

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME

KAMUYU AYDINLATMA VE FİRMA DEĞERİ; RUSYA
MENKUL KIYMETLER BORSASINDA BİR UYGULAMA

Doktora Tezi

Rashad TALİYEV

Ankara – 2011

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME

KAMUYU AYDINLATMA VE FİRMA DEĞERİ; RUSYA
MENKUL KIYMETLER BORSASINDA BİR UYGULAMA

Doktora Tezi

Rashad TALİYEV

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Orhan ÇELİK

Ankara – 2011

İÇİNDEKİLER

<i>İÇİNDEKİLER</i>	<i>i</i>
<i>TABLolar</i>	<i>iv</i>
<i>KISALTMALAR</i>	<i>v</i>
<i>GİRİŞ</i>	<i>1</i>

BÖLÜM I

MALİ PİYASALARDA KAMUYU AYDINLATMA

<i>I.1. KAMUYU AYDINLATMAYA İLİŞKİN KAVRAMLAR</i>	<i>4</i>
I.1.1. Bilgi	4
I.1.2. Etkinlik	7
I.1.3. Şeffaflık	9
I.1.4. Etik Değerler	11
I.1.5. Kurumsal Yönetim	12
<i>I.2. KAMUYU AYDINLATMA KAVRAMI</i>	<i>16</i>
I.2.1. Kamuyu Aydınlatmanın Tarihsel Gelişimi	17
I.2.2. Kamuyu Aydınlatmayı Etkileyen Faktörler	19
I.2.3. Kamuyu Aydınlatmanın Çeşitleri	21
I.2.4. Kamuyu Aydınlatma Kapsamında Açıklanacak Bilgiler	23
I.2.5. Kamuyu Aydınlatmada İlgili Taraflar.	25
I.2.6. Kamuyu Aydınlatmanın Önemi	26
I.2.7. Kamuyu Aydınlatmanın Yapılmadığı Zaman Ortaya Çıkan Suçlar	27

<i>I.3. KAMUYU AYDINLATMA, MUHASEBE VE BAĞIMSIZ DENETİM</i>	
<i>İlişkisi.....</i>	30
I.3.1. Kamuyu Aydınlatma ve Muhasebe	30
I.3.2. Kamuyu Aydınlatma ve Bağımsız Denetim	31

BÖLÜM II

RUSYA PİYASALARINDA KAMUYU AYDINLATMA ÇALIŞMALARI

<i>II.1. RUSYA MALİ PİYASALARININ TARİHSEL GELİŞİMİ.....</i>	35
II.1.1. Çarlık Rusyası ve SSCB Devri	35
II.1.2. SSCB Yıkılmasından Sonraki Dönem	36
<i>II.2. RUSYA MALİ PİYASALARI KURUMLARI.....</i>	49
II.2.1. Federal Mali Finansal Piyasalar Kurumu	49
II.2.2. Özdüzenleyici Kuruluşlar	49
II.2.3. Borsalar	50
<i>II.3. RUSYA MALİ PİYASALARI VE KAMUYU AYDINLATMA ÇALIŞMALARI</i>	
<i>.....</i>	56
II.3.1. Yatırımcı Haklarının Korunması	59
II.3.2. Yönetim Kurulu Yetkisi ve Bağımsız Yönetim.....	64
II.3.3. Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları ve Şeffaflık	65

BÖLÜM III

RUSYA MENKUL KIYMETLER PİYASASINDA BİR UYGULAMA

<i>III.1. ARAŞTIRMA AMACI VE KAPSAMI</i>	69
<i>III.2. ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR VE TEORİK TARTIŞMA</i>	69
III.2.1. Kamuyu Açıklama Endeksinin Ölçülmesi İlgili Yapılan Çalışmalar	75
<i>III.3. ARAŞTIRMANIN ALANI VE YÖNTEMİ.....</i>	79

III.3.1. Araştırma Nüfusuna Ait Bilgiler.....	79
III.3.2. Verilerin Toplanması ve Değerlendirilmesi	80
III.4. AÇIKLANAN BİLGİ DEĞERLENDİRME FORMU	80
III.5. KAMUYU AÇIKLAMA ENDEKSİNİN (KAE) HESAPLANMASI.....	83
III.6. FIRMA DEĞERİNİN HESAPLANMASINDA KULLANILAN VERİLER	
.....	84
III.6.1. Tobin q Oranı	85
III.6.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	87
III.6.3. Diğer Firma Göstergeleri.....	88
III.7. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI	92
III.8. ARAŞTIRMA BULGULARI VE DEĞERLENDİRİLMESİ	93
III.8.1. Kamuyu Aydınlatma Endeksine Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	93
III.8.2. Çoklu Regresyon Modeli.....	96
III.8.3. Çoklu Regresyon Modelinin Açıklayıcılığının Test Edilmesi	103
SONUÇ	105
KAYNAKÇA.....	107
EKLER	131
ÖZET	139
ABSTRACT	140

TABLÖLAR

TABLO 1. Kamuyu Aydınlatmayı Etkileyen İç ve Dış Faktörler	20
TABLO 2. MİCEX’te En Fazla Kapitalizasyona Sahip Şirketlerin Listesi	48
TABLO 3. 2008 yılı KAE’i En Yüksek Şirketler	94
TABLO 4. 2009 yılı KAE’i En Yüksek Şirketler	94
TABLO 5. 2008 Yılı KAE’i En Düşük Şirketler	95
TABLO 6. 2009 Yılı KAE’i En Düşük Şirketler	95
TABLO 7. Değişkenler arası Korelasyon Tablosu (2009)	97
TABLO 8. Değişkenler arası Korelasyon Tablosu (2008)	98
TABLO 9. Regresyon Analizi Sonucu (2009)	99
TABLO 10. Düzeltilmiş Regresyon Analizi Sonuç Tablosu (2009)	100
TABLO 11. Regresyon Analizi Sonucu (2008)	101
TABLO 12. Düzeltilmiş Regresyon Analizi Sonuç Tablosu (2008)	102

KISALTMALAR

ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
FCSM:	Federal Comittee Stock Markets
FFMS:	Federal Financial Markets Service
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAE:	Kamuyu Aydınlatma Endeksi
MICEX:	Moscow Interbank Currensy Exchange
NAMEX:	National Merchantile Exchange
NASDAQ:	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NAUFOR:	Ulusal Menkul Kıymetler Piyasaları Kurumları Birliği
NSMA:	Ulusal Menkul Kıymetler Piyasaları Birliği
NYSE:	New York Stock Exchange
OECD:	Organization for Economic Co-operation and Development
PARTAD:	Profesyonel Mutabakat, Takas ve Saklama Birliği
PAUFOR:	Menkul Kymetler Piyasa Katılımcıları Profesyonel Birliği
RTS:	Russian Trading System
S&P:	Standard and Poors
SKRIN:	Comprehensive Information and News Disclosure System
SPCEX:	Sankt Petersburg Currency Exchange
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
SSCB:	Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
UMS:	Uluslararası Muhasebe Standartları

GİRİŞ

Ülke ve firmaların yatırım yapmak için sürekli ihtiyaç duydukları sermaye, teknolojik gelişmelerin yardımıyla hem ülke içinden hem de ülke dışından sağlanabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere sermaye çekmenin en önemli yolu daha uygun ve güvenli yatırım ortamı yaratmaktan geçmektedir. Böyle bir ortam da ülke içinde kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma çalışmaları sonucu daha etkin hale gelmiş finansal piyasaların varlığıyla mümkün olmaktadır.

Yatırımcı haklarının etkin bir şekilde korunmadığı bir yatırım ortamında, yatırımcılar ya yatırım yapmaktan vazgeçmekte, yada aldıkları riskten dolayı daha fazla prim talep etmektedirler. Bu da hem sermaye yetersizliğine, hem de sermaye maliyetinin yükselmesine yol açmaktadır.

Sermaye yetersizliği ve yüksek sermaye maliyeti, şirketlerin rekabet gücünü azaltmakta ve ekonomik gelişmeyi kötü yönde etkilemektedir. Dolayısıyla kurumsal yönetim uygulamaları hem ekonomik etkinlik, hem de firmaların ve ekonominin büyümesi için hayati önem taşımaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerden biri olan Rusya Federasyonu'nun gelişmesi için sermayeye önemli ölçüde ihtiyacı vardır. Bu sermayenin yurtdışından ve ucuz maliyetlerle çekebilmek için güvenli bir yatırım ortamı yaratılması zorunludur. Bu nedenle kamuyu aydınlatma, yatırımcı haklarının korunması ve kurumsal yönetim alanında son yıllarda önemli çalışmalar yapılmıştır. Bu gelişmelere çalışmanın ilerleyen kısımlarında ayrıntılı olarak yer verilmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde kamuyu aydınlatmayla ilgili teorik bilgilere yer verilmektedir. Kamuyu aydınlatmayla ilgili kavramlar, kamuyu aydınlatmayı etkileyen faktörler, kamuyu aydınlatma ve muhasebe ve bağımsız denetim arasındaki ilişkiler anlatılmaktadır.

İkinci bölümde Rusya mali piyasalarının kurulma ve gelişme aşamaları, karşılaştıkları sorunlar ve gelinen son durum anlatılmaktadır. Rusya Menkul Kıymet Borsaları ve mali sistem içinde yer alan diğer kurumlar anlatılmaktadır. .

Üçüncü bölümde Rusya’da menkul kıymet borsalarında 2008 – 2009 yıllarında işlem gören 92 şirket üzerinde yapılan bir ampirik çalışmayla şirketlerinin Kamuyu Açıklama Endeksi (KAE) hesaplanmakta ve bu endeksle şirket değeri arasındaki ilişki incelenmektedir.

BÖLÜM I

MALİ PİYASALARDA KAMUYU AYDINLATMA

Kaynakların etkin bir biçimde dağılımını sağlama görevi mali piyasalar tarafından sağlanmaktadır. Bu görev yeterince yerine getirilemediği zaman fonlar sermayeye ihtiyaç duyan birey ve firmalara etkin bir biçimde yönlendirilememekte, bunun da sonucu olarak ekonominin etkin bir şekilde çalışması engellenmektedir.

Mali sistemin etkin bir şekilde çalışması için ise en önemli unsur piyasalara duyulan güvendir. Kamuoyunda güven unsurunun arttırılması için harcanılan çabalar üç temel fonksiyonu gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır (Altıntaş, 1989: 23)

-Koruyucu Fonksiyon: Bilgi ve belgelerin eşit olarak elde edilmesini sağlamakla taraflar arasındaki avantaj ve dezavantajı en aza indirerek yatırımcıları koruma fonksiyonu.

-Caydırıcı Fonksiyon: Fırsat eşitliği yaratmak amacı ile meydana gelebilecek olumsuz bir öncelik hakkının önlenmesi amacıyla aykırı uygulama başlamadan caydırma fonksiyonu.

-Bilgilendirme Fonksiyonu: Yatırımcının ihtiyaç duyduğu bilgilerin düzenli bir şekilde akışını sağlayarak gerekli kararların alınmasına katkıda bulunmak.

Bu güven unsuru da kurumsal yönetim ve özellikle kamuyu aydınlatma çalışmaları ile mümkün olmaktadır.

I.1. KAMUYU AYDINLATMAYA İLİŞKİN KAVRAMLAR

Kamuyu aydınlatma kavramıyla yakından ilgili olan kavram ve teorileri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz. Bunlar bilgi, etkinlik şeffaflık, etik değerler, kurumsal yönetim kavramları, etkin piyasalar hipotezi, bilgi asimetrisi problemi ve vekalet – temsil problemidir.

I.1.1. Bilgi

Mali sistemlerde güven unsurunun sağlanabilmesi için bilginin eşit, zamanında, eksiksiz ve sürekli dağıtılması gerekmektedir.

Kamuya açıklanan bilgilerde genel olarak aşağıda belirtilen konuların olması gerekmektedir (Kepekçi, 1983: 59):

- Kamuya açıklanan bilgiler ihtiyaç duyulan önemli bilgiler olmalıdır.
- Bilgiler objektif, güvenilir ve tarafsız olmalıdır.
- Bilgiler kamunun anlayabileceği düzeyde olmalıdır.
- Bilgiler zamanlılık esasına uygun olarak açıklanmalı, yani geçerliliğini kaybetmemelidir.
- Açıklanan bilgilerin tutarlılık (consistency) ilkelerine bağlılığı esas olmalıdır.
- Kamuya açıklanan bilgilerin standart formda sunulması ve terminoloji birliğinin sağlanmış olması gereklidir.

Yukarıda belirtilen özelliklerden biri veya birkaçı olmadığı durumlarda, piyasalarda asimetrik bilgi ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi, herhangi bir mali sözleşmede, sözleşmenin taraflarından birisinin, diğer tarafa oranla daha az bilgi sahibi olmasıdır (Özer, 1999: 151). Aşağıdaki bölümde bilgi farklılığından dolayı ortaya çıkan bilgi asimetrisi problemi, vekalet temsil problemi, ahlaki çöküş problemleriyle ilgili konular anlatılmaktadır.

1.1.1.1. Bilgi Asimetrisi Problemi

Bu konuyla ilgili ilk çalışma 1970 yılında George A. Akerloff tarafından yapılmıştır. Literatürde ayrıca Lemons' problem olarak da anılmaktadır.

Tasarruf sahipleri genelde yapılacak olan yatırım veya projelerin değeri ve getirileri hakkında girişimcilerden daha az bilgiye sahip olmaktadır. Girişimciler de bazen sermaye bulabilmek için projelerin değerini daha fazla gösteren yatırımcıları yanlış yönlendirebilmektedirler. Bunun sonucu olarak da yatırımcılar, yatırım alternatiflerinin iyi ya da kötü olduğu konusunda yanlış kararlar verebilmektedirler. Böyle bir durumda tasarruf sahipleri “bilgi asimetrisi” problemi ile karşı karşıya kalmaktadırlar. (Healy ve Palepu, 2001: 408). Böylece piyasalarda Gresham kanununda¹ belirtilen duruma çok benzeyen, kötü yatırımların, iyi

¹ **Gresham yasası**, "kötü paranın iyi parayı kovması" yasasıdır. Bu yasaya göre, görece nominal değerleri aynı, fakat külçe değerleri farklı iki madeni paradan külçe değeri yüksek olan dolaşımdan çekilir. Böylelikle, külçe değeri küçük olan para -[Thomas Gresham](#) bu parayı *kötü para* olarak adlandırır-, külçe değeri yüksek olan parayı -yani *iyi parayı*- kovmuş olur. Yani sonuçta kötü para piyasada egemen hale gelecektir. Gresham Yasası'na ilişkin tipik örnek altın ve gümüş sikkelerin birlikte dolaşımda bulunması durumudur. Buna göre gümüş (kötü para), altını (iyi parayı) dolaşımdan çıkarmıştır. Gresham Yasası, [İngiltere](#)'de Kraliçe [I. Elizabeth](#)'in mali danışmanı Sir [Thomas Gresham](#)'ın (1519-1579) adıyla anılmaktadır.

yatırımları kovduğu bir piyasa mekanizması ortaya çıkabilmektedir (Akerlof, 1970: 490). Bu duruma yanlış – tersine seçim (adverse selection) problemi de denilmektedir.

Asimetrik bilgi probleminin olduğu bir piyasada ortaya çıkacak diğer bir sorun ise ahlaki çöküş (Moral Hazard) tehlikesidir. Ahlaki çöküş (Moral Hazard) sözleşmenin taraflarından birisinin, diğer taraf aleyhine sözleşmeden yararlanacak biçimde, davranışını değiştirmesi durumunda ortaya çıkan sorundur (Akerlof, 1970: 490).

1.1.1.2. Vekalet – Temsil Problemi

Taraflar arasındaki bilgi farklılığının yarattığı bir diğer sorun, vekalet problemidir. Bu konu ilk olarak Berle ve Means'in (1932) yılında yaptıkları çalışmayla gündeme gelmiş daha sonra Jensen ve Meckling (1976) yılında yaptıkları çalışmalarla bu konuya ilişkin bulgular ortaya koymuşlardır.

Yatırımcılar tarafından yönetim fonksiyonların uzman yöneticilere bırakmasıyla firma yönetimiyle firma sahipliği ayrılmış duruma gelmektedir. Bu durumda işletme içinde bir çok çıkar grubu arasında mücadele ortaya çıkmaktadır. Bu çıkar gruplarından yöneticiler, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin genellikle nakit akımı biçiminde algılanan firma hak dağıtımında, kendi önceliklerini yerine getirebilme mücadelesine girmelerinden kaynaklanan sorunlar Vekalet-Temsil Problemi (Agency Problem) olarak adlandırılmaktadır. (Turaboğlu, 2002: 7)

Bu durumu aşağıdaki örnekle de açıklayabiliriz. Firmanın önünde çok riskli, ama şirkete çok kazanç sağlayacak bir proje olduğı zaman yatırımcılar risk alarak bu yatırımı gerçekleştirmek istemelerine karşın başarısız olunması durumunda yöneticilerin yerlerini kaybetme korkusuyla bazen daha düşük gelirli projelere yöneldikleri görölmektedir. Böyle bir durumda, yöneticilerin yatırımı yapmama kararını alması, hissedarların firmaya değer kazandıracak bir fırsatı kaçırmasına neden olur. (Ross, Westerfield ve Jordan, 1998: 11)

Jensen ve Meckling (1976) vekalet maliyetlerini izleme maliyetleri (monitoring costs), tazmin edici – garanti sağlayıcı sözleşme maliyetleri (bonding costs) ve önlenemeyen kayıplar (residual costs) olarak sınıflandırmışlardır.

