorulan sorular başlığı altında şirkete ulaşan bilgi talepleri, soru ve ihbarlar ile bunlara verilen cevaplar, öncelikle yer alır.

➤ 1.11.6. Yapılacak genel kurul toplantılarına ilişkin ilana, gündem maddelerine, gündem maddelerine ilişkin bilgilendirme dokümanına, gündem maddeleri ile ilgili diğer bilgi, belge ve raporlara ve genel kurula katılım yöntemleri hakkındaki bilgilere, internet sitesinde dikkat çekecek bir şekilde yer verilir.

➤ 1.11.7. Şirketin antetli kağıdında İnternet sitesinin adresi yer alır.

➤ 1.11.8. İnternet sitesinin kullanımına ilişkin esaslar, bilgilendirme politikasında yer alır.

1.12. Şirket, mevzuat gereği yapması gereken açıklamalarla sınırlı kalmayarak, pay sahipleri ile diğer menfaat sahiplerinin kararlarını etkileyebilecek her türlü

önemli bilgiyi kamuya açıklar. (Tavsiye)

2. Şirket ile Pay Sahipleri, Yönetim Kurulu Üyeleri ve Yöneticiler Arasındaki

İlişkilerin Kamuya Açıklanması

- 2.1. Mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, bir kişi veya grubun şirket sermayesinde veya oy haklarındaki payının şirketin sermayesinin veya oy haklarının %5, %10, %25, %33, %50 ve %66,67'sine ulaşması, aşması veya bu oranların altına inmesi durumları şirket tarafından öğrenildiği anda zaman geçirmeksizin kamuya açıklanır.
- 2.2. Şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahibi/sahipleri dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile kamuya açıklanır. Şirketin ortaklık yapısı, sadece gerçek kişi pay sahiplerinin isimlerinin, pay miktarı ve oranları ile hangi grup paya sahip olduklarına ilişkin bilgilerin yer aldığı bir tablo haline getirilir ve bu tabloya faaliyet raporunda ve mali tablo dipnotlarında yer verilir⁴.
- 2.3. Yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve sermayenin doğrudan ya da dolaylı olarak %5'ine sahip olan pay sahipleri, şirketin sermaye piyasası araçları üzerinde yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklarlar.
 - 2.3.1. Yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak %5'ine sahip olan pay sahiplerinin, şirketin ihraç ettiği sermaye piyasası araçları üzerinde, alım satım işlemleri yapmaları halinde, konuya ilişkin mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, son bir yıl içerisinde yapılan alım satım işlemlerine ilişkin bilgiler şirketin İnternet sitesinde ayrıca yer alır.

⁴ Şirketin sermayesinde %5 ve üzerinde paya sahip olan gerçek kişiler. Esas sözleşme ile azınlık hakları sermayenin %5'inin altında bir oran olarak belirlenmişse, bu oran dikkate alınır.

- 2.3.2. Şirketin Yönetim Kurulu üyeleri, yöneticiler ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahipleri, şirketin hisse senetlerine dayalı türev ürünlerindeki net pozisyonlarının şirket sermayesindeki doğrudan veya dolaylı payı %1'i aştığı takdirde, bu durumu derhal kamuya açıklarlar.
- 2.4. Şirketin Yönetim Kurulu üyeleri, yöneticiler ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahipleri; pay sahibi olduğu grup şirketleri ile grup şirketi olmamakla beraber, şirketin önemli miktarda ticari ilişki içerisinde bulunduğu şirketlerin sermaye piyasası araçlarında gerçekleştirdikleri alım ve satım işlemlerini derhal kamuya açıklarlar.
- 2.5. Yönetim Kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahiplerinin, sermayesinin %5'inden fazlasına sahip olduğu veya bu orana bağlı kalmaksızın, yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu veya yönetiminde etkisinin olduğu şirketlerle şirket arasındaki ticari ve ticari olmayan iş ve işlemler kamuya açıklanır.
- 2.6. Pay sahipleri, şirket yönetiminde etkinlik sağlamak için oy sözleşmeleri yapabilirler. Şirket bu amaçla imzalanmış oy sözleşmelerinin varlığının öğrenilmesi halinde konu hakkındaki bilgileri derhal kamuya açıklar.

3. Kamunun Aydınlatılmasında Periyodik Mali Tablo ve Raporlar

- 3.1. Periyodik mali tablo ve mali tablo dipnotları, şirketin gerçek finansal durumunu gösterecek şekilde hazırlanır ve kamuya açıklanır.
- 3.1.1. Periyodik mali tablolar ve dipnotları mevcut mevzuat ve uluslararası muhasebe standartları çerçevesinde hazırlanır ve uygulanan muhasebe politikaları mali tablo dipnotlarında yer alır.