I.1.2. Etkinlik

Kamuyu aydınlatmayla ilgili diğerk bir kavram etkinliktir. Etkin bir menkul kıymet piyasasında şirket kendisi ve işleyişi ile ilgili bütün bilgileri fiyata yansıttığı için yatırımcı yanlış karar vermekten korunmaktadır. Şirkete ilişkin tüm bilgilerin hisse senedi fiyatlarına yansması, piyasanın fiyat belirleme mekanizmasına ve değerlendirme işlemlerine duyulan güveni arttırıcı bir etki sağlamaktadır (Macey Jonathan, 1991: 7).

Etkin bir piyasada çok sayıda aktif katılımcı bir biriyle rekabet halindedir ve elde ettikleri bilgileri kullanarak ilgilendikleri menkul kıymetlerin gelecekteki fiyatını tahmin etmeye çalışmaktadırlar.

Piyasalarda üç düzeyde etkinlikten bahsedilmektedir (Küçüksözen, 1995: 19):

Zayıf Formda Etkin Piyasalar: Geçmişe ait bütün bilgilerin menkul kıymet fiyatına yansıdığı piyasalar zayıf düzeyde etkin piyasalardır. Bu nedenle geçmişe ait fiyat hareketlerini inceleyerek belirli dönemsel tekrarları saptamaya çalışmak, gelecekteki fiyatları belirlemek açısından hiçbir anlam ifade etmemektedir.

Yarı Güçlü Formda Etkin Piyasalar: Bu piyasalarda kamuya açık tüm bilgilerin menkul kıymet fiyatlarına yansımış olduğu görüşü hakimdir. Zayıf düzeyde etkin piyasalara göre burada daha geniş bir bilgi kümesi vardır. Bu küme, sermaye pazarına ilişkin yayınlar yapan günlük, haftalık veya aylık gazete ve dergilerden, yatırım uzmanlarının değerlendirmelerinden ve şirket haberlerinden oluşmaktadır (Kıyılar, 1997: 40).

Güçlü Formda Etkin Piyasalar: Bu piyasalarda menkul kıymetle ilgili kamuya açık ve kamuya açık olmayan her türlü bilgi hisse senedi fiyatına yansımaktadır.

Kamuya açık olmayan bilgilere ulaşabilecek durumda olanlar ise, içeridekiler yani, şirketin büyük pay sahipleri ve yöneticilerdir. Ancak böyle bir piyasada, şirket ile ilgili özel bilgilere sahip olan içeridekilerin dahi bu bilgilerden yararlanarak olağanüstü getiri sağlamaları mümkün değildir, çünkü bu bilgiler de menkul kıymet fiyatlarına yansıdığı için hiçbir değer taşımamaktadır (Yanlı, 2005: 170).

Etkin piyasa kuramına göre varsayılan piyasa özellikleri ise şunlardır;

- Piyasaya çok sayıda katılan vardır ve bunlardan hiçbirisi piyasayı etkileyebilecek bir paya sahip değildir.
- Piyasadaki menkul kıymetlerle ilgili bilgiler tam, doğru ve kolaylıkla düşük bir maliyetle elde edilir.
- Yatırımcılar elde ettikleri bilgileri doğru bir şekilde kullanırlar.

- Piyasalarda likidite yüksek, alım-satım giderleri düşüktür. Böylece fiyatlar genel değişimlere kolaylıkla uyum sağlar.
- Piyasaların kurumsal yapısı gelişmiştir.

Genel olarak sermaye piyasalarının yarı güçlü ve zayıf derecede etkin olduğu kabul edilmektedir. Güçlü etkin piyasa özelliklerine çok nadir rastlanmaktadır (Özer, 1996: 41).

I.1.3. Şeffaflık

Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma, birbirini karşılıklı olarak etkileyen kavramlardır. Şeffaflık yatırımcı güveninin artırılmas için en önemli rol oynayan unsurlardan biridir. Yüksek güven ise, güçlü bir piyasasının oluşumu ve gelişimi için bir ihtiyaçtır. Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma, başarılı kurumsal yönetimin özelliklerinden biridir ve doğrudan muhasebe uygulamaları ile ilişkilidir (Aktaş, Doğanay, 2007: 3).

Şeffaflıkla ilgili birçok tanım yapılmıştır. Aşağıda bazı tanımlar sıralanmıştır.

Şeffaflık ve Sorumluluk Çalışma Grubu tarafından hazırlanan raporda şeffaflık “mevcut durum, karar ve faaliyetler hakkındaki bilginin ulaşılabilir, somut ve anlaşılır olması süreci” olarak tanımlanmıştır.

Diğer bir tanımda ise şeffaflık; kredilerin yatırımcılarca kullanımı, kredi kullananların kredibilitesi, hükümetin kamu hizmetlerini sunumu (örneğin; eğitim, sağlık, para ve maliye politikaları vb.) ve uluslararası kuruluşların faaliyetleri hakkında doğru zamanlı ve güvenilir ekonomik, sosyal ve politik bilginin artan

biçimde akışının sağlanması olarak tanımlanmaktadır (Vishwanath ve Kaufmann, 1999).

Florini tarafından yapılan tanımlamaya göre ise şeffaflık “kuruluşlarca, kendilerinin değerlendirilmelerine yönelik bilginin serbest bırakılması” olarak tanımlanmıştır (Florini, 1999).

Özellikle sermaye piyasası düzenleyici kurumlar tarafından açıklanması zorunlu bilgilerin formatı belirlendikçe, şirketlerin şeffaflık derecesi artmaktadır.

Bushman vb, 45 ülkenin kurumsal şeffaflık uygulamalarını araştırmış ve kurumsal şeffaflığın ülkelerin yasal rejiminin ve ekonomisinin bir fonksiyonu olduğu sonucuna varmışlardır (Bushman, Smith, 2003: 73).

Ayrıca araştırmacılar, şeffaflığın, sermaye maliyeti üzerindeki düşürücü etkisini destekleyen çalışmalar yapmışlardır (Diamand, Verrecchia, 1991).

Şeffaflığın en önemli dezavantajı, rekabetçi ortamı etkilemesidir (Perotti, Thadden, 2000). Eğer şirket ile ilgili iyi bir bilgi şirketin sağlamlığı ve gücü ile ilgili ise, şirketler bu bilgileri açıklayarak görünüşlerini daha güçlü hale getirmek isteyeceklerdir, fakat şirketler bulundukları pazar ile ilgili iyi bir bilgiyi açıklamak istemeyeceklerdir, zira rakip şirketler bu bilgi doğrultusunda pazara girebileceklerdir. (Perotti, Thadden, 2000: 4). Şirketlerin kötü haberlere dair açıklamalarına hisse senedi fiyatının tepkisi, iyi haberlere dair açıklamalardan daha güçlü olmaktadır. (Skinner, 1994). Yöneticilerin, şirket ile ilgili geleceğe yönelik tahminler yaparken genel açıklamalarda bulunmaları daha doğru olacaktır (Poroy, 2008: 28).

I.1.4. Etik Değerler

Kamuyu aydınlatma ilgili diğer bir kavram da etik değerler kavramıdır. Etik değerler uyulmaması durumunda yaptırımla karşılaşılacak mesleki kurallardır. Türk Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği üyelerinin sermaye piyasası faaliyetlerini yürütürken uyacakları meslek kuralları yönetmeliğine göre kurumlar (Cezairli, 2002):

- Dürüst ve adil davranma ilkesi,
- Mesleki özen ve titizlik ilkesi,
- Saydamlık ilkesi,
- Kaynakların etkin kullanılma ilkesi,
- Rekabet ve toplumsal yararı gözetme ilkesi,
- Kara paranın aklanması ile mücadele ilkeleri çerçevesinde hareket etmek zorundadır.

Borsanın derinleşmesinde, hacmin artmasında etik değerler konusu kilit bir rol almaktadır ve sermaye piyasalarında etik değerlerin gelişmişlik düzeyi o piyasadaki teknolojik gelişim kadar önem kazanmaktadır.

Sermaye piyasalarında etik değerlerin yerleştirilmesi ve otokontrol mekanizmasının kurulmasında çalışanların çabası yanında yatırımcı ilgisine de ihtiyaç duyulmaktadır. Daha ilgili ve bilgili yatırımcı kitlesinin oluşturulması piyasadaki otokontrol mekanizmasını da kendiliğinden kuvvetlendirecektir (Cezairli, 2002).

I.1.5. Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetimin uygulanmadığı bir işletmede kamuyu aydınlatma ve şeffaflıkla ilgili konulardan bahsedilemez. Bushman ve Smith kurumsal yönetimin iki amacını şu şekilde ifade etmektedir (Bushman, Smith, 2003: 65):

- Kurumsal yönetim, yöneticilerin ve büyük pay sahiplerinin küçük pay sahiplerini yatırımlarının değeri konusunda aldatmalarını engelleyerek şirketin değeri konusunda güvenilir bilgiye sahip olmalarını sağlar
- Yöneticileri bireysel amaçlarını gerçekleştirmeye çalışmak yerine şirketin değerini maksimize etmek konusunda motive eder.

Kurumsal yönetim, eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri üzerine kurulmuştur. Kurumsal yönetim ilkelerinden şeffaflık ilkesi, şirketle ilgili olarak ticari sırlar dışında kalan tüm mali ve mali olmayan bilgilerin zamanında, doğru, anlaşılabilir, kapsamlı ve kolayca analiz edilebilir bir biçimde sunulmasını ifade etmektedir.

Başarılı kurumsal yönetim anlayışı, özel sektörün dolayısıyla şirketlerin performanslarını olumlu yönde etkileyerek; ekonomik kalkınmaya yardımcı olmaktadır (Stone, Hurley, & Khemani, 1998; 2). Kurumsal yönetim aynı zamanda şirketin hedeflerinin belirlendiği yapıyı ortaya koymakta ve bu hedeflere ulaşmanın ve performans denetiminin araçlarını belirlemektedir (Uyar, 2004; 158).

OECD'nin "Kurumsal Yönetim İlkeleri" kurumsal yönetimin nasıl uygulanabileceğini açıklamaktadır. Bu ilkeler bir referans oluşturmaları amacı taşımaktadırlar zorunlu nitelikte değildirler. Bu ilkeler, ülkelerin özelliklerine göre ülkeler tarafından belirlenebilmektedirler. OECD'nin belirlediği ilkeler çerçevesinde

- Şirket finansal performansını gösteren bilgilerin doğru olarak zamanında kamuya açıklanmasını sağlayacak düzenlemeler getirilmelidir.
- Muhasebe standartları da dahil olmak üzere kamuya açıklanan bilgiler anlaşılır, tutarlı ve karşılaştırmalı şekilde düzenlenmelidir.
- Kurum yönetimini kontrol eden paylar ve özel haklara sahip hisseler de dahil olmak üzere ortaklık yapısının kamuya açıklanması sağlanmalıdır.
- Yeni bilgi teknolojilerine paralel olarak, kamuyu aydınlatma teknikleri ve formatları geliştirilmelidir.

Kurumsal yönetimi dar anlamda firma yöneticileri ile hissedarlar arasındaki ilişkiler bütünü; geniş anlamda ise, firma yöneticileri ile hissedarlar, kredi verenler, çalışanlar, müşteriler, tedarik kaynakları, rakipler ve diğer kurumlar gibi çıkar grupları arasındaki ilişkilerin kanunlara, yönetmeliklere, tüzüklere ve ekonomik uygulamalara göre tanımlanması veya belirlenmesi olarak ifade etmek mümkündür.

Kurumsal yönetim ilkeleri bazı ülkelerde yasalaştırılarak uygulanması zorunlu düzenlemeler içerisinde yer alırken, bazı ülkelerde yayınlanan bu ilkeler uygulanması gönüllülük esasına dayandırılmıştır. Kurumsal yönetim yaklaşımlarında ülkeler için tek bir model yoktur, ama tüm kurumsal yönetim modellerinde eşitlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik, adaletlilik ve sorumluluk kavramlarının bulunması gerekmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Temmuz 2003 tarihinde yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri dört bölümden oluşmaktadır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2003):

Pay Sahipleri; Bu bölümde, pay sahiplerinin hakları ve eşit işlem görmeleri ile ilgili düzenlemeler yer almaktadır. Pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkına, genel kurula katılım ve oy verme hakkına, kar payı alma hakkına ve azınlık haklarına yer verilirken, pay sahipliğine ilişkin kayıtların sağlıklı olarak tutulması ve payların serbestçe devri ve satışı konuları ile pay sahiplerine eşit işlem ilkesi ele alınmaktadır.

Kamunun Aydınlatılması ve Şeffaflık: Bu kısımda ise, işletme sahiplerini bilgilendirme politikaları ve kamuyu aydınlatmaya yönelik prensipler belirlenmiştir. Buna ek olarak, periyodik mali tablo ve raporlarda yer alan bilgilerin standartlarıyla ilgili konular da incelenmektedir.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi şirketin hak ve yararlarını gözeterek şekilde pay ve menfaat sahiplerine zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle, kolay erişebilir bilgilerin sunulmasını içermektedir. Yalnız bu bilgilerin işletmeler için ticari sır kapsamında olmaması gerekir.

Menfaat Sahipleri: Menfaat sahibi; işletmenin hedeflerine ulaşmasında ve faaliyetlerinde herhangi bir ilgisi olan bir kimse veya çıkar grubu olarak tanımlanmıştır. Menfaat sahipleri, pay sahiplerini de içine alırken, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları, çeşitli sivil toplum kuruluşlarını, devleti ve hatta potansiyel yatırımcıları içermektedir. İşletme ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler bu bölümde incelenmiştir.

Yönetim Kurulu: Yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri oluşumu ve yönetim kuruluna sağlanan mali haklar ve yönetim kurulunun faaliyetlerinde yardımcı olacak komite ve yöneticilere yönelik düzenlemelerdir.

1.2. KAMUYU AYDINLATMA KAVRAMI

Sermaye piyasalarında güven unsurunun sarsılmaması için yatırım yapanların hiçbir şekilde aldatılmaması gerekmektedir. Ama tarih boyunca yalandan bilgiler uydurularak hisse senetleri fiyatlarının yanlış oluşturulması sonucu şirketler tarafından hak etmedikleri gelirlerin elde edildiği görülmektedir. Sermaye piyasası gelişmiş ülkeler halka yanlış bilgi verilmesini önleyecek çareler aramış ve bunları önlemenin tek bir çaresi bulunmuştur: Açıklık, kamuyu aydınlatma (Karşı, 1989: 453)

Kamuyu aydınlatma kavramı için, Amerikan ve İngiliz hukukunda “disclosure”, Almanya ve İsviçre’de ise “Publizitaet” kelimesi kullanılmaktadır. Her iki kelimenin sözlük karşılıkları açıklıktır (Özer, 1997: 34).

Kamuyu aydınlatmayla ilgili birçok tanım bulunmaktadır. Aşağıda bunlardan bazıları ele alınmıştır.

Maliye hesap uzmanlar derneğinin tanımlamasına göre kamuyu aydınlatma ilkesi; mali piyasalarda, finansal araçlara yatırım yapanların kararlarını etkileyecek türdeki bilgilerin, zamanında ilgili kesimlere iletilmesini sağlamak üzere bilgi kaynağından kullanıcıya ulaşmasına kadar geçen dinamik süreci kapsayan, yatırımcıyı korumayı ve haksız kazanç teminini caydırmayı amaçlayan bilgi akış sistemlerinin tümüdür. (Maliye Hesap Uzmanlar Derneği, 1996: 477)

Prof Dr. Tekinalp; “Ortaklık, pay sahipleri ve alacaklıların menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden, gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanımlarını sağlayan özel ekonomik

gücün, milli iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan ilkelerin tümüdür” diye tanımlamıştır (Tekinalp, 1979: 13).

Tekinalp’in yaptığı tanımlamada kamuyu aydınlatma en geniş kapsamıyla ele alınmış, kamuyu aydınlatmanın amaç ve gerekliliği nedenleri ile belirtilmektedir.

Poroy şeffaflık üzerinde fazla durmuştur (Poroy, 1995). Özellikle anonim şirketlerde işletme ile ilgili tüm bilgilerin açık bir şekilde kamuya sunulması gerektiği belirtilmiştir. Ticari sır nitelikteki bilgiler hariç tutulmuştur.

Kamuyu aydınlatma genel olarak işletmeyle ilgili nicel ve nitel tüm bilgilerin bir rapor halinde kamuya sunulması olarak tanımlayabilmektedir.

Kamuyu aydınlatma, bilginin eş zamanda, belli standartlarda ve periyodik olarak sunumunu içeren kurallar bütünüdür. Kamuyu aydınlatma ilkesi ile eşit bilgi dağılımı, piyasa katılımcıları tarafından piyasaya duyulan güvenin tesis edilmesini esas alır. Yatırımcılar arasında eşit koşulların yaratılması ve güvenin sürekli kılınması gerekir. Bu ilkeler aynı zamanda piyasaların düzenli çalışması açısından etik kuralların da temel dayanağını oluşturur (Tezcanlı, 1996: 1-2).

I.2.1. Kamuyu Aydınlatmanın Tarihsel Gelişimi

Kamuyu aydınlatma kavramı ilk kez İngiltere’de ortaya çıkmıştır. Bu kavrama 1844 yılındaki Şirketler Kanununda ağırlıklı olarak yer verildiği belirtilmekteyse de Şirketler Kanunu’ndan önce de İngiltere’de kamuyu aydınlatma ile ilgili önemli gelişmeler yaşanmıştır (Çelen, 2001: 78).

Fransa’da 1673 yılında oluşturulan Ticaret yasasıyla (Code Of Commerce) ise, işletmelerin en az iki yıl arayla bilanço çıkarması zorunlu hale getirilmiştir (Akdoğan, Aydın, 1987: 69).

Daha sonra 1720 yılında kabul edilen ve “Buble Act” kanunlarında da sahte ve usulsüz olarak düzenlenen sözleşmeler ve hisse sendi alım satımı ile uğraşan kişiler için sert hükümler getirilmiştir.