- 3.1.2. Periyodik mali tablolar mevcut mevzuat ve uluslararası muhasebe standartları çerçevesinde, bağımsız denetim raporunda yer alan hususlar doğrultusunda düzeltilir.
- 3.1.3. Periyodik mali tablo dipnotları şirketin; şarta bağlı olanlar dahil, tüm önemli bilanço dışı işlemlerini, yükümlülükleri ile gelecekteki finansal durumunda etki yaratabilecek faaliyet sonuçlarını, likiditesini, yatırım harcamalarını, yatırım kaynaklarını ve gelir-gider kalemlerini etkileyebilecek konsolidasyon kapsamında olmayan diğer gerçek ve tüzel kişilerle olan ilişkilerini içerir.
- 3.1.4. Periyodik mali tablolar, şirket çalışanlarının, şirketin hisse senetlerinin edindirilmesi için geliştirilmiş hisse senedi bazlı ve/veya diğer sermaye piyasası araçları bazlı tüm teşvik sistemleri hakkında bilgi içerir.
- 3.1.5. Halka açık aracı kurumlar ve bankalar, bağımsız denetimden geçmiş periyodik mali tablolarının dipnotlarında, ilgili mevzuat uyarınca yapılması gereken standart açıklama ile birlikte, sermaye yeterliliği yükümlülüklerinin yorumuna ve özet bir bilgiye yer verir. Aracı kurumlar ve bankalar, ayrıca bağımsız denetimden geçmiş yıllık ve ara dönem sermaye yeterliliği tabloları ile söz konusu tablolara ilişkin bağımsız denetim kuruluşu görüşüne kendi internet sitesinde yer verir.
- 3.2.** Faaliyet raporu, kamuoyunun şirketin faaliyetleri hakkında her türlü bilgiye ulaşmasını sağlayacak ayrıntıda hazırlanır.
- 3.2.1. Yıllık faaliyet raporu, şirketin yönetim kurulu üyeleri, icra başkanı/genel müdür ile periyodik mali tablo ve raporların hazırlanmasından sorumlu

bölüm başkanı veya bu sorumluluğu üstlenmiş görevli ile yönetim kurulunca bir iş bölümü yapılmış ise periyodik mali tablo ve raporların hazırlanmasından sorumlu yönetim kurulu üyesi/üyeleri tarafından imzalanır ve periyodik mali tabloların şirketin finansal durumunu tam olarak yansıttığına ve şirketin mevzuata tam olarak uyduğuna dair beyanları faaliyet raporunda yer alır. Bu kişilerden herhangi birinin yıllık faaliyet raporunda yer alan bilgilerle ilgili farklı görüşte olması halinde, itiraz ettiği hususlar yazılı olarak faaliyet raporunda ayrıca yer alır.

3.2.2. Yıllık faaliyet raporu, mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, asgari

aşağıda yer alan konuları içerir;

a- Faaliyet konusu,

b- Sektör hakkında bilgi ve şirketin sektör içindeki yeri,

c- Finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin yönetimin analiz ve değerlendirmesi, planlanan faaliyetlerin gerçekleşme derecesi; belirlenen stratejik hedefler karşısında şirketin durumu,

d- İç kontrol sistemi ile bu sistemin sağlıklı olarak işleyip işlemediğine ilişkin yönetim kurulu beyanı,

e- Bağımsız denetim kuruluşunun şirketin iç kontrol sistemi ile ilgili görüşü,

f- Derecelendirme kuruluşunun değerlendirmesi,

g- Faaliyetlerle ilgili öngörülebilir risklere ilişkin detaylı açıklama,

h- Son bir yıl içinde grup içi şirketler ve diğer ilişkili kişi ve kurumlarla yapılan önemli tutardaki işlemlerin analizi,

i- Yönetim Kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve şirket sermayesinin

doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahiplerinin, sermayesinin %5'inden fazlasına sahip olduğu veya bu orana bağlı kalmaksızın, yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu veya yönetiminde etkisinin olduğu şirketlerle, şirket arasındaki ticari ve ticari olmayan iş ve işlemler,

j- Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin; özgeçmişleri, görev ve sorumlulukları, şirket dışında yürüttükleri görevler ve münhasıran bu konuda şirketçe belirlenen kurallara uyulup uyulmadığı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlık beyanı, ödenen bireysel ücret, ikramiye, diğer menfaatler⁵ ve bunların belirlenmesindeki kriterler ile kurumsal yönetim komitesi tarafından yapılan performans değerlendirmesi, şirket sermayesinde pay oran ve tutarları, söz konusu kişiler ve şirket arasında yapılan işlemler, ellerinde bulunan şirkete ait sermaye piyasası araçları, şirketin faaliyetleri ile ilgili olarak haklarında açılan davalar,

k- Organizasyon, sermaye, ortaklık yapısı ve yönetim yapısı değişiklikleri,

l- Şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahibi/sahipleri, dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile gösteren ortaklık yapısı tablosu,

m-Varsa mevzuat hükümlerine aykırı uygulamalar nedeni ile alınan

⁵ Yapılan ödemeler maaş, ikramiye, diğer düzenli ve arızı ödemeler gibi nakdi, hisse senetleri, hisse senetlerine dayalı türev ürünler, çalışanları hisse senedi edindirme planları kapsamında verilen hisse alım opsiyonları, mülkiyeti verilen ve/veya kullanım için tahsis edilen ev, otomobil gibi gayri nakdi olarak yapılan ödemeler ve sağlanan tüm menfaatleri kapsar. Bu bilgiler yöneticinin ismi/ unvan, görevi, kıdemi ve kendisine yapılan ödemenin toplam tutarını gösterir bir tablo halinde kamuya açıklanır.

- cezalar ve gerekçesine ilişkin açıklama,
- n- Şirket faaliyetlerini önemli derecede etkileyebilecek mevzuat değişiklikleri,
- o- Şirket aleyhine açılan önemli davalar ve olası sonuçları; kamu otoriteleri tarafından yapılan uyarı, ihtar veya verilen idari para cezası ve benzeri bilgiler,
- p- Kar dağıtım politikası; kar dağıtımı yapılmayacaksa gerekçesi,
- r- Satışlar, verimlilik, piyasa payı, gelir yaratma kapasitesi, karlılık, borç/öz kaynak oranı ve benzeri konularda ileriye dönük beklentiler,
- s- Genel kurulların fonksiyonu, pay sahiplerinin sahip olduğu haklar ve bu hakların kullanılmasına ilişkin esasların açıklandığı metinlere ulaşım bilgileri,
- t- (07.02.2005 tarihli karar ile eklenen madde) Şirketin yatırım danışmanlığı, yatırım analizi ve derecelendirme gibi konularda hizmet aldığı kurumlarla arasında çıkan çıkar çatışmaları ve çıkar çatışmasını önlemek için şirketçe alınan tedbirler.

3.2.3. Yıllık faaliyet raporunda istatistiki bilgilere ve grafiklere yer verilir.

3.2.4. Periyodik mali tablo ve raporlarda, yeri geldikçe daha açıklayıcı olmak amacıyla, mevzuatın talep ettiği bilgilere ek açıklamalar getirilir.
(Tavsiye)

3.2.5. Yıllık faaliyet raporunda, çalışanların sosyal hakları, mesleki eğitim ve çevre korumasına ilişkin hususlara da yer verilebilir. (Tavsiye)

4. Bağımsız Denetimin İşlevi

4.1. Bağımsız denetim kuruluşları ve bu kuruluşlarda istihdam edilen denetim elemanlarının bağımsızlığı esastır. Bağımsızlık ilkesi; bağımsız denetim faaliyetlerinin, bağımsız denetçinin mesleki takdir ve tarafsızlığını zedeleyebilecek nitelikteki herhangi bir ilişki, çıkar veya etkiden etkilenmeksizin yürütülmesini ifade eder.

4.2. Bağımsız denetim kuruluşları belirli aralıklarla rotasyona tabi tutulur.

4.2.1. Şirket yönetim kurulu tarafından bir bağımsız denetim kuruluşu; sürekli ve/veya özel denetimlerde en çok 5 hesap dönemi için seçilir.

4.2.2. Şirketin aynı bağımsız denetim kuruluşu ile yeniden sürekli ve/veya özel denetim sözleşmesi imzalayabilmesi için en az 2 hesap döneminin geçmesi zorunludur.

4.3. Bağımsız denetim faaliyeti ile danışmanlık faaliyetleri birbirinden ayrılır.

4.3.1. Bağımsız denetim kuruluşları ve bu kuruluşlarda istihdam edilen denetim elemanları ile diğer personel bağımsız denetim hizmeti verdikleri şirketlere, bağımsız denetim hizmeti verdikleri dönemde, bedelli veya bedelsiz olarak danışmanlık hizmetleri veremezler.

4.3.2. Bağımsız denetim kuruluşunun yönetim veya sermaye bakımından doğrudan ya da dolaylı olarak hakim bulunduğu bir danışmanlık şirketi ve çalışanları, bağımsız denetim kuruluşunun hizmet verdiği şirkete, aynı dönem için danışmanlık hizmeti veremez. Bu kapsama, bağımsız denetim kuruluşunun gerçek kişi ortakları ve yöneticileri tarafından verilen danışmanlık hizmetleri de dahildir.

5. Ticari Sır Kavramı ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

5.1. Ticari sır niteliğindeki bilgilerin belirlenmesinde, şirketin şeffaflığı ile çıkarlarının korunması arasındaki denge gözetilir. (Tavsiye)

5.1.1. Ticari sır niteliğindeki bilgiler; mevcut durum itibarı ile veya potansiyel olarak ticari değeri olan, üçüncü şahıslar tarafından bilinmeyen, normal durumda erişilmesi mümkün olmayan, bilgi sahibinin gizliliğini korumayı hedeflediği bilgilerdir.

5.1.2. Şirketin ticari sırlarının güvenliği ve korunması esastır. Ancak menfaat sahiplerinin bilgi alma hakkının kullanılmasında, şirket doğruluk, dürüstlük ve iyi niyet kurallarına uymakla yükümlüdür.

5.2. İçerden öğrenilen bilgilerin kullanımının önlenmesi için gerekli her türlü tedbir alınır. Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgiye ulaşabilecek konumdaki yöneticilerin ve hizmet aldığı diğer kişi/kurumların listesini hazırlar ve bilgilendirme politikalarında yer alan esaslar çerçevesinde kamuya duyurur.