1844 tarihli Şirketler Kanunu, kamuyu aydınlatma kavramında bir başlangıç olarak kabul edilmiş ve kavramın ilk kez ağırlıklı olarak değinilmesi nedeniyle önemli sayılmaktadır. Ancak 1929 yılında yaşanan ekonomik kriz nedeniyle muhasebe uygulamalarında yaptırımlar artırılmış ve İngiltere’de çıkarılan Şirketler Kanunu’nda şirketlerin raporlama ile ilgili yükümlülükleri genişletilmiştir. Bu dönemin muhasebe tarihi açısından en önemli sonucu ise, muhasebe raporları ile bilgi sağlamada amaç yönetici ve kredi veren kuruluşlardan ziyade, yatırımcı ve/veya pay sahiplerine doğru yön değiştirmiştir (Özer, 1997: 70).

ABD’de ise sermaye piyasalarında 1933 yılına kadar “Mavi Gök Kanunları” isimli mevzuat yer almaktaydı, fakat bu mevzuatta kamuyu aydınlatmadan ziyade, tam tersine kamuya açıklama yapmama ilkesi geçerliydi (Çelen, 2001: 79).

Gizlilik dönemi olarak da adlandırılan bu yıllardan sonra 1929 yılında büyük krizin de ortaya çıkmasıyla yeni arayışlara gerek duyulmuştur. 1933 yılında ise, ABD’nin ilk federal kanunu olan Şirketler Kanunu kabul edilmiştir.

I.2.2. Kamuyu Aydınlatmayı Etkileyen Faktörler

Kamuyu aydınlatma bir çok faktörden etkilenmektedir. Gray 2005 yılında yayınlanan çalışmasında kamuyu aydınlatmayı etkileyen faktörleri, İşletme Büyüklüğü, Kaldıraç Gücü Etkisi, Karlılık, Hisse Senedi Sahipliği, Kurumsal Yönetim, Kurumsal Karmaşıklık ve Denetçi Tipi olarak açıklamıştır. (Gray, Morris, Yan Leung, 2006: 5)

İşletme büyüklüğünün kamuyu aydınlatma uygulamalarında ilk sırada yer aldığını ve büyük işletmelerin küçük işletmelerden daha fazla kamuyu aydınlatıcı bilgiler sunduğunu açıklamıştır.

Kaldıraç Gücü faktörünün kamuyu aydınlatma ile ilişkisini de gelişmiş ülkelerde bu kavramlar arasında pozitif ilişki bulunduğunu açıklamıştır. Fakat bazı çalışmalarda bu ilişkinin böylesine gelişmediğini bazı durumlarda da kamuyu aydınlatma ile firmaların kaldıraç gücü arasındaki ilişkinin negatif yönde olduğunu Eng ve Mak'ın 2003 yılındaki çalışmalarına dayandırılarak belirtmiştir.

İşletme karlılığı ile ilgili olarak da, karlı olan işletmelerin raporlarının güvenilirliğinin daha fazla olacağını ve bu işletmelerin daha fazla kamuyu aydınlatıcı bilgi sunacağı belirtilmiştir.

Çürük 2001 yılında yayınlamış olduğu çalışmasında kamuyu aydınlatmayı etkileyen faktörleri Çevreci Determinizm Teorisinin dayandığı çevresel faktörler ve Pozitif Muhasebe Teorisinin dayandığı şirketlerin kendilerine özel uygulamaları olarak tanımlamıştır. “Çevreci Determinizm teorisinde muhasebe sistemlerinin ve buna bağlı olarak kamuyu aydınlatmayı etkileyen en önemli faktör olan çevresel faktörler kendi içinde iç çevresel faktörler ve dış çevresel faktörler olmak üzere ikiye

ayrılır” (Çürük, 2001: 20). Aşağıdaki tabloda Çevreci determinizm teorisinde muhasebenin ve buna bağlı olarak kamuyu aydınlatma teorisini etkileyen iç ve dış faktörler gösterilmiştir.

Tablo 1. Kamuyu Aydınlatmayı Etkileyen İç ve Dış Faktörler

<i>İÇ ÇEVRE FAKTÖRLERİ</i>	<i>DIŞ ÇEVRE FAKTÖRLERİ</i>
<i>1- Ekonomi (Ekonomik yapı, ekonomik gelişme düzeyi, sermaye piyasaları)</i>	<i>1- Diğer ülkelerle olan politik ekonomik ve sömürge bağları</i>
<i>2- Politik sistem</i>	<i>2- Muhasebe firmalarının ve profesyonellerinin uluslar arası hareketleri</i>
<i>3- Yasal Düzen (Sistem)</i>	<i>3- Çok uluslu şirketler ve uluslar arası Ticaret</i>
<i>4- Eğitim</i>	<i>4- Bölgesel ve uluslararası uyum ve standardizasyon çalışmaları (AB direktifleri, IAS gibi)</i>
<i>5- Muhasebe meslek üyeleri</i>	
<i>6- Kültür</i>	

Kaynak: Turgut Çürük, “An Analysis of Factors Influencing Accounting Disclosure In Turkey”, İMKB, İstanbul, Ocak-2001, s.20

Tabloda İç faktörler; Ekonomik sistem, politik yapı, ekonomik gelişmişlik düzeyi, hukuki düzenlemeler, muhasebe mesleğinin eğitimi ve toplumun oluşmuş kültür düzeyi olarak sayılmıştır.

Dış faktörler ise, tarihte sömürge olmuş ülkelerin sömürgeci ülkelere etkilenmeleri, küreselleşme ile yayılan uluslararası işletmeler, uluslararası ve

bölgesel mesleki birliğin sağlanması amacıyla oluşturulan uluslararası veya bölgesel muhasebe standartları sayılmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde iç çevresel faktörler kamuyu aydınlatmayı ve muhasebe düzenini etkilerken, gelişmekte olan ülkelerde ise bu etki dış çevresel faktörler tarafından gerçekleşmektedir.

Cooke ve Wallace'ın (Cooke, Wallace, 1990: 102) belirttiği gibi “Gelişmekte olan ülkeler arasında görülen muhasebe prensipleri ve uygulamalarındaki farklar direkt olarak iç çevre faktörlerindeki farklarla ilişkili olmayabilir” diyerek yapmış oldukları çalışma sonucunda “Gelişmiş ülkelerin şirketlerinin finansal açıklama düzenlemeleri daha çok iç faktörlerce belirlenme eğilimindeyken, gelişmekte olan ülkelerin sistemleri ise daha çok dış çevre faktörlerinden etkilenmektedir”. Cooke ve Wallace ayrıca şunu belirtmektedir; “Bir ülkenin muhasebe profilinin hem iç hem dış çevresel faktörlerden etkilendiği doğrudur.

Yukarıdaki çalışmalarda da görüldüğü gibi kamuyu aydınlatmayı tek bir faktörün etkilediğini söylemek doğru değildir. Bir çok araştırmacı tarafından değişik faktörlerin belirtilmesine karşın genel olarak muhasebenin gelişmesini etkileyen faktörlerin aynı zamanda kamuyu aydınlatmayı da etkilediği söylenebilir.

I.2.3. Kamuyu Aydınlatmanın Çeşitleri

Kamuyu aydınlatma işletmelerin hazırlamış oldukları mali ve mali olmayan bilgileri içeren, belirli aralıklarla yayınlanan raporlar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. İşletmeler bu bilgi aktarımını iki şekilde gerçekleştirebilirler.

- Zorunlu olarak,
- Gönüllü olarak

Lev (Lev, 1990) zorunlu kamuyu açıklamayı en basit şekliyle “Temel bilgilere eşit olarak ulaşmayı sağlayan kurallar” olarak tanımlamıştır. Burada, zorunlu kamuyu aydınlatma ile bilgi, kullanıcıların tümüne eşit şartlarda ulaşma imkanı sağlayan ve yapılan düzenlemelerle belirlenmiş olan kurallar bütünü olarak belirlenmiştir.

Kamu adına düzenlemeler yapan otoritelerce, yasal olarak belirlenmiş olan bilgilerin işletme yöneticileri tarafından açıklanması zorunlu kamuyu aydınlatma olarak tanımlanabilmektedir (Çelik, 2002: 77).

Gönüllü kamuyu aydınlatma ise, işletmelerin yasal düzenlemelerin dışında muhasebe ile ilgili taraflara kararlarında yardımcı olacak bilgi sağlanması olarak ifade edilebilir (Durukan, 2003: 137).

Diğer bir tanımlamaya göre ise, gönüllü kamuyu aydınlatma – ihtiyaç fazlası açıklama- işletme yönetiminin, kullanıcılara karar vermelerinde ihtiyaç duydukları konu ile ilgili muhasebe ve diğer bilgilerin yıllık faaliyet raporlarında verilmesine ilişkin serbest tercihlerini göstermektedir diye açıklanmaktadır (Meek, Robert, Gray, 1995: 555).

Gönüllü kamuyu aydınlatmada işletmeler istedikleri bilgileri, istedikleri şekilde ve istedikleri miktarda açıklamakta serbest hareket edebildikleri halde, zorunlu kamuyu aydınlatmada açıklanacak bilgilerin sayısı, verilme zamanı ve sunulma şekliyle ilgili en ince ayrıntılara kadar belirlenmiştir.

I.2.4. Kamuyu Aydınlatma Kapsamında Açıklanacak Bilgiler

Kamuya açıklanacak bilgiler zamanında, eksiksiz, anlaşılabilir, doğru olarak açıklanmalıdır. Ayrıca bilgilere ulaşma maliyeti düşük olmalıdır ve herkes eşit olarak ulaşabilmelidir.

Aşağıda yer alan önemli durumlar, işletmenin mali durumuna ve faaliyet sonuçlarına olan etkisi ile birlikte derhal kamuya açıklanmalıdır.

- İşletme aleyhine ve/veya şirket tarafından önemli tutarlarda bir davanın açılması veya açılmış olan bir davanın karara bağlanması,
- İşletme faaliyetlerinin bir bölümü veya tamamının dışarıdan kişi veya kuruluşlarca yerine getirilmesi (faaliyet aktarımı) hususunda bir anlaşma yapılması,
- Alacakların önemli bir bölümünün tahsilinin şüpheli hale gelmesi,
- Ana işletmede, iştirak/bağlı işletmelerde ve müşterek yönetime tabi işletmelerde yönetim ve sermaye ilişkisi bakımından önemli değişiklik olması,
- Sermaye piyasası araçlarının kayda alınmasından sonra halka arzından önce kamuya açıklanmış olan bilgilerde bir değişiklik olması veya yeni bir gelişmenin ortaya çıkması,
- İşletmenin son beş işgünü içinde hisse fiyatında %25'ten fazla azalış veya artış olması,
- İşletmenin öncelikli faaliyet konularındaki değişiklikler,
- Bağımsız denetim şirketinin değişmesi veya görevden çekilmesi, bağımsız denetim sözleşmesinin feshi,

- İşletme özel durum açıklama formlarında veya diğer rapor ve belgelerde daha önce kamuya açıklanmamış esas sözleşme veya iç düzenleme değişiklikler
- İşletmenin 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,
- Bir yükümlülüğün ifa edilmemesi veya artmasına sebep olan ve işletme için önemlilik arz eden doğrudan veya şarta bağlı önemli yükümlülüklerle neden olan olaylar,
- Önemli tutarda, olağanüstü bir zararın veya karın ortaya çıkması yada işletmenin karlılığını veya zararını önemli ölçüde etkileyebilecek her türlü bilgi,
- Derecelendirme kuruluşunun işletme ve sermaye piyasası aracı ile ilgili olarak verdiği derecelendirme notu ile buna ilişkin değişiklikler,
- İşletmenin ihraç ettiği menkul kıymetin işlem gördüğü borsanın kotasyon şartları karşısındaki durumunun değişmesi, kotasyon şartlarından birini yerine getirememesi veya borsa kotundan çıkarılması,
- İşletmenin mali yükümlülüklerini zamanında yerine getirememesi, aciz halinde bulunduğunu gösteren emarelerin ortaya çıkması, borçlarının ertelenmesi veya yeniden yapılandırılması talebinde bulunması,
- İşletmenin konkordato talebinde bulunması, iflasının istenmesi veya mahkemenin şirketin iflasına karar vermesi, tasfiye sürecine girmesi,

- İşletmenin çağrıda bulunarak hisse senedi veya vekalet toplamaya karar vermesi; çağrıda bulunarak hisse senedi toplanması yükümlülüğünün ortaya çıkması ve bu konuda yapılacak işlemler.

I.2.5. Kamuyu Aydınlatmada İlgili Taraflar

İşletme ile ilgili çeşitli taraflar farklı amaçları nedeniyle karar verme süreçlerinde işletme ile ilgili muhasebe bilgilerine ihtiyaç duyarlar (Gücenme, 1996: 8).

Muhasebe bilgi kullanıcıları iç kullanıcılar ve dış kullanıcılar olarak iki bölümde incelenmektedir (Ergin, 2003: 23).

İç kullanıcılar, yöneticiler, işletme sahipleri ve ortaklar, çalışanlardır. Bu tarafların işletme bilgilerine olan ihtiyaçları genel olarak işletme faaliyetlerinin etkinliği ve karlılığı üzerine odaklanmaktadır (Çelik, 2002: 78)

Dış kullanıcılar ise, kredi verenler, muhtemel ortaklar (yatırımcılar), diğer işletmeler, devlet ve kamudur (Gücenme, 1996: 8). Kredi verenler vermiş oldukları ödünç paranın faizi ile birlikte geri ödenebilmesini sağlayabilmek açısından işletme bilgilerine ihtiyaç duyarlar.

Muhtemel ortaklar yada yatırımcılar ise, özellikle sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde hisse senedi ve diğer yatırım araçlarını kullanarak yatırımda bulunmak isteyen taraflardan oluşmaktadır (Yalkın, 1994: 6). Yatırımcılar yatırım yapmadan önce ilgilendikleri hisse senediyle ilgili gerekli bütün bilgilere ihtiyaç

duymaktadırlar. Bu bilgilerde yola çıkılarak yapılan değerlendirmeler sonucu o hisse senedine yatırım yapıp yapmama kararı vermektedirler.

Vergi alacağı nedeniyle Devlet de işletme bilgilerine ihtiyaç duymaktadır. Vergi alacağı tutarı ise muhasebe bilgilerine dayandırılarak hesaplanabilmektedir. Bunun dışında devlet yatırım teşviki, vergi istisnası, sosyal güvenlik primleri gibi konularda da muhasebe bilgileriyle ilgilenmektedir (Ergin, 2003: 27).

I.2.6. Kamuyu Aydınlatmanın Önemi

Gelişmekte olan piyasalarda kamuyu aydınlatmayı inceleyen Salter, sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyinin kamuyu aydınlatma uygulamalarını etkilediği sonucuna varmıştır. (Salter, 1998: 215)

Kamuyu aydınlatmanın, sermaye piyasalarının gelişimi açısından önemi şu şekilde özetlenebilmektedir:

- Kamuyu aydınlatma, yatırımcıların korunması için güçlü bir araçtır. Sermayenin çekilmesine ve piyasalara olan güvenin artırılmasına yardımcı olur.
- Zayıf kamuyu aydınlatma, sermaye piyasalarında etik olmayan davranışlara ve piyasa bütünlüğünün (market integrity) bozulmasına neden olur. Bu durum sadece şirketlere değil, bir bütün olarak ekonomiye de zarar verir.
- Yetersiz ve açık olmayan bilgiler sermaye piyasasının işleyişine zarar vererek sermaye maliyetini artırabilir.

- Güvenilir ve zamanlı bilgi, şirket bünyesindeki karar alıcıların güvenini artırır ve doğrudan büyümeyi ve karlılığı etkileyen başarılı şirket kararları almalarını mümkün kılar.
- Açıklanan bilgiler, şirketin hisse senedi fiyatına yaptıkları doğrudan etkinin yanında, şirket dışındaki karar alıcıların (menfaat sahipleri, yatırımcılar ve borç verenler), şirket ile ilgili bilgi toplama inisiyatiflerine etki ederek fiyatı dolaylı olarak da etkilerler.
- Açıklanan bilgilerin niteliği ve niceliği arttıkça, şirketin değeri hakkındaki belirsizlikler ortadan kalkar.
- Daha kaliteli kamuyu aydınlatma ile şirket daha uzun dönemli yatırımcıları çekebilir, daha geniş anlamda analiz imkanı sağlanır, yönetimin kredibilitesi ve hesap verebilirlik düzeyi artar.

I.2.7. Kamuyu Aydınlatmanın Yapılmadığı Zaman Ortaya Çıkan Suçlar

Kamuyu aydınlatmadanın esas amacı yatırımcıların etkin şekilde korunmasıdır. Ancak uygulamada bilgiye daha hızlı ulaşanlar diğer diğer yatırımcıları zarara uğratabilmektedirler.

Bilgiyi önceden öğrenenler, gizli bilgileri kendi menfaatleri doğrultusunda kullanarak aşırı kazanç elde etme veya olası bir zarardan kurtulma şansı yakalamaktadırlar (Bromberg, L., 1998: 201).

Kamuyu aydınlatma ilkesine uyulmadığı zaman iki tip suç söz ortaya çıkmaktadır: İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyon.

1.2.7.1. İçerden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading)

İngiltere’de “Insider Dealing” olarak isimlendirilen suç, Company Securities (Insider Dealing Act) 1985 adlı kanunla düzenlenmiştir. ABD uygulamasında ise, fiil “Insider Trading Act 1984” ile yasaklanmıştır.

“İçerden Öğrenenlerin Ticareti” adından da anlaşıldığı gibi, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgileri, kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlama amacıyla kullanmaktır. İçerden öğrenenlerin ticareti, kamuyu aydınlatma ilkesini zedeleyen, sermaye piyasasında eşitlik ve dürüstlüğü bozan bir işlemdir.

Bu işlem yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticiler, denetçiler ve personel tarafından yapılabilmektedir. Ayrıca meslek ve görevleri itibariyle bilgi alabilecek durumda olanlar ve bunlarla temasları nedeniyle doğrudan ve dolaylı olarak bilgi alabilecek kişiler de suçun faili olabilmektedirler.

Bu suçun oluşması için herhangi bir bilginin elde edilmesi yeterli değildir. Bu elde edilen bilginin henüz kamuya açıklanmamış ve menkul kıymetin değerini etkileyebilecek nitelikte olması gerekmektedir. Kazanılan bilginin öğrenen, bilen ve üçüncü kişilere maddi bir menfaat sağlama amacıyla kullanılmış olması ve elde edilen yararın sermaye piyasasında işlem yapanlar arasında fırsat eşitliğini bozacak

düzeyde olması ve son olarak da bilginin içerden öğrenilmesi gerekir (Sümer, 1999: 94-95).

1.2.7.2. Manipülasyon

Menkul kıymet piyasalarında yapay fiyat ve pazar oluşumuna sebep olabilecek hileli, yanıltıcı faaliyetler manipülasyon olarak adlandırılmaktadır. İçeriden öğrenenlerin ticareti gibi manipülatif faaliyetler de, piyasa etkinliğini zayıflatıcı, haksız rekabet ve kazanç ortamı yaratıcı, yatırımcıları zarara uğraticı faaliyetler olarak suç kapsamındadır (Tezcanlı, 1996: 5).

Sermaye piyasasında işlem gören sermaye piyasası araçlarının alım-satımı sırasında bilinçli olarak yatırımcıları yanlış yönlendirmek, yanıltıcı bir piyasa yaratmak amacıyla yapılan işlemler, SPK'da manipülasyon suçu olarak tanımlanmakta ve cezalandırılmaktadır.

Fiilin suç olması için, sermaye piyasası aracının “alınmış” veya “satılmış” olması şarttır. Fiilin suç sayılmasının diğer önemli unsuru ise kastın bulunmasıdır. Kast, kanunun suç saydığı fiilin bilerek ve istenerek yapılması olduğuna göre manipülasyon fiilinin bilerek ve istenerek olması cezayı gerektirecektir (Günel, 1997 :19). İçerikleri itibariyle iki tür manipülasyon vardır (SPK, 2003: 1-2):

- Bilgi bazlı manipülasyon
- İşlem bazlı manipülasyon

Bilgi bazlı manipülasyonda, şirketle ilgili yanlış bilgiler verilmekte ve açıklanması gereken bilgiler açıklanmamaktadır.

İşlem bazlı manipölasyonlarda ise işlem yapanlar asıl niyetlerini gizlemekte, yapmış oldukları alım ve satım işlemleriyle menkul kıymetlerin piyasalarını etkilemekte ve yapay piyasa oluşturulmaktadırlar.

Kamuyu aydınlatma faaliyetlerinin yeterince yapılmadığı, asimetrik bilginin yoğun olduğu piyasalar manipölasyona daha elverişlidirler.

I.3. KAMUYU AYDINLATMA, MUHASEBE VE BAĞIMSIZ DENETİM İLİŞKİSİ

Kamuyu aydınlatma amacıyla sunulan bilgilerin bir çoğu muhasebe bilgileridir. Bu bilgilerin “gerçeğe uygun ve güvenilir” bilgi olması kamunun aydınlatılmasında önemli bir yere sahiptir.

Sermaye piyasalarının daha etkin bir şekilde faaliyet gösterebilmesi için gerekli güveni sağlayacak olan faktör bağımsız dış denetimdir.

I.3.1. Kamuyu Aydınlatma ve Muhasebe

Muhasebe, işletme ile ilgili ekonomik sonuç doğuran olay ve işlemleri izleyen, sınıflandıran, belgelere dayandıran, kaydeden ve bunları finansal tablo ve raporlar halinde hazırlayarak ilgililere sunan bir bilgi üretim ve iletim sistemi olarak tanımlanabilir.

Muhasebe ürettiği ve ilettiği bilgilerle, hem işletme içindeki taraflar (işletme sahipleri ve yöneticiler, çalışanlar), hem de işletmeyle çıkar ilişkisi olan işletme dışındaki taraflara (devlet, alacaklılar, müşteriler, satıcılar, yatırımcılar ve diğer ilgili gruplar) işletmenin faaliyet sonuçları ve mali durumuyla ilgili bilgiler vermekte ve bu tarafların işletmeyle olan ilişkilerini yönlendirmektedir.

Muhasebenin ürettiği bilgilerin doğru ve gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmış olması, belirli standartlara göre hazırlanmış finansal tablo ve raporlarla ilgililere ulaştırması gerekmektedir. Aksi takdirde bu verileri kullanan taraflar yanlış kararlar almaya yönlendirilecek, dolayısıyla, piyasaların etkin işleyememesine ve yatırımcıların zarar görmesine neden olunacaktır.

Gittikçe küreselleşen piyasaların daha etkin çalışabilmesi için hazırlanan muhasebe verilerinin uluslararası düzeyde karşılaştırılabilir olması da önemli bir unsurdur. Bunun için de ülkelerin gerekli kurumlarının ihtiyaca uygun, gerçek, karşılaştırılabilir mali tabloların oluşturulması amacıyla uluslararası finansal raporlama standartları ile uyumlu uluslar finansal raporlama standartları belirlemelidir.

I.3.2. Kamuyu Aydınlatma ve Bağımsız Denetim

Amerikan Muhasebeciler Birliği Temel Denetim Kavramları Komitesi denetim kavramını şöyle tanımlamaktadır: “Denetim, ekonomik faaliyetler ve olaylar hakkındaki beyanlar ile önceden oluşturulmuş kriterler arasındaki uygunluk

derecesini belirlemek için bu ekonomik faaliyetler ve olaylar hakkındaki beyanlarla ilgili kanıtların tarafsız olarak elde edilmesi, değerlendirilmesi ve sonuçların ilgili kişilere iletilmesinden oluşan sistematik bir süreçtir”.

Günümüzde kapsam ve amacına göre değişik denetim çeşitleri görülmektedir. Genel olarak, amaç yönünden altı tür denetim faaliyetinden söz edilir. (Akkan, 1998: 14-17):

Finansal Tabloların Denetimi: Finansal denetim (Audit Of Financial Statements), bağımsız deneticiler ve kamu deneticileri tarafından bir işletmenin mali tablolarının önceden belirlenmiş kriterlere (kriterler genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri veya vergi mevzuatı hükümleri) uygun olarak düzenlenip düzenlenmediği konusunda bir görüş belirlemek amacıyla bu mali tabloların incelenmesini kapsar.

Uygunluk Denetimi: Uygunluk denetimi (compliance, regularity, propriety audit), iç deneticiler, dış deneticiler veya kamu deneticileri tarafından bir örgütün mali işlemlerinin ve faaliyetlerinin belirlenmiş yöntemlere, kurallara veya mevzuata uygun olup olmadığını belirlemek amacıyla incelenmeye tabi tutulmasıdır.

İç Denetim: Bu denetim türünde tamamlanmış işletme faaliyetleri geriye dönülerek yeniden gözden geçirilerek değerlendirme yapılmaktadır. İşletmelerin mali nitelikteki faaliyetleri ile mali nitelikte olmayan sosyal faaliyetleri gözden geçirilmektedir. Bu denetimde dolaylı olarak, yöneticilerin de denetimi yapılmaktadır. İç denetimle mali tabloların güvenilirliği ile birlikte işletme faaliyetlerinin etkinlik ve verimliliği de ölçülmeye çalışılır.

Faaliyet Denetimi: Bu denetim türünde işletmenin örgütsel yapısını, iç kontrol sistemlerini, iş akışlarını ve yönetimin başarısını saptamaya yönelik geniş kapsamlı

faaliyetler yer almaktadır. İç denetimden daha kapsamlı bir denetim türüdür. Burada işletmenin saptanmış hedef ve amaçlara ulaşp ulaşmadığı ölçülmeye çalışılmaktadır.

Faaliyet denetimi, kamu ve özel sektör işletmelerinde iç deneticiler tarafından; ayrıca kamu kuruluşlarında kamu denetçileri tarafından yürütölür (Kepekçi, 1998: 3).

Vergi Denetimi: Bu tür denetim genellikle kamu deneticileri tarafından işletmelerin vergi kanunlarında yer alan hükümlere uyup uymadığı, mali bilanço ve gelir tablosunda yer alan karın ve buna bağılı olarak hesaplanan vergiyi doğru hesaplayıp hesaplamadığı, işlemlerin gerçekleri yansıtp yansıtmadığı amacıyla denetim yapılma şeklidir.

Bağımsız Denetim: Bağımsız dış denetim, “şirketlerin, bankaların, iktisadi kamu kuruluşlarının kendi iç bünyelerindeki denetim organlarının dışında, genel güven duyulan bağımsız kuruluşlar tarafından denetlenmesi ve düzenlenen raporların kamuya açıklanmasıdır” şeklinde tanımlanmaktadır.

Bağımsız denetimde, denetçi denetlenen işletmeden bağımsız olarak hareket etmekte ve denetim hizmetini serbest meslek erbabı olarak yürütmektedir.

I.3.2.1. Bağımsız Dış Denetim

Sermaye piyasasına yatırım kararlarında temel noktayı oluşturan mali tablolar, gerçek durumu yansıtp yansıtmadığı ancak bağımsız denetim ile tespit edildikten sonra yatırımcı açısından bir anlam ifade etmektedir. Bağımsız denetimle ilgili ilke ve kuralların düzenlenmesi yetmez, aynı zamanda bunların etkin ve tarafsız olarak işletilebilmesi çok önemlidir. Denetimin ana hedefi hata ve hileleri tespit etmek

değil, engellemektir. Bağımsız dış denetim sürekli, sınırlı ve özel denetim olmak üzere üç şekilde yapılır.

Sürekli denetim, her yıl yapılmakta ve gerekli tüm denetim tekniklerinin kullanıldığı denetim şeklidir. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda hazırlanması ve kamuya açıklanması zorunlu yıllık mali tabloların tümünün sürekli denetimden geçmesi zorunludur.

Sınırlı Denetim, sürekli denetim yaptıran ortaklık ve sermaye piyasası kurumlarınca düzenlenmiş ara mali tabloların, ağırlıklı olarak bilgi toplama ve analitik inceleme teknikleri kullanılarak sürekli bağımsız denetim yapan bağımsız denetim kuruluşunca, sürekli denetim programlarına uyumlu bir şekilde denetlenmesi sınırlı denetimdir.

BÖLÜM II

RUSYA PİYASALARINDA KAMUYU AYDINLATMA ÇALIŞMALARI

II.1. RUSYA MALİ PİYASALARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

Rusya’da yapılan kamuyu aydınlatma çalışmalarına geçmeden önce Rusya mali piyasalarının gelişmesi ve bu piyasalarda yer alan kurumlar anlatılmaktadır.

Rusya mali piyasalarının tarihsel gelişimi iki döneme ayrılmaktadır. Birinci dönem Çarlık Rusya’sı ve SSCB dönemi ve SSCB yıkılmasından sonraki dönem.

II.1.1. Çarlık Rusyası ve SSCB Devri

Rusya’da ilk hisse senetleriyle işlemler XIX yüzyılın 30’lu yıllarında başlamıştır. 1860’lı yıllarda hareketlilik gözlenmiştir. Çariçe II Alexandra’nın reformları ve sanayi devrimi ortamında ekonomik gelişmeler hızlanmış ve piyasaya sanayi ve demiryolları şirketlerinin hisse senetleri ve tahvilleri girmiştir. Bu ihraçlar için en uygun borsa Petersburg borsası olmuştur. Borsa komisyonu o tarihte futures faaliyetlerini bile onaylamıştır ve ‘kayıtlarla (vaadle) ticaret’ olarak adlandırmıştır. (Jukov, 1995: 22)

Ekonomik büyümeyle beraber Rusya'nın birçok büyük şehrinde ticaret borsaları faaliyete geçmiştir. 1913 yılına kadar yüze yakın borsa kurulmuştur. Birinci Dünya savaşı ve 1917 yılındaki Ekim ihtilali piyasaların gelişmesini olumsuz yönde etkilemiştir.

Sovyet hükümeti 1930 yılına kadar çeşitli girişimlerle kendi sistemine ters gelmekle beraber borsaları devam ettirme çabasında bulunmuştur. 1930 yılında Sovyet hükümeti her türlü ticaretin devlet tekelinde olduğu kararını almıştır ve 1990 yılına kadar her türlü ticari girişimler sadece devlet tekelinde devam etmiştir. Bütün borsalar bir gün içinde kapatılmıştır (Yakovlev, 2000: 9).

II.1.2. SSCB Yıkılmasından Sonraki Dönem

1990 yılından sonra borsanın yaratılması zorunlu bir ihtiyaç olarak ortaya çıkmıştır. SSCB merkezileştirilmiş ekonomik sistemi birçok problemle karşı karşıya kalmıştır. Çok sert bir şekilde ortaya çıkan mal eksikliği, gizli enflasyon ve bunun sonucu olarak da ekonomik çöküş yaşanmıştır. Piyasa ekonomisine geçişle beraber para ve mal dolaşımı yaratarak ekonomiyi darboğazdan kurtarmak için borsalar kurulmuştur (Mirkin, 1998: 34).

1990 yılında 'Moskova Ticaret Borsası' ve 'Rusya Ticaret ve Hammadde Borsası' faaliyete geçmiştir. 1991 yılında hükümet 30 yıllık 80 milyar rublelik tahvilleri piyasaya sunmuştur. Ama bu tahviller fazla ilgi görmemişlerdir. Nedenleri olarak öncelikle %15'lik bir getiri piyasa tarafından düşük bir getiri olarak algılanmıştır, ayrıca hükümetin ve menkul kıymetin geleceğiyle ilgili endişeler

bulunmaktaydı. Sonuç olarak Merkez Bankası bütün tahvilleri geri çekmiştir (Mirkin, 1998: 35).

Hisse senetleri piyasasında da bu yıllarda hareketlenmeler görülmeye başlamıştır. İlk olarak KAMAZ şirketinin hisse senetleri halka açılmıştır. 10 çeşit hisse senedi olması hisse senetleriyle işlemleri zorlaştırmıştır, aynı zamanda yasal altyapının olmaması da belirsizlik ortamı yaratmıştır. Menkul kıymetlerle ilgili ilk önemli yasalar 1991 yılının Aralık ayında çıkarılmıştır. Bu yıllarda büyük yatırım şirket olan ‘Troyka Dialog’ kurulmuştur (Yakovlev, 2000: 48).

1992 – 1994 yılları arası vauçer’le (çek- kupon) özelleştirmeler yapılmıştır. Bu özelleştirmeyle Rusya ekonomisinin devlet tekeline çıkarılarak mülkiyetin tabana yayılması, özel sektörün kurulması, rekabet ortamının yaratılması, tarım sektörünün devlet tekeline kurtarılması, Rusya şirketlerinin yatırım alanını genişletme ve yabancı yatırımcıların ülkeye getirilmesi amaçlanmıştır. Rusya vatandaşlarının hepsine bir adet çek verilmiştir. Toplam 140 milyon 64 adet vauçer dağıtılmıştır. Her çek sahibi dört tür işlem yapabilirdi (Filatotchev ve ark, 1996: 95).

- Çeki kendi çalıştığı şirketin hisse senedine çevirebilirdi.
- Çek açık artırımlarına katılabilirdi.
- Çek yatırım fonunun hisse senedini satın alabilirdi.
- Çeki satabilirdi.

1992 yılında ülkenin en büyük finans – sanayi kuruluşu olan ‘Alfa – Kapital’ çek yatırım fonu kurulmuştur. 1992 yılında esas görevi döviz ticaretini organize etmek olan MICEX (Bankalararası Döviz Borsası) kurulmuştur (Galkin, 1996: 15).

1993 yılında Rusya’da menkul kıymetler piyasasını düzenleyen kurum olan ‘Menkul Kıymetler ve Fon Borsaları Komisyonu’ kurulmuştur. Daha sonra adı değiştirilerek ‘Mali Piyasalarla İlgili Federal Kurum’ olmuştur.

Bu yılda devlet tahvil piyasası oluşmaya başlamıştır. Daha önce çıkarılan 30 yıllık tahvil ihracı başarısızlığından sonra 1993 yılında aynı anda birkaç çeşit devlet menkul kıymetleri ihraç edilmiştir (Galkin, 1996: 36).

- 14 Mayıs’ta Vneshekonombank tarafından döviz bazlı tahviller çıkarılmıştır. Kağıt ve rengi yeşil olduğu için ‘tayga – tahvil’ olarak adlandırılmıştır. (Tayga – Rusya’da Sibirya bölgesindeki orman türüdür)
- 18 Mayıs’ta 895 milyon ruble değerinde kısa süreli devlet tahvilleri ihraç edilmiştir.
- 27 Eylülde Maliye Bakanlığı tarafından ‘Altın Sertifikaları’ ihraç edilmiştir. Nominal olarak 0.9999 ayar 10 kg altına denk gelmişlerdir.

1993 yılı aynı zamanda finans piramitlerinin en fazla ilgi gördüğü yıldır. Bu yılda Tibet, MMM, Selling Rus Evi, Gorniy Altay Bankası ve başka birçok finans piramitlerinin faaliyetlerinde zirve yaptığı yıldır (Mirkin, 1998: 84).

Rusya yasal altyapısındaki eksiklikler ve insanların fazla risk almaya meyilli olmaları bu tür piramitlerin ortaya çıkmasını tetiklemiştir. Daha sonra bu piramitlerin hepsi iflas etmiştir.