6. Kamuya Açıklanması Gereken Önemli Olay ve Gelişmeler

Aşağıda yer alan önemli durumlar, şirketin finansal durumuna ve faaliyet sonuçlarına olan etkisi ile birlikte derhal kamuya açıklanır:

- a- Şirket aleyhine ve/veya şirket tarafından önemli tutarlarda bir davanın açılması veya açılmış bir davanın karara bağlanması,
- b- Şirket faaliyetlerinin bir bölümü veya tamamının dışarıdan kişi veya kuruluşlarca yerine getirilmesi (faaliyet aktarımı) hususunda bir anlaşma yapılması,
- c- Alacakların önemli bir bölümünün tahsilinin şüpheli hale gelmesi,

- d- Ana şirkette, iştirak/bağlı şirketlerde ve müşterek yönetime sahip şirketlerde yönetim ve sermaye ilişkisi bakımından önemli değişiklik olması,
- e- Sermaye piyasası araçlarının kayda alınmasından sonra halka arzından önce kamuya açıklanmış olan bilgilerde bir değişiklik olması veya yeni bir gelişmenin ortaya çıkması,
- f- Şirketin son 5 işgünü içerisinde hisse fiyatında %25'ten fazla azalış veya artış olması,
- g- Şirketin öncelikli fiyat konularındaki değişiklikler,
- h- Bağımsız denetim şirketinin değişmesi veya görevden çekilmesi, bağımsız denetim sözleşmesinin feshi,
- i- Şirket özel durum açıklama formlarında veya diğer rapor ve belgelerde daha önce kamuya açıklanmamış esas sözleşme veya iç düzenleme değişiklikleri,
- j- Şirketin gelirlerinin oluşumunda önemli paya sahip bir müşteri ve/veya faaliyetlerinde önemli bir paya sahip olan tedarikçi ile olan iş ilişkisinin, bir önceki döneme göre önemli ölçüde azalması/artması veya sona ermesi,
- k- Bir yükümlülüğün ifa edilmemesi veya artmasına sebep olan ve şirket için önemlilik arz eden doğrudan veya şarta bağlı önemli yükümlülüklerle neden olan olaylar,
- l- Önemli tutarda, olağanüstü bir zararın veya karın ortaya çıkması ya da şirketin karlılığını veya zararını önemli ölçüde etkileyebilecek her türlü bilgi,
- m- Derecelendirme kuruluşunun şirket ve sermaye piyasası aracı ile ilgili

olarak verdiği derecelendirme notu ile buna ilişkin değişiklikler,

- n- şirketin ihraç ettiği menkul kıymetin işlem gördüğü borsanın kotasyon şartları karşısındaki durumunun değişmesi, kotasyon şartlarından birini yerine getirememesi veya borsa kotundan çıkarılması,
- o- şirketin finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirememesi, aciz halinde bulunduğunu gösteren emarelerin ortaya çıkması, borçlarının ertelenmesi veya yeniden yapılandırılması talebinde bulunması,
- p- şirketin konkordato talebinde bulunması, iflasının istenmesi veya mahkemenin şirketin iflasına karar vermesi, tasfiye sürecine girmesi,
- r- şirketin çağrıda bulunarak hisse senedi veya vekalet toplamaya karar vermesi; çağrıda bulunarak hisse senedi toplanması yükümlülüğünün ortaya çıkması ve bu konuda yapılacak işlemler.

**SPK KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN KAMUYU
AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK BÖLÜMÜNDEKİ İLKELER İLE
SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDA BU İLKELERE KARŞILIK
GELEN DÜZENLEMELER⁶**

1. KAMUNUN AYDINLATILMA ESASLARI VE ARAÇLARI

Konu Başlığı	İlke No	İlke	Mevzuattaki Yeri
Kamuya Açıklanacak Bilginin Niteliğine İlişkin Olarak	1.1	Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit biçimde kamunun kullanımına sunulur.	➤ Hisse Senetleri Tebliği, Md. 17, Md. 23 ➤ Muhasebe Standartları Tebliği (genel olarak) ➤ Özel Haller Tebliği, Md.10
Kamuyu Aydınlatmadan Sorumlu Yöneticiler	1.1.1	Kamunun aydınlatılmasında yapılacak bildirimlerden sorumlu ve imza yetkisine haiz iki yönetici bulunur. Bu yöneticiler denetimden sorumlu komite ve kurumsal yönetim komitesi ile yakın işbirliği içerisinde sorumluluklarını ifade ederler.	➤ Hisse Senetleri Tebliği, Md. 17, Md. 23 (kısmen) ➤ İzahname Standartları ➤ Bağımsız Denetim Tebliği, Md. 28/B ➤ Muhasebe Standartları Tebliği, Md. 55 ➤ Özel Haller Tebliği Md.10 (kısmen)
Kamuyu Aydınlatmadan Sorumlu Personel	1.1.2	Pay sahipleri ile ilişkiler biriminde çalışan bir personel münhasıran kamuyu aydınlatma ile ilgili her türlü hususu gözetmek ve izlemek üzere görevlendirilir. Ayrıca yatırımcılar, finansal analistler, basın mensupları ve benzeri kesimler bu birime yönlendirilir.	----
Gizlilik	1.1.3	Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklama öncesinde belirli yatırımcılara veya ilgili taraflara duyurulmaz. Faaliyetleri nedeniyle şirket ile ilgili gizli bilgilere erişebilecek durumda olan bağımsız denetim kuruluşu, danışmanlık hizmeti	➤ Özel Haller Tebliği, Md. 17 (kısmen)

⁶ İlkeler ve ilke numaraları olarak SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerindeki orijinal numara ve metinler kullanılmıştır.