Bu yıllarda piyasada hala en likit menkul değer özelleştirme çekleri olmuştur. Özelleştirilen şirketlerin hisse senetlerinin likiditesi, çeklerin çok gerisinde kalmıştır. 1993 yılı büyük Rus şirketlerinin doğduğu yıl olmuştur. Bu şirketlerin birçoğu şu an ‘Mavi Fiş’ (Blue chip), (borsalarda büyük firmalara ait ve yıllar itibariyle istikrarlı

bir seyir izleyen menkul kıymetlere verilen isimdir) şirketler arasına girmektedirler (Mirkin, 1998: 94).

1993 yılında ülkede ilk özel büyük bir banka kurulmuştur, 'UralSib' bankası Lukoil yatırım Fonu tarafından kurulmuştur (Galkin, 1996: 78).

1994 yılında piyasada kesin çizgiler oluşmuştur. Esas yatırım araçları çekler ve döviz olmuştur. Bu yılda piyasada özelleştirilmiş büyük şirketlerin hisse senetlerinin dolaşımı artmıştır. Yabancı yatırımcılar ve büyük ulusal yatırım fonları demir üretim ve petrol şirketlerine ilgi göstermeye başlamışlardır. Bu yılda Menkul Kıymet Piyasa Katılımcıları Profesyonel Birliği (PAUFOR) kurulmuştur. Esas görevi üyeler arası bilgi dolaşımını sağlama ve evraklara ortak bir özellik kazandırmak olmuştur. 1995 yılında bu kurumun yerine Menkul Kıymet Piyasa Katılımcıları Ulusal Birliği (NAUFOR) kurulmuştur, ama 1996'dan itibaren faaliyete geçmiştir (Galkin, 1996: 95).

Diğer bir gelişme ise piyasada haftanın 'kara salı' anlayışının ortaya çıkması olmuştur. 11 Ekim 1994 günü tarihe 'kara salı' olarak geçmiştir. Rusya'dan büyük oranda sermaye kaçması, Merkez Bankasının bütçe açığının kapatılması için hükümete kredi verme çabası ve Merkez Bankasının kaynak ve deneyim eksikliği sonucu rublenin kuru bir gün içinde %25 değer kaybetmesi sonucunu doğurmuştur. Doların kurunun 3081 rublede 3926 rubleye fırlaması ufak bankalarda likidite sorunun ortaya çıkarmıştır. 'Kara Salı'nın esas suçlusu Merkez Bankası ilan edilmiştir ve Başkan istifa etmiştir (Jukov, 1995: 87).

Bu devirde finansal piramitlerin yüksek faiz vererek piyasadaki kaynak çekmesi ve yüksek enflasyon, hükümeti ürün veya gayrimenkul nominal değerli tahvil ihraç etmeye zorlamıştır. 1994 yılında AVTOVAZ şirketi tarafından başarılı bir şekilde

süresi geldiğinde araba verilmesi karşılığı tahvil ihraç etmiştir. Moskova belediyesi ev karşılığı tahviller çıkarmıştır (Jukov, 1995: 89).

1994 yılında Rusya'nın en büyük şirketi GAZPROM halka açılmıştır. Rusya vatandaşı bireysel yatırımcılar şirket hisse senetlerinin %48'ine ortak olmuşlardır. Tüzel kişiler ise %10'a sahip olmuşlardır. Devlet ise %42'lik paya sahip olmuştur (Radigin, 1995: 45).

Çekle özelleştirme süreci birçok politikacının karşı çıkmasına rağmen 1994 yılında bitmiştir (Radigin, 1995: 46).

1995 yılında menkul kıymet borsası olan Rusya Ticaret Sistemi (Russian Trading System – RTS) kurulmuştur. Rusya menkul kıymetlerinin en önemli göstergesi olan RTS endeksi 1995 Eylül'den itibaren hesaplanmaya başlanmıştır (Mirkin, 1998: 103). Piyasa hareketlenmesi 'Kara Salı'nın etkisi tam geçmediği için yavaş gerçekleşmiştir.

1996 yılında Rusya menkul kıymetler piyasası uluslararası yatırımcılar tarafından genel kabul görmüştür. Yabancı yatırımcı sayısında gelişme yaşanmıştır. 1996 yılında Rusya'ya gelen toplam yabancı yatırım tutarı yedi milyar dolar olmuştur. (1995 yılına kıyasla üç kat fazladır). Bu paranın 2.5 milyarı reel yatırımlara, 4.5 milyar ise portföy yatırımlarına yönlendirilmiştir. Toplam yabancı yatırım tutarı 24 milyar dolar olmuştur.

1996 yılının en büyük başarılarından biri Rusya hisse senetlerinin uluslararası piyasalara açılması olmuştur. Vimpelkom (Beeline ticari markasıyla – telefon operatörü) ilk uluslararası ihraç gerçekleştiren ve New York Borsasında (NYSE) işlem gören ilk Rusya hisse senedi olmuştur (Mirkin, 1998: 108).

Rusya ekonomisi için 1996 yılında önemli gelişmelerden biri de Rusya'nın riskinin uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenmesidir.

Ekim 1996'da Rusya Moody's'den [Ba2] ve S&Poors'dan [BB-] almıştır. Bunun sonucu olarak Meksika ve Arjantin'le aynı seviyeye gelmiştir. Rusya bunu takiben 1 milyar dolar değerinde eurobond ihraç etmiştir. Kupon faizi %9.25 olmuştur. 1997 yılında iki eurobond ihracı daha gerçekleşmiştir. Bu eurobondlar yüksek ilgi görmüşlerdir.

Hükümetten sonra bölgesel yönetimler de uluslararası piyasalardan kaynak bulma yoluna gitmişlerdir. Moskova belediyesi 1997 yılında 500 milyon dolarlık eurobond ihraç etmiştir. Petersburg belediyesi 300 milyon dolar, Nizegorodsk bölgesi yönetimi 100 milyon dolarlık ihraçlar gerçekleştirmişlerdir. Talebin büyüklüğünü görmek açısından 300 milyon dolarlık Petersburg tahvilleri için talebin 1.5 milyar dolar olduğu örnek olarak verilebilir (Amosov, 2000: 93).

1998 krizinden sonra derecelendirme kuruluşları en fazla tartışılan konular olmuşlardır. Bu kuruluşlar 1997 Asya krizini görememişlerdir. 1997 yılında Rusya ekonomisi sabitlilik belirtileri göstermeye başlamıştır. Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH), Yurtiçi Hasıla ve sanayi üretimi yedi yıllık azalmadan sonra ilk defa sabitlenmeye başlamıştır. Bazı endüstri dallarında büyüme görülmeye başlanmıştır. GSMH %0.8 oranında artma görünmüştür. Enflasyon kabuledilir oran olan %10'a gerilemiştir (Kameneva, 1998: 34).

Rusya'nın 1996 yılında derecelendirme kuruluşları tarafından puanlandırılmasını takiben özel şirketlerde uluslararası piyasalara açılmışlardır. 1997 yılında 'Alfa – Bank', SBS – AGRO', Onexsim Bank', Vneshtorgbank, Rossiyskiy

Kredit Bank üç yıllık toplam toplam 1,025 milyar dolarlık tahvil ihraç etmişlerdir (Amosov, 2000: 98).

Bu gelişmelerin sonucu olarak yabancı şirketler Rusyada sadece temsilcilik açma değil, aynı zamanda ulusal firmaları satın almaya başlamışlardır. Büyük uluslararası oyuncuların piyasaya girmesi piyasanın hızlı bir şekilde yükselmesine yol açmıştır. 1996 yılı 6 Ekimde RTS endeksi 571,66 puana ulaşmıştır, bu puana bir daha 1 Ekim 2003 tarihine kadar ulaşamamıştır.

Bu mutlu görüntü 1997 yılında Asya krizinden sonra sona ermiştir. Asya krizinden Rusya piyasaları da bütün uluslararası piyasaların etkilendiği gibi kötü yönde etkilenmiştir. Hızlı bir şekilde ülkeden sermaye çekilmesi yaşanmıştır. RTS endeksi hızlı bir şekilde düşmüş ve Aralık 97'de 328,49 puana gerilemiştir. (Kameneva, 1998: 63).

Kriz menkul kıymet piyasalarına çok sert bir darbe vurmuştur. 1998 yılında RTS'te gerçekleştirilen işlem 100 milyon dolarken, aynı yılın sonunda 1 milyon dolara inmiştir. Aktiflerinde devlet tahvilleri ve hisse senetleri olan bankaların hepsi zarar görmüştür. Altı büyük bankadan sadece 'Alfa – Bank' ayakta kalabilmiştir. Kısa dönemli tahviller bütün ufak bankaların likiditesini kaybettirmiştir. Ayrıca bütün yabancı şirketler toplu şekilde Rusya ofislerini kapatmışlardır (Danilov, 2002: 65).

1999 yılının Rusya ekonomisinde birçok önemli olaylar gerçekleşmiştir. Rusyanın birçok büyük şehirlerinde terör saldırıları gerçekleşmiştir. Birkaç kez başbakan değişikliği olmuş, Kafkaslarda savaş yeniden alevlenmiş, devlet Duma seçkileri ve yılsonunda cumhurbaşkanı Yeltsinin kendi isteğiyle görevden uzaklaşması gibi olayların gölgesinde menkul kıymet piyasalarındaki olaylar pek ilgi görmemiştir.

1999 yılında 1998 yılına kıyasla hisse senetlerinde ve işlemlerde artış görülmüştür. Mayıs sonunda RTS endeksi 100 puana ulaşmış, Temmuzda ise 150 puana ulaşmıştır. Duma seçkilerinden sonra piyasalara iyimserlik gelmiştir. RTS endeksi Aralık ayında bir günde 112 puandan 178 puana yükselmiştir. (Danilov, 2002: 37).

Menkul kıymetler piyasası için önemli sonuçlardan biri de lider borsanın değişmesi olmuştur. 1999 yılının ortalarına doğru RTS’de gerçekleşen işlemlerin hacmi 1998 yılına kıyasla artış göstermiş ve günlük 10 – 20 milyon dolar olarak sabitlenmiştir. MICEX’de ise artış göstererek yılsonunda günlük 30 milyona ulaşmıştır. Yılsonu itibariyle her iki borsada işlem hacmi aynı olarak gerçekleşmiş ve 2,3’er milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılında ise MICEX önemli ölçüde öne geçmiş, yıllık 14.5 milyar dolarlık işlem hacmine karşılık RTS’de 5.5 milyar dolarlık işlem gerçekleşmiştir.

MICEX’de yapılan işlemlerdeki kolaylıklar bireysel yatırımcıları kendine çekmiştir. 2000 yılından itibaren bireysel yatırımcılara menkul kıymetlerle işlemler için Brokerkreditservis, FİNNAM, Otkritie, Dom Brokera gibi şirketler internet brokerlik hizmeti sunmaya başlamışlardır. Bu şirketler teknolojik altyapı olmadan çok sayıda ufak yatırımcılara hizmet sunmanın olanaksız olduğu anlamış ve teknolojiyi yakından takip ederek bireysel yatırımcıları kazanmışlardır.

MICEX ayrıca şirket tahvillerinin ihracı konusunda da lider olmuştur. RTS ise kurumsal yatırımcıların faaliyet gösterdiği borsa olarak kalmaya devam etmiştir (Dolgopyatova, 2002).

1998 krizinin önemli sonuçlarından biri de, kaynakların reel yatırımlara akması olmuştur. 1999 yılında en fazla getir getiren hisse senetleri Noril Nikelin hisse

senetleri olmuştur. Yıl içinde on kattan daha fazla artış göstererek 0.5 dolardan 7 dolara kadar yükselmiştir (Guriey, Rachinsky, 2004: 103).

2000 yılında Rusya'da yeni devir başlamıştır. Yeni holdingler kurulmaya başlamıştır. Otomobil üreticilerine ilgi artmıştır. 2001 yılında 10 yıllık ekonomik reformlar sonuç vermeye başlamıştır. Mali piyasalarda iyileşmeler görülmeye başlamıştır. Şirketler kendi faaliyetleriyle ilgili daha fazla bilgi vererek hisse senedi sahipleriyle daha iyi ilişkiler içine girmeye başlamışlardır. Hükümet tarafından da daha doğru ve anlaşılır ekonomik politika yürütülmeye başlanmıştır. Hem bireylerin hem de kurumların gelirlerinden alınacak vergilerden indirimler yapılmıştır.

Enflasyon beklentilerinde azalma olması Rusya şirketlerinin borçla finansman olanaklarını geliştirmiştir. Yasal altyapı önemli ölçüde hazırlanmıştır. 2001 yılında ayrıca ekonominin bütün önde gelen şirketleri kendi imajlarıyla ilgili çalışmalar başlatmışlardır.

Özellikle kar dağıtım politikaları gözden geçirilmiştir. Bu tarihe kadar hiç kar payı dağıtmamak veya çok az dağıtmak iyi bir politika olarak görülürken şirket yöneticileri tarafından bu yıldan sonra önemli değişiklikler yapmaya başlamışlardır. Örneğin Lukoil karın %22'sini kar payı olarak ortaklara dağıtmıştır. Bir önceki yıla oranla üç kat artış gerçekleşmiştir.

En cömert şirket ise Sibneft olmuştur. Karın %76'sını kar payı olarak ortaklara dağıtmıştır. Bu oran 2000 yılında sadece %7.3 olmuştur. YUKOS ise bir önceki yıla oranla iki kat artırarak %15 kar payı dağıtmıştır (Guriey, Rachinsky: 109).

Rusya piyasalarında 2001 yılının başında şirket tahvilleri ortaya çıkmaya başlamıştır. Nizhnitagil metal şirketinin tahvil ihracı ilk özel şirket tahvili olarak MICEX tarafından aracılık yapılarak piyasaya sunulmuştur. Lukoil ve Gazprom

tarafından da daha önce tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir ama zor anlaşılması nedeniyle ilgi görmemiştir (Guriev, Rachinsky, 2004: 38).

Tahvil piyasasının gelişmesi Rusya sermaye piyasalarını yatırım yapılabilir piyasa seviyesine getirmiştir. İlk başlarda tahvil hacmi sadece 1.5 milyar ruble olarak gerçekleşmekte ve kupon faizi de çok güvenilir şirket için bile %20'yi aşmıştır. Bu rakam enflasyonun çok üzerinde olmuştur.

2003 yılında kapitalizm Rusya'ya tam olarak yerleşmiştir. Moody's tarafından Rusya'nın notu Baa3 olarak derecelendirilmesi ülkeyi yatırım yapılabilir ülke durumuna getirmiştir. Bu yılda birçok büyük şirket arasında birleşmeler gerçekleşmiştir. Örneğin BP ve TNK gibi iki petrol devi birleşmiştir. YUKOS ve SIBNEFT birleşmenin eşiğine gelmişlerdir (Kontrateva, 2007: 47).

Büyük şirketler arasındaki birleşmeler piyasada olumlu sinyal olarak algılanmıştır. Çünkü bu zamana kadar şirketler arasında genelde sürekli düşmanca ilişkiler ve ele geçirmeler görülmüştür.

Metal sanayiinde de büyük gelişmeler yaşanmıştır. 2002 yılında en fazla büyüyen sektör kimya ve petro – kimya sektörü olmuştur. Bu olumlu gelişmeler YUKOS etrafında dönen skandallar sonucu kötü etkilenmiştir. YUKOS piyasa kapitalizasyonu olarak Rusya'nın en büyük şirket durumundaydı ve SIBNEFTle birleşmesi durumunda dünya devleri arasına girecekti. Ama politik görüş olarak hükümetle ters düşmesi sonucu 25 Ekimde şirket yönetim kurulu başkanı Hodorkovski hapsedilmiş, şirket vergi kaçırmakla suçlanmıştır.

Şirket hisse senetlerinde %10 - %15 düşüş yaşanmıştır. Şirketin hisse senetlerinin %53'üne devlet tarafından el konulması sonucu hisse senetlerinin değeri daha da düşmüştür.

Buna rağmen yine de yıl başarıyla tamamlanmıştır. Yılsonunda esas tartışılan konular piyasalardaki düşük likidite sorunu, düşük yatırımcı sayısı ve kaliteli menkul kıymet sayısındaki eksiklik olmuştur.

2004 yılında hükümet tarafından ‘Finansal Sabitleme Fonu’ kurulmuştur. Devletin bütçe fazlası ve petrol satışlarından elde edilen gelirin bir kısmı buraya aktarılmış ve biriken tutar 2004 yılsonunda 520 milyar rubleye ulaşmıştır. 2005 yılında bu paradan bir kısımla İMF’ye olan borçlar ödenmiştir. Böyle bir fonun kurulması Rusya’nın kredi notunun artırılmasında önemli rol oynamıştır.

2005 yılı en başarılı yıllardan biridir. Ülkedeki sabit politik durum ve hammadde fiyatlarındaki yükseliş ekonomisi hammadde üzerine kurulu Rusya için çok olumlu bir gelişme olmuştur. 2005 yılında yabancı yatırımcılar tarafından özel sektöre 53.7 milyar dolar kaynak gelmiştir. 2005 yılında Rusyanın kredi notu yine artırılmıştır. S&P – BBB, FITCH – BBB, MOOD’S – BAA2 olarak belirlemişlerdir. Meksika, Şili, Hindistan, Polonya, Romanya, Hırvatistan, Bulgaristanla aynı seviyede olmuştur (Kontrateva, 2007: 98).

Ruble tabanlı tahvil piyasalarında da canlanma olmuştur. 2005 yılı sonunda devlet Gazprom hisse senetlerinin satışı ve satın alınmasıyla ilgili kısıtlamayı kaldırmıştır. Bunun sonucu olarak Gazprom en değerli şirket olmuştur. Piyasa kapitalizasyonu yaklaşık 200 milyar dolar olmuştur. Bir yıl içinde hisse senetleri %162 değerlenmiştir. Metal ve kimya sanayi dalında faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinde de değerlenmeler olmuştur.

Eylül 1 2006 tarihi itibarıyla en büyük 200 şirketin piyasa kapitalizasyonu 832.7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bunun %33 gaz tekeli olan devlet şirketi

Gazproma aittir. En büyük 20 şirket piyasa kapitalizasyonun %84'nü karşılamaktadırlar. 2005'te bu rakam %78.8 olmuştur.

Rusya bankacılık sistemi devletin müdahalesi nedeniyle tek elde yoğunlaşmıştır. Rusya bankacılık sisteminde en önemli rol oynayan devlet bankası Sberbank, bankacılık sektörünün toplam aktiflerini %32'sine sahiptir. Onu diğer devlet bankaları takip etmektedirler. Toplam varlıkları en büyük olan özel banka Alfa Bank toplam bankacılık sektörü içinde sadece %3'lük bir kısma sahiptir.

En büyük 500 bankanın toplam net varlıkları 1 Ocak 2007 tarihi itibarıyla yaklaşık olarak 500 milyar dolardır. Toplam net varlıklar üzerinden Sberbank %27'lik hacme sahiptir. En büyük 5 banka yaklaşık olarak %50'lik kısma sahiptir.

Rusya ekonomisinin ve finansal piyasaların 2005 yılında yapılan bir kıyaslamada aşağıdaki bilgilere ulaşılmıştır. 2005 yılında menkul kıymetler piyasa kapitalizasyonu GSYH'nın %44'na denk gelmiştir. (Japonya %75, Fransa %83, Amerika %135, bu ülkelerle kıyasla çok düşük bir rakamdır) Ama GSYH'ya göre işlem gören hisse senedi hacmi yaklaşık olarak %25'te kalmıştır. Bu durum Almanya'da %57, Japonya'da %81 ve Fransa'da %182 olarak gerçekleşmiştir. Özel şirketlere verilen kredinin tutarı 2005 yılında GSYH'nın %21'i olarak gerçekleşmiştir. Mukayese için bu oran Japonya'da %75, Fransa'da %90, Almanya'da %116, Amerika'da ise %222 olmuştur (Kontrateva, 2007: 109).

Tablo 2. MICEX’te En Fazla Kapitalizasyona Sahip Şirketlerin Listesi (2009)

En fazla kapitalizasyona sahip şirketlerin listesi			
	ŞİRKET	Kapitalizasyon (milyar dolar)	Toplam kapitalizasyondaki yüzdesi (%)
1	GAZPROM	113,2	16,6
2	ROSNEFT	65,8	9,6
3	SBERBANK	55,2	8,1
4	LUKOİL	44,6	6,5
5	SURGUTNEFTEGAZ	35,6	5,2
6	NORNIKEL	28,2	4,1
7	VTB BANK	25,7	3,8
8	NOVATEK	20,4	3
9	GAZPROM NEFT	18	2,6
10	NLMK	15,5	2,3
Toplam		422,1	61,8
Toplam Kapitalizasyon MICEX		682,5	100

Kaynak. www.micex.ru

II.2. RUSYA MALİ PİYASALARI KURUMLARI

II.2.1. Federal Mali Piyasalar Kurumu

Finansal piyasaları kontrol eden ve düzenleyen Federal Menkul Kıymetler Komitesi (FCSM) 1996 yılında kurulmuştur. Ancak 2004 yılında yapılan bir düzenleme ile bütün görev ve yetkilerini Federal Mali Piyasalar Kurumuna (Federal Financial Markets Service - FFMS) devretmiştir (Mirkin, 1998: 110).

Kurumun merkezi Moskova'da bulunmaktadır ve finansal piyasaları, borsaları ve emeklilik fonlarını denetleme ve düzenleme yetkisi vardır. 14 farklı şehirde şubesi bulunmaktadır.

II.2.2. Özdüzenleyici Kuruluşlar

1994 yılı içinde kurulan Profesyonel Menkul Kıymet Piyasası Kurumları Birliği (PAUFOR), 1995 yılında Ulusal Menkul Kıymet Piyasası Kurumları Birliği (NAUFOR) olarak adını değiştirmiştir. Merkezi Moskova'da bulunan Birliğin, 14 şehirde şubeleri vardır. 2007 Ocak ayı itibarıyla NAUFOR'un 399 üyesi bulunmaktadır.

NAUFOR dışında, Ulusal Menkul Kıymetler Piyasası Birliği (NSMA) bulunmaktadır. 1996 yılında yatırım şirketleri ve bankalar tarafından kurulmuş olan Birlik, 2000 yılında aracılık, piyasa yapıcılığı, saklama ve varlık yönetimi

faaliyetlerinde bulunan banka ve yatırım şirketlerini denetlemekle yetkili özdüzenleyici statüsünü kazanmıştır. Merkezi Moskova'da olan Birliğin, 22 bölgede şubeleri vardır. Üye sayısı 200'e ulaşmıştır .

Rusya'da aktif halde bulunan özdüzenleyici kuruluşlardan üçüncüsü Profesyonel Mutabakat, Takas ve Saklama Birliği'dir (PARTAD). 1994 yılında kurulan Birlik, 1997'de takas ve saklama, 2000 yılından itibaren ise mutabakat kuruluşlarının özdüzenleyici birliği hale gelmiştir. Birlik, mevcut faaliyetlerinde saklama kuruluşlarına ağırlık vermektedir.

Rusya'da 10 piyasa yapıcısı bir araya gelerek bir özdüzenleyici birlik kurabilmektedir. Bunun yanında, aracı kuruluşlar birliklere üye olmak zorunda değildir. Kurumlardan bir birliğe üye olanlar bildirimlerini üye oldukları birliklere yapmaktadırlar. Herhangi bir birliğe üye olmayan kuruluşlar ise bildirimlerini doğrudan Federal Mali Piyasalar Kurumuna veya seçtikleri özdüzenleyici kuruma yapmakla yükümlüdürler.

Rusya Bankalar Birliği, 1991 yılında banka ve kredi kuruluşlarının özdüzenleyici birliği olarak kurulmuştur. Halihazırda, 755 üyesi bulunmaktadır. Bankaları denetleyen en üst organ Rusya Merkez Bankası'dır.

II.2.3. Borsalar

Rusya'da Moskova Bankalararası Döviz Borsası (MICEX) ve Russian Trading System (RTS) olmak üzere iki tane ulusal borsa bulunmaktadır. Bunların yanında St. Petersburg Menkul Kıymet Borsası (SPCEX), Rusya'nın çeşitli bölgelerine dağılmış

olarak bulunan döviz borsaları gibi yerel yapılar mevcuttur. Raporda, MICEX ile RTS'i incelenmektedir.

II.2.3.1. Moskova Bankalararası Döviz Borsası

Moskova Bankalararası Döviz Borsası (MICEX) 1992 yılında, Rusya Merkez Bankası, Rusya Bankalar Birliği ve ülkenin önde gelen bankaları tarafından, döviz işlemlerinin organize edilmesi için anonim şirket statüsünde kurulmuştur.

1993 yılında, MICEX ve yerel borsalar, Rusya Döviz Borsası Birliğini kurmuşlardır.

MICEX Menkul Kıymetler Borsası 1997 yılında kurulmuştur. 2003 yılında anonim şirket olmuş ve 2004 yılında borsa statüsünü kazanmıştır.

1997'de Ulusal Saklama Merkezi MICEX Holding ve Rusya Merkez Bankası tarafından kurulmuştur. 2006 yılında kayda alınmış menkul kıymet işlemi 1,9 milyon adeti, yatırımcıların hesabında bulunan menkul kıymetlerin değeri ise 110 milyar doları geçmiştir. Ulusal Saklama Merkezi'nin %47'lik kısmı holdinge aittir.

Ulusal Ticaret Borsası (National Merchantile Exchange-NAMEX) ile MICEX Holding 2002 yılında piyasanın gelişmesi için ortak projeler yürütmeye başlamışlardır. NAMEX, holdingin teknik ve organizasyon altyapısını kullanarak yatırımcılara ulaşmaktadır. NAMEX'in %10'u holdinge aittir.

MICEX Takas Merkezi bankacılık ve takas işlemlerinin yürütüldüğü bir kredi kuruluşu olarak 2002 yılında faaliyete geçmiştir. MICEX Holding altındaki bütün

piyasalar için takas işlemlerini yürütmektedir. MICEX Holding takas merkezinin %86'lık hissesini elinde bulundurmaktadır.

MICEX Menkul Kıymetler Borsasında hisse senetleri, özel şirket tahvilleri ve yerel bonolar işlem görmektedir. 205 ihraççının 302 hisse senedi MICEX Menkul Kıymetler Borsasında işlem görmekte olup, bunlardan 68 ihraççının 87 hisse senedi MICEX'e kote olmuştur.

Borsa'da 490 ihraççının 687 tahvili yer almaktadır. Bunlardan 169 ihraççının 255 tahvili MICEX menkul kıymetler borsasına kote olmuştur.

MICEX Menkul Kıymetler Borsasında hisse senedi ve tahvillerin yürütüldüğü üç ana endeks mevcuttur.

MICEX: Piyasa değeri ağırlıklı endeks likiditesi en yüksek 18 hisse senedini içermektedir.

MICEX 10: Likiditesi en yüksek 10 hisse senedinin aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmaktadır.

RCBI: Özel sektör tahvilleri için oluşturulan bir endekstir. Tahakkuk etmiş faiz veya kupon ödemesini dikkate almaktadır. Endekste ihraç büyüklüğü 500 milyon Ruble'nin ve günlük işlem hacmi 1 milyon Ruble'nin üzerinde olan, ayrıca son 30 günün en az 15'inde işlem görmüş özel şirket tahvilleri yer almaktadır.

Piyasa işleyişinde emir bazlı sürekli müzayede sistemi uygulanmaktadır.

Devlet tahvili piyasası, 1993 yılında Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası tarafından kurulmuştur. Değişken ve sabit faizli federal tahviller ile kısa vadeli iskonto devlet tahvilleri bu piyasanın ana enstrümanlarıdır.

Ayrıca, Rusya Merkez Bankası'nın para piyasası işlemleri ve aracı kuruluşlar arası repo işlemleri bu piyasada yapılmaktadır.

Tahvil piyasasında Maliye Bakanlığı ihraççı olarak yer almaktadır. 300 civarında aracı kuruluş ve 7.000 yatırımcı bu piyasalarda işlem yapmaktadır.

İşlemler emir bazlı olarak elektronik ortamda ana seans ve ek seans süreleri içinde yapılmaktadır. Ek seans, Rusya Merkez Bankası işlemleri için yürütülmektedir.

II.2.3.2. Rusya Ticaret Sistemi (RTS – Russian Trading System)

Merkezi Moskova’da bulunan RTS menkul kıymetler borsası, farklı yerel bölgelerde hizmet veren borsaların toplulaştırılmış bir sistem üzerinden işlem görmesi için 1995 yılında tezgahüstü piyasa olarak kurulmuştur. 1995 – 1998 yılları arasında, NASDAQ tarafından kurulan işlem ve takas altyapısı kullanılmıştır. 1998 yılında, altyapı modern bir sistem ile değiştirilmiştir.

Ulusal Menkul Kıymet Kurumları Birliği’nin (NAUFOR) tezgahüstü piyasayı düzenlemek istemesinin bir sonucu olarak RTS Menkul Kıymetler Borsası (Non-Profit RTS Stock Exchange) 1997 yılında kar amacı gütmeyen bir statüde kurulmuştur (Mirkin, 1998: 145).

2004 yılında halka arzı yapılan RTS Menkul Kıymetler Borsasının %60’ını 17 yatırım şirketi ve banka satın almıştır. Taleplerin artması üzerine aynı yıl içinde 4 şirkete %10’luk bir kısmı daha arz edilmiştir. Geri kalan %30’luk kısım ise RTS Grubuna aittir.

RTS Mutabakat Merkezi, RTS Grup içinde yer alan ve tamamen NP RTS'in iştiraki olan bir şirkettir. 2001 yılından bu yana RTS bünyesindeki vadeli işlemler ve opsiyon piyasasının mutabakat işlemlerini yapmaktadır.

RTS Takas Merkezi, 1999 yılında, NP RTS tarafından kurulmuştur. Yönetimi RTS Menkul Kıymetler Borsası ile aynıdır. Takas Merkezinin 400 üyesi bulunmaktadır.

1993 yılında kurulan RTS Saklama şirketi, Rusya'daki özel şirket tahvillerinin saklandığı en büyük merkezdir.

SKRIN, Kapsamlı Bilgi ve Haber Açıklama Sistemi (Comprehensive Information and News Disclosure System) 1999 yılında NAUFOR tarafından geliştirilmiş, 2002 yılında ise RTS Grubuna katılmıştır. Rus şirketleri hakkında şeffaf ve doğru bilgiye ulaşımı sağlamak için kurulmuştur. Şu an 830.000'in üzerinde Rus teşebbüsü ile ilgili bilgi bulundurmaktadır.

Borsada işlem öncesi ve sonrası seansları bulunmamaktadır. 10:30-18:00 arasında işlem yapılabilir. Borsada yatırımcılar, Klasik ve T+0 olmak üzere iki farklı hisse senedi piyasasında işlem gerçekleştirebilmektedir. Bunların dışında, tezgâh üstü piyasa RTS Tahtası, vadeli işlemler ve opsiyonların yürütüldüğü FORTS ve tezgâh üstü döviz piyasası, RTS Döviz olmak üzere üç tane daha piyasa mevcuttur. Piyasalarda hangi ürünlerin işlem gördüğüne aşağıda yer verilmiştir.

Hisse Senedi ve Tahvil Piyasası: Hisse senedi, özel şirket tahvili, yerel yönetim tahvilleri, yatırım fonları.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası: Endeks türevleri, hisse senedi türevleri, hava durumu türevleri, mal türevleri, faize ve döviz dayalı ürünler.

Döviz Piyasası: Aynı gün, ertesi gün ve bir sonraki gün valörlü işlemler.

Hisse senedi işlemleri Klasik ve T+0 piyasalarında yapılmaktadır. RTS Tahtada ise tezgâhüstü işlemler yürütülmektedir.

Klasik piyasa, ülkede yabancı para birimi üzerinden takas imkanı sağlayan tek piyasadır. Klasik piyasada hisse senetleri, tahviller ve yatırım fonları, kotasyon ve emir bazlı olarak işlem görebilmektedir. 2003 yılında 156 milyar \$ olan piyasa değeri, yaklaşık 9 kat artmış 2007 yılının Kasım ayında 1.3 trilyon \$ olmuştur.

RTS Tahtası (RTS Board) kot dışı pazardır. RTS, ilk olarak tezgâh üstü piyasa olarak kurulmuştur. Halihazırda, tezgâh üstü piyasa işlemleri RTS Tahtada sürdürülmektedir. Kasım 2007 itibariyle 1.217 ihraççının 1.607 menkul kıymeti Tahtada işlem görmektedir.

RTS menkul değerler borsasında üç temel endeks vardır.

RTSI: RTS endeksi (RTSI) 1995 yılında ilk kez hesaplanmıştır. ABD doları cinsinden hesaplanan endekste 50 şirket piyasa değeri açısından sıralanmaktadır.

RTS-2: RTS-2 endeksi (RTS2) 2006 yılının sonlarına doğru yayınlanmaya başlamıştır ve 66 şirketi içermektedir. RTS2’de orta ve küçük ölçekli hisse senetleri bulunmaktadır.

RTS Select: Büyüklük ve likiditeyi dikkate alan RTS Select endeksi ise (RTSSI), 15 hisse senedini kapsamaktadır.

RTS’te bunların dışında 5 tane sektörel endeks bulunmaktadır:

- RTS-Petrol ve Gaz (RTSog)
- RTS-Telekomünikasyon (RTStl)
- RTS-Metal ve Madencilik (RTSmm)
- RTS Sanayi (RTSin)
- RTS-Tüketici

- Perakende (RTScr)

Vadeli işlem ve opsiyon piyasası (FORTS), RTS Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde faaliyet göstermektedir. FORTS İcra Kurulu, RTS Menkul Değerler Borsası Yönetim Kurulu ve RTS Türev Piyasası Komitesi üyelerinden oluşmaktadır.

II.3. RUSYA MALİ PİYASALARI VE KAMUYU AYDINLATMA ÇALIŞMALARI

Rusya mali piyasalarının ana sorunu ekonominin ihtiyaç duyduğu yatırımlar için gerekli sermayeyi sağlayamamasıdır. Mali piyasalar birikimlerin yatırıma dönüşmesi fonksiyonunu gerektiği kadar hayata geçirememektedirler. İhtiyaç duyulan yatırımlara gerekli kaynak sağlanamadığı için, makroekonomik açıdan verimsiz sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

Mali piyasaların etkin olarak çalışması için birçok etkenin birarada olması gerekmektedir. Bunlar (Belikov, 2000: 35):

- Kurumsal yönetim,
- Menkul kıymet piyasalarını düzenleme standartları,
- Şeffaflık standartları,
- Uluslararası Muhasebe Standartları ve denetim standartları
- Ödeme sistemleri standartları,
- Menkul kıymetlerle ilgili ödeme ve teslim ve karşılıklı hesaplaşma standartları,
- Bankaların kontrol ve denetim standartları

Rusya şirketleri Avrupa'daki benzer firmalardan daha düşük değerlendirilmektedirler. Şirketin değerinin artması için iyi yönetim standartlarını uygulanması gerekmektedir. Black Love ve Rachinskiy tarafından 2006 yılında Rusya'daki en büyük 100 şirket üzerinde yapılan çalışmada kaliteli şirket yönetiminin şirketin piyasa değerini iyi yönde etkilediği istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde kanıtlanmıştır (Black, 2006). Kaliteli yönetim de ancak kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasıyla mümkün olmaktadır.