		veren kişi ve kuruluşlar, derecelendirme kuruluşları, sendikalar gibi kurumlar bu kuralın istisnasını oluşturur. Bu durumda, bilgiye ulaşanlar, söz konusu bilgiyi ticari sır prensibi ve etik kurallar çerçevesinde gizli tutarlar.	
Muhasebe Politikaları ve Faaliyet Sonuçları	1.1.4	Şeffaflık ilkesine uygun olarak, uygulanan muhasebe politikaları ve faaliyet sonuçları gerçeğe uygun şekilde kamuya açıklanır.	➤ Muhasebe Standartları Tebliği, 19. Kısım ➤ Özel Haller Tebliği, Md. 5/e/13
Bilgilendirme Politikası	1.2	Kamunun aydınlatılması ile ilgili olarak bir bilgilendirme politikası oluşturulur ve kamuya açıklanır.	➤ Seri: VI No:11 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Md. 43 (sadece GYO'lara özgü olarak)
Sermaye Piyasası Araçlarının Değerine Etki Etme İhtimali Olan Gelişmeler	1.3	Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerine etki etme ihtimali bulunan gelişmeler mevzuat ile belirlenen süre içerisinde zaman geçirmeksizin kamuya duyurulur.	➤ Özel Haller Tebliği (bütün olarak)
Finansal Duruma ya da Faaliyetlere İlişkin Mevcut veya Potansiyel Değişiklikler	1.4	Şirketin finansal durumunda ve/veya faaliyetlerinde önemli bir değişiklik olması halinde veya yakın bir gelecekte önemli bir değişikliğin ortaya çıkmasının beklendiği durumlarda, ilgili düzenlemelerde yer alan hükümler saklı kalmak kaydıyla, kamuoyu bilgilendirilir.	➤ Özel Haller Tebliği, Md. 5/h/15, Md. 5/e/16
Kamuya Açıklama Tarihinden Sonra Ortaya Çıkan Gelişmeler	1.5	Şirketin kamuya yapmış olduğu açıklamalar ile ilgili olarak sonradan ortaya çıkan değişiklikler ve gelişmeler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulur.	➤ Özel Haller Tebliği, Md. 5/h/15, Md. 5/e/15, Md. 10 ➤ Hisse Senetleri Tebliği, Md. 25
“Uy” veya “Açıkla” İlkesi	1.6.	Yönetim kurulunun, bu İlkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığını, uygulanmıyor ise gerekçesini ve bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ilişkin bilgileri içeren tek taraflı irade beyanına ve varsa buna ilişkin uyum raporuna, yıllık faaliyet raporunda yer verilir ve kamuya açıklanır.	➤ SPK'nun 10.12.2004 tarih ve 48/1588 sayılı Kararı

Kar Dağıtım Politikası ile İlgili Şeffaflık	1.7.	Kar payı dağıtım politikası faaliyet raporunda yer alır ve bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklanır.	➤ Muhasebe Standartları Tebliği, Md. 57 (kısmen) ➤ SPK'nun 27.01.2006 tarih ve 4/67 sayılı Kararı (zorunluluk olarak değil)
Etik Kurallar	1.8	Oluşturulan etik kuralları bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklanır.	----
Yurtdışında Açıklanan Bilgilerin Duyurulması	1.9	Sermaye piyasası araçları yabancı borsalarda kote olan şirket, yurt dışında açıklamakla zorunlu tutulduğu bilgileri yurt içinde bir zorunluluk bulunmayan hallerde dahi, bu bilgilerin anlaşılmasını kolaylaştırıcı bilgilendirme notu ile birlikte, yurt dışı borsalar ile eşzamanlı olarak yurt içinde de kamuya açıklar.	➤ Özel Haller Tebliği, Md. 5/h/11, Md. 5/h/12, Md. 5/h/13
Açıklanan Geleceğe Yönelik Bilgilerin Dayanakları	1.10	Proforma mali tablolar ve raporlar dahil, kamuya yapılacak açıklamalarda yer alan geleceğe yönelik bilgiler, tahminlerin dayandığı gerekçeler ve istatistiki veriler ile birlikte açıklanır. Bilgiler, dayanağı olmayan abartılı öngörüler içeremez, yanıltıcı olamaz ve şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile ilişkilendirilir.	----
İnternet Sitesi	1.11	Kamunun aydınlatılmasında, şirkete ait internet sitesi aktif olarak kullanılır.	➤ Muhasebe Standartları Tebliği, Md. 711 (zorunlu bir husus olarak değil ve kısmen) ➤ SPK'nun 10.12.2004 tarih ve 48/1588 sayılı Kararı (tavsiye niteliğinde)
Diğer	1.12	Şirket, mevzuat gereği yapması gereken açıklamalarla sınırlı kalmayarak, pay sahipleri ile diğer menfaat sahiplerinin kararlarını etkileyebilecek her türlü önemli bilgiyi kamuya açıklar. (Tavsiye)	➤ Özel Haller Tebliği Md. 5/h/1