Rusya şirketlerinin sermaye yapısının özelliklerini aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Kuznetsov, Muravyev, 2004: 38).

- Sermaye ya tek elde, yada şirket içinde birkaç büyük ortak arasında toplanmıştır
- Özellikle şirket içindikiler (insider trading), zayıf yasal kurumlardan dolayı bireysel olarak yüksek karlar elde etmektedirler
- Gelişmemiş sermaye piyasaları ve devletin önemli ölçüde ticari işlere karışması

Bu özelliklerden dolayı Rusya'da kurumsal yönetim tartışmaları diğer gelişmiş ülkelerden farklı olarak daha başka konularda yoğunlaşmaktadır. Rusya'da temel çıkar tartışması büyük ve küçük paya sahip ortaklar arasında gerçekleşmektedir, Amerika ve İngiltere'de genelde görülen yönetim kurulu ve ortaklar arasında çıkar çatışması Rusya'da az görülmektedir.

Rusya'da genelde büyük ortaklar kendi aralarında ve dışarıdan şirket varlıklarını kapma hevesine düşen şirket avcılarıyla çatışma içindedirler.

Rusya ekonomisinin kendine özgü özelliklerinden birisi de, devletin ticari hayata büyük ölçüde müdahale etmesidir. Değişik düzeylerde devlet kurumları

şirketlerde ortak veya çıkar grubu olabilirler, onların da hedefi şirket değerinin maksimize edilmesinden farklı olabilmektedir.

Devletin şirkette hissesi olduğu zaman, bir ortak olarak kendi çıkarlarını korumakla ilgilenmektedir. Ayrıca devlet bütün şirketlerde vergi alacaklısı olduğu için de ilgilenmektedir (Golubkov, 1999: 43).

Yerel yönetimler de çok değişik roller oynamaktadırlar. Birincisi onlar bölgedeki işsizlik oranıyla ilgilenmektedirler. Bu nedenle yeniden yapılanmaya ihtiyacı olan şirketlerin isteklerine karşı çıkmaktadırlar. En iyi örneği araba üreticisi olan Avtovaz'dır. Avtovazın faaliyet gösterdiği 700 bin nüfusa sahip Tolyatti şehrinde nüfusun yaklaşık beşte biri Avtovaz'da çalışmaktadır. Şirket yıllardır ikinci el arabalardan daha düşük kalitede araba üretiyor. İkinci el araçlara çok fazla ithal vergisi olmasına rağmen Avtovaz düzenli olarak piyasa payı kaybetmektedir. Şirket için çok önemli olan yeniden yapılanma birçok kişinin işten çıkarılmasına yol açacağı için politik olarak engellenmektedir (Muravyev, 2004: 110).

Yerel yöneticiler ayrıca himayecilik de yapmaktadırlar. Büyük şirketlerden fazla para alarak vergi kurumlarına ve piyasaya girmek isteyen rakiplere karşı koruma sağlamaktadırlar.

Rusya'da ortak aktifliği konusu İngiltere ve Amerikaya kıyasla kurumsal yönetim açısından daha az önem taşıyan bir mekanizmadır. Ortak aktifliğinin olması için şirketlerin yüksek oranda şeffaf olması, güçlü düzenleyici kurumlar, bağımsız ve söz sahibi medyanın olması gerekmektedir. Bütün bunlar Rusya'da bu aşamada yeteri kadar gelişmemiştir.

Buna rağmen, bu alanda özellikle yabancı kurumsal yatırımcılar tarafından önemli adımlar atılmıştır. Bu kurumsal yatırımcılar şirketlerin kurumsal yönetim

anlayışında önemli değişiklikler gerçekleştirmişlerdir ve kurumsal yönetim ihlallerinin önüne geçmişlerdir (Ponomarev, 2001: 67).

Rusya`da ortak aktifliğine en belirgin örnek, Hermitage fonu gösterilebilir. Fon Rusya`ya yatırım yapma üzerine uzmanlaşmıştır ve medya stratejisi izlemektedir. Düzenleyici kurumların zayıf olması, mahkemelerin rüşvete yatkın olması ve Rusya medyası güven vermediği için, fon kendi kurumsal yönetimiyle ilgili haberleri uluslararası üne sahip Financial Times ve The Wall Street Journal`da yayınlamaktadır (Muravyev, Savulkin, 1998: 114).

Rusya Ekonomik Gelişme Bakanlığı ve FSFR araştırmaları sonucu Rusya şirketleri kurumsal yönetiminin ana problemleri aşağıdaki başlıklar altında belirtilmektedirler (Ponomarev, 2001: 89).

- Hissedarların haklarının korunması ve bütün ortaklara eşit muamele
- Yönetim kurulunun yetkileri ve bağımsız yönetim
- Kamuyu aydınlatma uygulamaları ve şeffaflık

Bu sorunların çözülmesi Rusya şirketlerinin yatırım çekiciliğinin artırılması ve genel olarak Rusya`nın imajının artırılması için önkoşul olmaktadır.

II.3.1. Yatırımcı Haklarının Korunması

1990`lı yılların ortasında Rusya şirketlerinde iki temel özellik çok net şekilde belli olmaya başladı (Kuznetsov, Muravyev, 2004: 78);

- Şirketlerin hisse senetlerinin %75'ne sahip olarak tam kontrol elde edilmesi
- Birçok yavru şirket aracılığıyla kurumsal olarak zor ve karışık bir sistem oluşturarak şirket faaliyetleriyle ilgili en az şeffaflık gerçekleşmiştir.

Mülkiyet yapısının da tek elde toplanmasının belli bir maliyeti vardır (Kuznetsov, Muravyev, 2004: 79). Çok fazla kontrol gücü, küçük ortakların ele geçirilmesi sonucunu ortaya çıkarabilmektedir bu da ek maliyet getirmektedir.

Diğer bir maliyet de, yöneticilerin çok sıkı kontrol edilmesi, yöneticilerin kişisel çıkarlarını bozabilmekte ve onların inisiyatiflerini öldürebilmektedir. Diğer maliyet ise, şirketin hisse senedinin likiditesinin düşüklüğü gösterilebilir.

Diğer bir sorun ise kar payı dağıtım politikasıdır (Kuznetsov, Muravyev, 2004: 80). Yüksek oranda kar çıksa dahi bu kar dağıtılacağı anlamına gelmemektedir. Karpayı dağıtım kararı genel kurul toplantısında esas olarak büyük ortakların kararıyla alınmaktadır. Büyük ortaklarda payı bölmek için genelde olumlu karar almıyorlar ve azınlık paya sahip ortakların hakları zarar görmektedir. Kar dağıtmamak için rakamlar manipule edilmektedirler.

Araştırmalara göre 1999 – 2001 yıllarında Rusya şirketlerinde tek büyük ortağın hissesi yaklaşık %30 – 35 arasında olmuştur, üç büyük ortağın yüzdesi %40 – 45 olmuştur.

Rusya'da sadece mülkiyet yapısı tek elde toplanmamıştır, aynı zamanda şirketler de belirli ellerde toplanmıştır. Guriev ve Racinsky'nin çalışmalarına dayanarak denilebilir ki, Rusya sanayisinin %40 zenginler tarafından kontrol edilen 22 en büyük ticaret grubuna aittir (Guriev, Rachinsky, 2004: 93).

Burada ayrıca çatışmanın bir başka yüzeyi daha vardır. Devlet ve özel sektör hedeflerinin tamamen ayrı olması ve devletin ticarete müdahalesinin gittikçe artması daha kesin ve belirli bir hal almaktadır ve buda azınlık paya sahip ortakların haklarını daha da azaltmaktadır.

Kontrolü elinde bulunduran ortakların istedikleri gibi davranmalarının getirdiği maliyete karşın, bu durum Rusya'da kurumsal yönetimin ana mekanizmalarından biridir. Mulkiyetin tek elde toplanması her ne kadar bir mükemmel sistem olmasa da ortak haklarını koruma görevinin yerini almaktadır.

Ortak hakları korumasının zayıf olduğu noktada, sadece büyük ortağın şirketin dışarıdan avcılar ve diğer büyük ortaklar tarafından ele geçirilmemesi için karşı gelecek gücü ve inisiyatifi vardır, bu şekilde de küçük ortak da belirli bir oranda korunmaktadır (Guriev, Rachinsky, 2004: 97).

Kontrol gücünü elinde bulunduran ortağın hissesi büyük olduğu için diğer ortaklar tarafından onun çıkarlarının gözetilmesi ilk sıraya konmaktadır. Bu da hisse senedinin değerini maksimize etmek için uğraşmak demektir. Eğer kontrolü elinde bulunduran ortak yönetici pozisyonunda değilse, kendi gücünü kullanarak ve kendi büyük payından kaynaklanan inisiyatifi kullanarak o yöneticileri denetlemekte ve onları kolay bir şekilde cezalandırmakta ve hatta işten atabilmektedir.

Kontrol gücüne sahip hisse senedini elinde bulunduran ortakların geniş yetkiye sahip olduğu dünyada, kurumsal yönetimin tek etkili mekanizması kontrolü bir kaç büyük ortak arasında paylaşımıdır.

Bazı Rus şirketlerinin birden fazla büyük ortağı vardır. Örneğin Alfa Grup (kendine bağlı şirket olan Altimos aracılığıyla) yatırım yaptığı telekom şirketlerinde

büyük paya sahip olmak yerine, sadece blok hisselerine sahip olmayı tercih etmektedir (%25'lik). Bu şirketlerde birden fazla blok payı elinde tutan ortak vardır.

Bu şekilde mülkiyet yapısında da blok payı elinde tutanlar az paya sahip olanları ele geçirebilirler, ayrıca bu şekilde mülkiyet dağılımı büyük ortaklar arasında da çatışma ortaya çıkarabilmektedir. Bu çatışmalar değer yaratıcı ve değer kaybettirici olabilir. Bir taraftan bir çok büyük ortağın olması bir birlerini kontrol edebilmeleri ve dengelemeleri açısından iyi olabilmekte, ayrıca önemli kararların alınmasında, örneğin yönetimin seçilmesi veya şirket tüzüğüne değışmesi gibi kararların alınmasında küçük ortakların oyunu almak için büyük ortakların bir biriyle oy almak için yarışması sonucunu doğurmakta, bu da küçük ortaklara fayda sağlamaktadır.

Bu durumlarda birçok büyük ortağın olması kurumsal yönetime değıer katmaktadır. Diğler taraftan, olası kararları bloke etme gücü çıkılmaz durumları da ortaya çıkarabilmektedir. Ampirik çalışmalar göstermektedir ki, Rusya şirketlerinde birden fazla büyük ortağın olması şirketlere ortalama olarak fayda sağlamaktadır (Leonov, 2000).

Rusya'da sıkça düşmanca elegeçirmeler de yaşanmaktadır. Düşmanca ele geçirmeler her piyasa ekonomisinde görölmektedir. Rusya'da şirket avcılarının kullandığı yöntemler sadece etik olmamakla beraber yasal bile olmayan yöntemler olabilmektedir. Bunlara siyah ve gri şemalar da denmektedir. (Mahkemeleri ve düzenleyici kurumları ele alma, evrakları tahrif etme, siyah halkla ilişkiler, bazen direk saldırma ve tehdit)

Rusya ortamı için düşmanca ele geçirmelerin en büyük maliyeti, mülkiyet haklarının güvensizliği ilk olarak yatırım yapma isteğini azlatmaktadır ve ortakları

yeniden ele geçirmeleri engellemek için şirket kaynaklarını kullanmaya zorlanmaktadır (Leonov, 2000: 105).

Sonuç olarak kontrolü kaybetme korkusu yüzünden, büyük ortak hisselerini kendi şirketinde tutmayı tercih etmekte, bunun sonucu olarak da şirkette çeşitlendirme yapamamakta ve şirketin hisse senetlerinin likiditesi azalmaktadır.

Ama diğer bir bakış açısına göre de, şirket avcılarının olması piyasa için önemli bir gerekliliktir (Leonov, 2000: 107). Yöneticileri daha iyi çalışmaya zorlamakta, kurumsal yönetimin gelişmesine yardımcı olmakta ve kötü yönetilen şirketlerin daha iyi yönetilecekleri ellere transfer edilmesine yardımcı olmaktadır.

Rusya şirketlerinin kendine has özelliklerinden biri de, çalışanların hala büyük hisse senetlerine sahip olmalarıdır (Kuznetsov, Muravyev, 2004: 156). Kurumsal çatışmalar zamanı bu hisseler yönetimin elinde savunma için önemli araç olabilmektedirler. Yönetim genel olarak çalışanların desteğini almaktadır. Bu bazan ricayla bazen de zorlamayla bile olabilmektedir.

Çalışanların hisse senetleri aynı zamanda şirket avcıları için de hedef olmaktadır. Eğer çalışanlar yönetimden memnun değillerse (veya şirket avcısının yönetiminin daha fazla fayda sağlayacağına ikna edilmişlerse), onlar kendi hisselerini şirket avcısına satma konusunda istekli olabilmektedirler.

Genel olarak çalışanlar yönetimin tarafındadırlar, çünkü yönetim değişikliği her zaman işten çıkarmaları da beraberinde getirmektedir.

II.3.2. Yönetim Kurulu Yetkisi ve Bağımsız Yönetim

Rusya’da mülkiyet yoğunluğu yüksek olduğu için, şirketlerin yönetim kurulu üyelerine birer bağımsız oyuncular olarak bakılamamaktadır. Ekonomi Yüksek Okulu ve Ekonomik Analiz Bürosunun 2004 yılında yaptıkları ortak çalışma ve Standart & Poors 2007 yılında son yaptığı araştırmalarda da ortaya çıkmaktadır ki, kurullar büyük ortak temsilcileri tarafından ele geçirilmişlerdir.

Yönetim kurulunda bağımsız üyelerin sayısı azdır. Buna rağmen bir çok şirket son zamanlarda batılı şirketleri takip ederek iyi bir yönetim kurulu kurmaya çalışmaktadırlar. Bu şirketler bağımsız yönetim kurulu kurmak ve yöneticiler üzerinde sıkı bir kontrol kurmak için önemli adımlar atmaktadırlar. Burada da önemli sorun bağımsızlık teriminden neyin anlaşıldığıdır. Bu isim olarak yöneticilere bağımsızlık demek kolay olmaktadır ve formalite icabı denmektedir. Ama gerçek olarak yöneticiler ve kontrol paketini elinde bulunduran ortaklar sıkı bağlar içindedirler.

Uygulamada yönetimin onu seçen hissedarlara karşı sadık kalacağı görüşü yaygın olarak kullanılmaktadır. Gerçekte ise yönetim kurulu seçimlere etkisi daha fazla olacağı için sadece büyük paya sahip ortakların haklarını korumaktadırlar.

II.3.3. Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları ve Şeffaflık

Kurumsal yönetimin iyileştirme faktörlerinden biri şirket faaliyetleriyle ilgili bilgi açıklanmasıdır. S&P tarafından yapılan yıllık araştırmalarda 2002 yılından itibaren Rusya şirketlerinin ortalama şeffaflık oranı yıllarca artmaktadır. En büyük halka açık Rusya şirketlerinin Kamuyu Aydınlatma Endeksi (KAE) 2002 yılında 34% iken, 2008 yılında 56 % kadar yükselmiştir.

Kamuyu aydınlatmada esas problem olarak mülkiyet yapısıyla ilgili bilgi açıklamasıdır. Ayrıca genel müdürle anlaşmanın finansal ve özellikle finansal olayın kısımlarıyla ilgili açıklamalara çok az yer vermektedirler.

Son yıllarda Rusya hükümeti kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatmayla ilgili yasal zeminin oluşturulması açısından aktif bir faaliyette bulunmaktadır ve kurumsal yönetim ilkeleri hazırlamıştır. Ama bu ilkelerin uygulanması zorunlu değil, kullanılması tavsiye edilmiştir.

1999 yılında OECD tarafından hazırlanan kurumsal yönetim ilkeleri değişik ülkeler için tek bir sistemi oluşturmuştur. Aşağıdaki alt bölümleri vardır.

- Ortakların hakları
- Ortaklara karşı eşit muamele
- İlgili kişilerin rolü
- Bilgilerin açıklanması ve şeffaflık
- Yönetimin zorunlulukları

Dünyada birçok kurumsal yönetim sistemi olmasına rağmen, genel olarak üç gruba ayrılırlar; Anglo – Amerikan, Alman ve Japon.

Rusya için kurumsal yönetim modeli olarak 1990’lı yıllarda Anglo – Amerikan tarzı tercih edilmiştir. Bu modelin hayata geçmesi için aşağıdaki adımlar atılmıştır (Ponomarev, 2001: 134);

- Büyük devlet şirketlerinin çek yönetimiyle özelleştirilerek onların açık anonim ortaklıklara dönüştürülmesi ve bu kaynağın sayısal olarak çok fazla küçük ortak arasında dağıtılması
- Menkul kıymet piyasasının ve onun kurumlarının hızlı bir şekilde geliştirilmesi (borsalar, brokerler, saklama ve kayıt kuruluşları)
- Kurumsal yatırımcıların oluşturulması

Hisse senetlerinin çok sayıda küçük ortaklar arasında dağıtılması menkul kıymet piyasalarında yüksek likidite yaratacağı tahmin edilmekteydi, ayrıca yabancı yatırımcıların özelleştirilmiş şirketlerin hisse senetlerine ulaşımının daha kolay olacağı düşünülmekteydi (ikincil piyasada). Gelişmiş menkul kıymet piyasasının sonucu olarak altyapı işlemlerinin hızlanması sağlanacak ve küçük ortaklar şirket yönetimiyle aynı politikayı paylaşmadıkları zaman tersi yönde oy kullanabilme olasılığı sunacağı düşünülmekteydi.