2. ŞİRKET İLE PAY SAHİPLERİ, YÖNETİM KURULU ÜYELERİ VE YÖNETİCİLER ARASINDAKİ İLİŞKİLERİN KAMUYA AÇIKLANMASI

Konu Başlığı	İlke No	İlke	Mevzuattaki Yeri
Mülkiyet ve Kontrol Konularında Şeffaflık	2.1	Mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, bir kişi veya grubun şirket sermayesinde veya oy haklarındaki payının şirketin sermayesinin veya oy haklarının %5, %10, %25, %33, %50 ve %66,67'sine ulaşması, aşması veya bu oranların altına inmesi durumları şirket tarafından öğrenildiği anda zaman geçirmeksizin kamuya açıklanır.	➤ Özel Haller Tebliği, Md. 5/a/1, Md. 5/a/2
Mülkiyet ve Kontrol Konularında Şeffaflık	2.2	Şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahibi/sahipleri dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile kamuya açıklanır. Şirketin ortaklık yapısı, sadece gerçek kişi pay sahiplerinin isimlerinin, pay miktarı ve oranları ile hangi grup paya sahip olduklarına ilişkin bilgilerin yer aldığı bir tablo haline getirilir ve bu tabloya faaliyet raporunda ve mali tablo dipnotlarında yer verilir.	➤ İzahname Standartları (kısmen)
Yapılan Alım Satım İşlemlerinde Şeffaflık	2.3	Yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve sermayenin doğrudan ya da dolaylı olarak %5'ine sahip olan pay sahipleri, şirketin sermaye piyasası araçları üzerinde yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklarlar.	➤ Özel Haller Tebliği, Md. 5/h/1 (kısmen)
Yapılan Alım Satım İşlemlerinde Şeffaflık	2.4	Şirketin Yönetim Kurulu üyeleri, yöneticiler ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahipleri; pay sahibi olduğu grup şirketleri ile grup şirketi olmamakla beraber, şirketin önemli miktarda ticari ilişki içerisinde bulunduğu şirketlerin sermaye piyasası araçlarında gerçekleştirdikleri alım ve satım işlemlerini derhal kamuya açıklarlar.	----
İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemlerde Şeffaflık	2.5	Yönetim Kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahiplerinin, sermayesinin %5'inden fazlasına sahip olduğu veya bu orana bağlı kalmaksızın, yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu veya yönetiminde etkisinin olduğu şirketlerle şirket arasındaki ticari ve ticari olmayan iş ve işlemler kamuya açıklanır.	➤ Muhasebe Standartları Tebliği, 21. Kısım (kısmen)

Oy Sözleşmeleri	2.6	Pay sahipleri, şirket yönetiminde etkinlik sağlamak için oy sözleşmeleri yapabilirler. Şirket bu amaçla imzalanmış oy sözleşmelerinin varlığının öğrenilmesi halinde konu hakkındaki bilgileri derhal kamuya açıklar.	➤ Özel Haller Tebliği, Md. 5/a/3
-----------------	-----	---	----------------------------------

3. KAMUNUN AYDINLATILMASINDA PERİYODİK MALİ TABLO VE RAPORLAR

Konu Başlığı	İlke No	İlke	Mevzuattaki Yeri
Mali Tablo ve Dipnotlarda Şeffaflık	3.1	Periyodik mali tablo ve mali tablo dipnotları, şirketin gerçek finansal durumunu gösterecek şekilde hazırlanır ve kamuya açıklanır.	➤ Muhasebe Standartları Tebliği (bütün olarak) ➤ SPK'nun mali tablo ve dipnot formatlarına ilişkin 10.12.2004 tarih ve 1604 sayılı Kararı
Faaliyet Raporlarında Şeffaflık	3.2	Faaliyet raporu, kamuoyunun şirketin faaliyetleri hakkında her türlü bilgiye ulaşmasını sağlayacak ayrıntıda hazırlanır.	➤ Muhasebe Standartları Tebliği, Md. 55, Md. 57

4. BAĞIMSIZ DENETİMİN İŞLEVİ

Konu Başlığı	İlke No	İlke	Mevzuattaki Yeri
Bağımsızlık İlkesi	4.1	Bağımsız denetim kuruluşları ve bu kuruluşlarda istihdam edilen denetim elemanlarının bağımsızlığı esastır. Bağımsızlık ilkesi; bağımsız denetim faaliyetlerinin, bağımsız denetçinin mesleki takdir ve tarafsızlığını zedeleyebilecek nitelikteki herhangi bir ilişki, çıkar veya etkiden etkilenmeksizin yürütülmesini ifade eder.	➤ Bağımsız Denetim Tebliği, Md. 10, Md. 11
Rotasyon	4.2	Bağımsız denetim kuruluşları belirli aralıklarla rotasyona tabi tutulur.	➤ Bağımsız Denetim Tebliği, Md. 24

⁷ Bu ilkeye göre faaliyet raporunda yer alması istenen asgari unsurların Muhasebe Standartları Tebliği'ndeki düzenleme ile ayrıntılı olarak karşılaştırılmasını içeren tablo EK/3'te yer almaktadır.

	4.2.1	Şirket yönetim kurulu tarafından bir bağımsız denetim kurulu; sürekli ve/veya özel denetimlerde en çok 5 hesap dönemi için seçilir.	➤ Bağımsız Denetim Tebliği, Md. 24
	4.2.2	Şirketin aynı bağımsız denetim kurulu ile yeniden sürekli ve/veya özel denetim sözleşmesi imzalayabilmesi için en az 2 hesap döneminin geçmesi zorunludur.	➤ Bağımsız Denetim Tebliği, Md. 24
Denetim ve Danışmanlık Faaliyetlerinin Ayrılması	4.3	Bağımsız denetim faaliyeti ile danışmanlık faaliyetleri birbirinden ayrılır.	➤ Bağımsız Denetim Tebliği, Md. 11
	4.3.1	Bağımsız denetim kuruluşları ve bu kuruluşlarda istihdam edilen denetim elemanları ile diğer personel bağımsız denetim hizmeti verdikleri şirketlere, bağımsız denetim hizmeti verdikleri dönemde, bedelli veya bedelsiz olarak danışmanlık hizmetleri veremezler.	➤ Bağımsız Denetim Tebliği, Md. 11
	4.3.2	Bağımsız denetim kuruluşunun yönetim veya sermaye bakımından doğrudan ya da dolaylı olarak hakim bulunduğu bir danışmanlık şirketi ve çalışanları, bağımsız denetim kuruluşunun hizmet verdiği şirkete, aynı dönem için danışmanlık hizmeti veremez. Bu kapsama, bağımsız denetim kuruluşunun gerçek kişi ortakları ve yöneticileri tarafından verilen danışmanlık hizmetleri de dahildir.	➤ Bağımsız Denetim Tebliği, Md. 11

5. TİCARİ SIR KAVRAMI VE İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ

No	İlke No	İlke	Mevzuattaki Yeri
Ticari Sır	5.1	Ticari sır niteliğindeki bilgilerin belirlenmesinde, şirketin şeffaflığı ile çıkarlarının korunması arasındaki denge gözetilir. (Tavsiye)	----
İçeriden Öğrenenlerin Ticareti	5.2	İçeriden öğrenilen bilgilerin kullanımının önlenmesi için gerekli her türlü tedbir alınır. Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgiye ulaşabilecek konumdaki yöneticilerin ve hizmet aldığı	➤ SPKn. Md. 47/A-1

		diğer kişi/kurumların listesini hazırlar ve bilgilendirme politikalarında yer alan esaslar çerçevesinde kamuya duyurur.	
--	--	---	--

6. KAMUYA AÇIKLANMASI GEREKEN ÖNEMLİ OLAY VE GELİŞMELER

No	İlke No	İlke	Mevzuattaki Yeri
Kamuya Açıklanması Gereken Önemli Olay ve Gelişmeler	---	Aşağıda yer alan önemli durumlar, şirketin finansal durumuna ve faaliyet sonuçlarına olan etkisi ile birlikte derhal kamuya açıklanır.	➤ Özel Haller Tebliği (bütün olarak)

FAALİYET RAPORUNDA YER ALAN ASGARİ UNSURLARIN KARŞILAŞTIRILMASI

	Kurumsal Yönetim İlkeleri	Muhasebe Standartları Tebliği
1	Faaliyet Konusu	
2	Sektör Hakkında Bilgi ve şirketin sektör içindeki yeri	Ortaklığın faaliyet gösterdiği sektör ve bu sektör hakkında bilgi (Md. 57/k)
3	Finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin yönetimin analizi ve değerlendirmesi, planlanan faaliyetlerin gerçekleşme derecesi, belirlenen stratejik hedefler karşısında şirketin durumu	➤ İşletmenin performansını etkileyen ana etmenler, işletmenin faaliyette bulunduğu çevrede meydana gelen önemli değişiklikler, işletmenin bu değişikliklere karşı uyguladığı politikalar, işletmenin performansını güçlendirmek için uyguladığı yatırım ve temettü politikası (Md. 57/b) ➤ İşletmenin finansman kaynakları ve risk yönetim politikaları (Md. 57/c) ➤ Ortaklığın gelişimi hakkında yapılan öngörüler (Md. 57/g) ➤ Yatırımlardaki gelişmeler, teşviklerden yararlanma durumu, yararlanılmışsa ne ölçüde gerçekleştirildiği (Md. 57/l) ➤ Ortaklığın mali yapısını iyileştirmek için alınması düşünülen önlemler (Md. 57/p)
4	İç kontrol sistemi ile bu sistemin sağlıklı olarak işleyip işlemediğine ilişkin yönetim kurulu beyanı	
5	Bağımsız denetim kuruluşunun iç kontrol sistemi ile ilgili görüşü	
6	Derecelendirme kuruluşunun değerlendirmesi	
7	Faaliyetlerle ilgili öngörülebilir risklere ilişkin detaylı açıklama	İşletmenin ... ve risk yönetim politikaları (Md. 57/c)
8	Son bir yıl içinde grup içi şirketler ve diğer ilgili kişi ve kurumlarla yapılan önemli tutardaki işlemlerin analizi	
9	Yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve şirket sermayesinin doğrudan dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahiplerinin, sermayenin %5'inden fazlasına sahip olduğu veya bu orana bağlı kalmaksızın, yönetim kontrolünü elinde	

	bulundurduğu veya yönetimin etkisinde olduğu şirketlerle, şirket arasındaki ticari ve ticari olmayan iş ve işlemler	
10	Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin özgeçmişleri, görev ve sorumlulukları, şirket dışında yürüttükleri görevler ve münhasıran bu konuda şirketçe belirlenen kurallara uyulup uyulmadığı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlık beyanı, ödenen bireysel ücret, ikramiye, diğer menfaatler ve bunların belirlenmesindeki kriterler ile kurumsal yönetim komitesi tarafından yapılan performans değerlendirmesi, şirket sermayesinde pay oran ve tutarları, sözkonusu kişiler ve şirket arasında yapılan işlemler, ellerinde bulunan şirkete ait sermaye piyasası araçları, şirketin faaliyetleri ile ilgili olarak haklarında açılan davalar	Üst yönetimde ... halen görev başında bulunanların adı, soyadı ve mesleki tecrübesi (Md. 57/q)
11	Organizasyon, sermaye, ortaklık yapısı ve yönetim yapısı değişiklikleri	➤ ... dönem içinde yönetim ve denetleme kurullarında görev alan başkan ve üyelerin, murahhas üyelerin ad ve soyadları, yetki sınırları, bu görevlerin süreleri (başlangıç ve bitiş tarihleriyle) (Md. 57/a) ➤ Üst yönetimde yıl içerisinde yapılan değişiklikler ve halen görev başında bulunanların adı, soyadı ve mesleki tecrübesi (Md. 57/q)
12	Şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahibi/sahipleri, dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak suretiyle ile gösteren ortaklık yapısı tablosu	
13	Varsa mevzuat hükümlerine aykırı uygulamalar nedeni ile alınan cezalar ve gerekçesine ilişkin açıklamalar	
14	Şirket faaliyetlerini önemli derecede etkileyebilecek mevzuat değişiklikleri	İşletmenin performansını etkileyen ana etmenler, işletmenin faaliyette bulunduğu çevrede meydana gelen değişiklikler, ... (Md. 57/b)
15	Şirket aleyhine açılan önemli davalar ve olası sonuçları, kamu otoriteleri tarafından yapılan uyarı, ihtar veya verilen idari para cezası ve benzeri bilgiler	
16	Kar dağıtım politikası, kar dağıtımı yapılmayacaksa gerekçesi	➤ ... işletmenin performansını güçlendirmek için uyguladığı yatırım ve temettü politikası (Md. 57/b) ➤ Vergiden sonraki karın tahsis yerleri, imtiyazlı ve intifa pay gruplarına dağıtım miktarı ve kar payının ödenme zamanları hakkında genel kurula yapılacak öneriler (Md. 57/s)
17	Satışlar, verimlilik, piyasa payı, gelir yaratma kapasitesi, karlılık, borç/özkaynak oranı ve benzeri konularda ileriye yönelik beklentiler	Ortaklığın gelişimi hakkında yapılan öngörüler (Md. 57/g)
18	Genel kurulların fonksiyonu, pay sahiplerinin sahip olduğu haklar ve bu hakların kullanılmasına ilişkin esasların açıklandığı metinlere ulaşım bilgileri	

19	Şirketin yatırım danışmanlığı, yatırım analizi ve derecelendirme gibi konularda hizmet aldığı kurumlarla arasında çıkan çıkar çatışmaları ve çıkar çatışmasını önlemek için şirketçe alınan tedbirler	
20	Tavsiye niteliğinde olmak üzere çalışanların sosyal hakları, mesleki eğitim ve çevre korunmasına ilişkin hususlar	Personel ve işçi hareketleri, toplu sözleşme uygulamaları, personel ve işçiye sağlanan hak ve menfaatler (Md. 57/s)
21		İşletmenin SPK'nun muhasebe standartları çerçevesinde mali tablolara alınmayan değerleri (Md. 57/d)
22		Mali tablolarda yer almayan ancak kullanıcılar için faydalı olabilecek diğer hususlar (Md. 57/e)
23		Hesap döneminin kapanmasından ilgili mali tabloların görüşüleceği genel kurul toplantı tarihine kadar geçen sürede meydana gelen önemli olaylar (Md. 57/f)
24		Yapılan araştırma ve geliştirme faaliyetleri (Md. 57/h)
25		Dönem içinde yapılan esas sözleşme değişiklikleri ve nedenleri (Md. 57/i)
26		Varsa çıkarılmış bulunan sermaye piyasası araçlarının niteliği ve tutarı (Md. 57/j)
27		İşletmenin üretim birimlerinin nitelikleri, kapasite kullanım oranları ve bunlardaki gelişmeler, genel kapasite kullanım oranı, faaliyet konusu mal ve hizmet üretimindeki gelişmeler, miktar, kalite, sürüm ve fiyatların geçmiş dönem rakamlarıyla karşılaştırılmasını içeren açıklamalar (Md. 57/m)
28		Faaliyet konusu mal ve hizmetlerin fiyatları, satış hasılatları, satış koşulları ve bunlarda yıl içinde görülen gelişmeler, randıman ve produktivite katsayılarındaki gelişmeler, geçmiş yıllara göre bunlardaki önemli değişikliklerin nedenleri (Md. 57/n)
29		Mali tablo ve bilgiler esas alınarak hesaplanan mali durum, karlılık ve borç ödeme durumlarına ilişkin temel rasyolar (Md. 57/o)

(*): Tablo hazırlanırken Muhasebe Standartları Tebliği'nin 57'nci maddesinde düzenlenen yıllık faaliyet raporlarında bulunması gereken asgari hususların, kurumsal yönetim ilkelerinde faaliyet raporlarında bulunması gereken asgari hususlardan hangilerine karşılık geldiği ayrıştırılmaya çalışılmıştır. Bu ayrıştırma yapılırken ilkede yer alan hususları kısmen de olsa kapsadığı düşünülen mevzuat hükümleri bu ilkelerin karşısına yazılmıştır.