Kurumsal yatırımcıların küçük hisse senedi sahiplerinin hisse senetlerini elinde toplayarak, onların çıkarlarını daha etkili olarak koruyabilecekleri amaçlanmaktaydı (Kondratev, 2002). Ama gerçek uygulamada bu tahminlerin sadece bir kısmı gerçekleşti.

Bununla birlikte, 1990’lı yılların ikinci yarısından sonra Rusya’da kurumsal yasal zeminle ilgili çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. Federal kanunlar kabul

edilmiştir. 24 Kasım 1995 *‘Hisseleri Paylara Bölünmüş Ortaklıklarla İlgili’*, 22 Nisan 1996 *‘Menkul Kıymet Piyasaları Hakkında Kanun’* ve 12 Şubat 1999 *‘Menkul Kıymet Piyasalarında Yatırımcıların Hakları ve Yasal Çıkarlarını Koruma Kanunu’*.

Federal Finansal Piyasalar Kurumu 8 Mayıs 1996’da *‘Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Yayın Kuruluşları Aracılığıyla Yayınlamak Zorunda Oldukları İlave Bilgiler Hakkında Kanun’*, 11 Ağustos 1998’de *‘Hisse Senedi İhraç Edenin Her Çeyrekte Hesap Verme Zorunluluğu Hakkında Kanun’*, 12 Ağustos 1998’de *‘Hisse Senedi İhraç Edenin Finansal ve Finansal Olmayan Falliyetleriyle İlgili Önemli Olaylara İlişkin Bilgi Açıklama Şekliyle İlgili Kanun’*, 4 Nisan 2002’de *‘Kurumsal Yönetim İlkelerinin Kullanılmasıyla İlgili Tavsiye’*, 2 Temmuz 2003’de *‘Hisse Senedi İhraç Edenler Tarafından Bilgilerin Yayınlanması Hakkında Kanun’* ve diğer yasal düzenlemeler yapılmıştır.

“Menkul Kıymetlerle İlgili Federal Yasa”nın 51. maddesi gereğince kamuyu aydınlatmanın ihlali durumunda asgari ücretin 100 – 500 katı para cezası verilebilmektedir. (Eğer bu ihlal sonucu vatandaşlar, kurumlar ve devlet önemli zarar görmüşse). Burada firma eğer finansal durumu, menkul kıymetleri, menkul kıymetleriyle ilgili işlem ve sözleşmeleri, eğer bu bilgiler kötü niyetle açıklanmıyorsa veya yalan ve yetersiz bilgi verilmesi sonucu devlet, vatandaş veya kurumlar önemli zarar uğratılıyorsa bu ceza verilmektedir. Ceza kanuna göre ceza 500 – 700 katına çıkmaktadır (Matkova, 2007: 48).

Diğer ceza olarak ise yetkili kurum tarafından çeyrek dönem sonucu verilmesi gereken bilgi ve raporlar yetkili kuruma sunulmamışsa, hisse senetlerinin dolaşımının durdurulması ve yeni ihraçlara izin verilmemesi gösterilmektedir. Federal yasanın 30. maddesinde üç aylık raporların şekli belirtilmektedir.

Diğer bir ceza olarak ise FSFR'in şirkete direk giderek veya ek evraklar isteyerek kontrol etmesinin kamuoyu tarafından duyulması sonucu şirket imajı da zedelenmekte ve yatırımcıları bir ölçüde kaçırmaktadır (Belov, 2005: 109).

BÖLÜM III

RUSYA MENKUL KIYMETLER PİYASASINDA BİR UYGULAMA

III.1. ARAŞTIRMA AMACI VE KAPSAMI

Bu bölüme kadar kamuyu aydınlatma, Rusya mali piyasaları ve Rusya mali piyasalarında yapılmış kamuyu aydınlatma ve kurumsal yönetim çalışmalarıyla ilgili bilgiler açıklanmıştır. Bu bölümde Rusya’da borsada işlem gören şirketlerin geldikleri şeffaflık düzeyi kamuyu aydınlatma endeksiyle ölçülmekte ve kamuyu aydınlatma endeksinin firma değerine etkisi test edilmektedir.

III.2. ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR VE TEORİK TARTIŞMA

Kamuyu aydınlatma ve uygulamalarıyla ilgili ilk çalışmalar 1930 – 1970 yılları arasında piyasa aksaklıklarını ortaya koyan çalışmalarla başlamıştır. Bunlara 1932 Berle & Means çalışması, 1976 Jensen & Meckling, 1970 Akerlof’un yaptığı çalışmalar örnek gösterilebilir. Daha sonraki çalışmalar daha çok aksaklıkları gidermeye yönelik önerilerin sunulduğu ve test edildiği çalışmalar olmuştur.

Bu konuda yapılan akademik çalışmalarda genel olarak, işletmelerin kamuya aydınlatma ve seffalık uygulamaları incelenerek, bu uygulamaların, sermaye piyasaları ile olan ilişkileri üzerinde durulmaktadır.

Sengupta (1998), Botosan (1996) ve, Ashbaugh ve ark.(2004) doğru ve zamanında, ayrıntılı olarak açıklanan bilginin, firmanın riskini düşüreceğini ve dolayısıyla firmanın borç ve sermaye maliyetinin daha düşük olacağı fikrinden yola çıkarak kamuyu aydınlatmayla borç ve sermaye maliyeti arasında ilişkiyi test etmişlerdir.

Botosan (1996) çalışmasında yüksek kamuyu aydınlatmayla düzeyiyle düşük sermaye maliyeti arasında bağlantıyı ortaya çıkarmıştır. Sengupta (1998) yaptığı çalışmada kamuyu aydınlatmanın borç maliyetini düşürdüğünü kanıtlamaya çalışmıştır. Gomes ve arkadaşları (2004) ile Gore (2004), özellikle zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamalarıyla ve sermaye maliyeti üzerinde çalışmışlardır. Yapılan çalışmaların genelinde, kamuyu aydınlatmanın sermaye piyasaları üzerinde olumlu etkileri tespit edilmiştir.

Bu konuda bazı akademik çalışmalarda işletmelerin kamuyu aydınlatma stratejileri ve bu stratejileri etkileyen faktörler incelenmiştir. Bu amaca yönelik çalışmaların bazıları, kamuyu aydınlatma uygulamalarında, ülkeler arasındaki farklılıkları ortaya koymaya çalışırken (Meek ve ark., 1995), (Salter, 1998), (Santema ve ark.,2005), (Patel ve ark.,2002), bazıları da (Alsaed,2005), (Naser, 2003), (Cooke,1993), (Chow&Wog-Boren,1987), (Wallace,1988), (Wallace ve ark.,1994) ülke bazında, firmaların kamuyu aydınlatma uygulamalarını ve bu uygulamaları etkileyen faktörleri incelemişlerdir.

Bu araştırmalarda, kamuyu aydınlatmanın işletmelerin tarihi finansal performansı yönetim stratejisi firma ortaklık yapısı sermaye piyasasının gelişmişliği, üst yöneticilerin tercihi vb. faktörlerden etkilendiği belirtilmiştir.

Silva, Alves (2004) yaptıkları çalışmada Brezilya, Arjantin ve Meksika borsalarında faaliyet gösteren 150 şirketin kamuyu aydınlatma düzeyleriyle şirket değeri arasında ilişkiyi test etmişlerdir. Şirket değerini Tobin q değeriyle ölçmüşlerdir. Sonuç olarak Tobin q değerine en fazla etkiyi sanayi dalının ve şirket büyüklüğünün etki ettiğini bulmuşlardır. Kamuyu aydınlatma düzeyiyle şirket değeri arasında olumlu etki bulunmuştur.

Fan, Wang ve Zhang (2006) 144 Çin şirketinin kamuyu aydınlatma düzeyleriyle rekabet ve stratejik özellikleri arasında ilişkiyi test etmişlerdir. Bağımlı değişken olarak şirketin sanayi dalında rekabetle ilgili bilgi açıklaması olmuştur. Çalışma sonucu göstermektedir ki, sadece piyasa rekabetle ilgili değişkenler kamuyu aydınlatma düzeyine etkili olmuşlardır. Kurumsal yönetim faktörleri ve şirket gelirlerinin şirket kamuyu aydınlatma düzeyine etkisi olmamıştır.

Liu ve Eddie (2007) tarafından yapılan çalışma sonuçları da göstermektedir ki, Çin şirketleri yabancı sermayenin olması durumunda kamuyu aydınlatmaya daha yatkındılar. Ayrıca bu çalışmada daha büyük şirketlerin daha fazla bilgi açıkladıkları hipotezi de doğrulanmıştır. Şirket geliriyle kamuyu aydınlatma düzeyi arasında ters ilişki gözlemlenmiştir. ROE'yle şeffaflık arasında ters ilişki gözlemlenmiştir.

Yabancı deneticilerin piyasa girmesiyle şirketi kontrol etmesiyle kamuyu aydınlatma arasında olumlu ilişki gözlemlenmiştir. Yabancı yatırımcı payının olmadığı Çin şirketleri için denilebilir ki, şirket mülkiyet yapısıyla kamuyu aydınlatma düzeyi arasında doğru ilişki bulunmuştur. Yazarlar bu durumu devletin

payının şirketlerde özel sektöre göre daha fazla olduğu için şirketlerin devlet güvenin daha da sağlamlaştırmak için kamuyu aydınlatmaya daha meyillidirler.

Firth (1979) yaptığı çalışmada büyük şirketlerin daha fazla bilgi açıklamaya meyilli olduğunu göstermiştir. Chow, Wong-Boren, (1987) yaptıkları çalışmada gönüllü kamuyu aydınlatmayla şirket büyüklüğü arasında ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuç olarak 52 Meksika firmasında gönüllü kamuyu aydınlatmanın çok değişik sonuçlar gösterdiğini ve şirketlerin büyüklüğüyle kamuyu aydınlatma derecesi arasında olumlu ilişki bulmuşlardır.

Cooke (1992) yaptığı çalışmada şirketin büyüklüğünün, imalat sektöründe faaliyet göstermesi ve yabancı borsalarda kote olmasının Japon şirketlerinin kamuyu aydınlatma düzeyiyle olumlu ilişki içinde olduğunu göstermiştir.

Naser, Alkhatib, Karbhari (2002) çalışmalarında şirketin büyüklüğünün, borç yükünün büyüklüğü ve denetici şirketin büyüklüğüyle kamuyu aydınlatma arasında olumlu ilişki bulmuşlardır.

Lang, Lundholm (1993) ve Clarkson (1994) yaptıkları çalışmalarda yüksek faaliyet sonuçlarına sahip şirketlerin, etkin olmayan şirketlere oranla daha fazla bilgi açıklamaları için güdülendiklerini bulmuşlardır.

Richardson ve Welker (2001) yaptıkları çalışmada şirketlerin finansal verilerini ve finansal sonuçlarının açıklamalarıyla yatırımların karlılığı arasında olumlu ilişki bulmuşlardır. (ROI). Diğer taraftan ise şirketler rekabet üstünlüklerinin kaybetmek istememe nedeniyle bazı bilgilerini kamuya açıklamakta o kadar da gönüllü davranmamaktadırlar. Bu nedenle şirketin kamuyu aydınlatma düzeyiyle şirketin faaliyet sonuçları arasında sadece olumlu veya olumsuz bir ilişkinin varlığında söz etmek o kadar doğru olmamaktadır.

Huafang ve Jianguo (2007) yaptıkları çalışmada 559 Çin şirketinin kamuyu aydınlatma derecelerini incelemektedirler. %5'ten fazla hisse senedine sahip olanların yüzdesiyle, yabancı borsalarda işlem görme durumu kamuyu aydınlatmada artışa yol açmakta, bu arada yöneticilere, devlete ve tüzel kişilere ait hisse senedi oranı arasında bir ilişki bulunmamıştır. Bağımsız yöneticilerin sayısı ve kamuyu aydınlatma arasında olumlu ilişki ama yönetim kurulu başkanın aynı zamanda genel müdür olması durumu (ceo duality) şeffaflığı olumsuz etkilemektedir.

Bollen, Hassink ve Bozic (2006) yaptıkları çalışmada Avusturya, Belçika Fransa, Hollanda, Güney Afrika ve İngiltere'den 270 şirketin internet sayfasını incelemişlerdir. Regresyon analizi sonucu yazarlar şirket büyüklüğü, uluslararası olma derecesi, bireysel yatırımcılara açık hisse senetleri yüzdesi, çevre faktörlerinin internette bilgi açıklamasıyla arasında olumlu ilişki bulmuşlardır.

Çalışma sonuçlarına göre uluslararası faaliyet gösteren büyük şirketler interneti yatırımcılarla ilişki kurmak ve bilgilendirmek için daha fazla kullanmaktadırlar. Hisse senet başına düşen gelir ve özsermayenin karlılığıyla gönüllü kamuyu aydınlatma arasında ilişki bulunmamıştır. Çalışma ayrıca finansal kaldıraçla internette kamuyu aydınlatma arasında ilişki bulamamıştır. Yazarlar bunu tahvil sahipleri ve borç verenlerin şirket durumuyla ilgili bilgiye ulaşmak için özel bilgi kanallarının kullanabilmeleriyle açıklamaktadırlar. Kamuyu aydınlatma düzeyiyle şirketin teknolojik olarak gelişmesi düzeyi arasındai hipotez reddedilmiştir. İnternet sayfasındaki açıklama düzeyiyle çevre faktörü arasında olumlu etki gözlemlenmiştir. Anglo – Amerikan modeli şirketlerin (Avustralya, Hollanda, İngiltere) internet sayfaları kamuyu ve yatırımcıları aydınlatma düzeyi açısından bakıldığında Fransız, Belçika ve Güney Afrika şirketlerine oranla daha kaliteli oldukları gözlemlenmiştir.

Cormier, Ledpux, Magnan (2009) yaptıkları çalışmada borsaya kote olan ve ulusal borsanın kapitalizasyonunun %80'ine sahip olan 189 Kanada şirketini internet sayfası incelenmiştir. İnternette bilgi açıklaması üç açıdan incelenmiştir:

- üretim
- sosyal
- finansal faaliyetlerle ilgili bilgi açıklaması.

İnternet sayfasında sosyal ve finansal faaliyetlerle ilgili bilgi açıklamasıyla şirket değeri arasında ilişki bulunmuştur.

Gandia (2008) yaptığı çalışmada borsaya kote olan finansal olmayan 92 İspanya şirketinin internet bilgilerini incelemiştir. Regresyon analizi sonucu kurumsal yönetimi ölçen değişkenlerin şirket kamuyu aydınlatma derecesiyle ilişkisi bulunmamıştır. Benzer sonuç şirketin denetimiyle olan ilişkisinde de oraya çıkmaktadır. Şirketin şeffaflık derecesiyle şirket büyüklüğü ve menkul kıymet borsasında kote olma süresiyle olumlu ilişki gözlemlenmiştir. Sanayi dalıyla ilgili sonuçta ise duran varlıklar dışındaki yatırımların büyük olduğu sanayi kolunda daha fazla bilgi açıklamaya meyilli oldukları açıklanmaktadır. (Bu araştırmada bu sanayi sektörleri iletişim ve bilgi sektörleri olmuştur.) Ayrıca şirketi izleyen analizcilerin sayısıyla kamuyu aydınlatma arasında olumlu ilişki ortaya çıkmıştır.

İlina, Berezinets ve Orlova'nın (2009) Rusya şirketleri için yaptıkları çalışmada kamuyu aydınlatma endeksiyle şirketlerin finansal sonuçları arasında ilişki incelenmiştir. 64 Rus şirketi üzerinde yaptıkları çalışmayla yazarlar bu seçimde finansal sonuçlarla şirketlerin kamuyu açıklama endeksi arasında anlamlı ilişki bulamamışlardır. Bağımlı değişken olarak satışlar ele alınmıştır. Yazarların düşüncesine göre şirket sayısının azlığı, seçilen şirketlerin sadece %21'nin borsada

işlem görmüş olması ve belirlenen kriterlerin azlığı böyle bir sonuç doğurmuştur. Bu nedenle biz bu çalışmamızda daha fazla şirket ele alarak ve daha fazla kriter kullanarak test etmeye çalışacağız.

Black (2001) çalışmasında 21 Rusya şirketini inceleyerek, iyi bir kurumsal yönetimin şirketin piyasa değerini etkilediği hipotezini test etmiştir ve olumlu sonuçlar almıştır. Black'in tahminlerine göre iyi bir kurumsal yönetimle şirketin piyasa değerini 700 kat artırmak mümkündür.

Black ve ark. (2006) çalışmalarında Rusya şirketlerinin 1999 – 2006 yılı verileri kullanarak kurumsal yönetimle şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İki değişken arasında çok güçlü korelasyon bulmuşlardır.

Judge (2003) çalışmasında Rusya şirketlerindeki yönetimin şirket değerine etkisini incelemiştir. Yönetim kurulu başkanın aynı zamanda genel müdür olması durumunun (ceo duality) şirket değerini olumsuz etkilediğini ortaya koymuştur.

III.2.1. Kamuyu Açıklama Endeksinin Ölçülmesi İlgili Yapılan Çalışmalar

Şeffaflığın şirket faaliyet sonuçlarını nasıl etkilediğini ölçmedeki önemli nokta şeffaflığın derecesini nasıl ölçmektir. Genel olarak yabancı araştırmalarda esas yöntem olarak kamuyu aydınlatma endeksi hesaplanmaktadır (disclosure index).

Kamuyu aydınlatma endeksinin belirlenmesiyle ilgili çalışmalar ikiye ayrılmaktadırlar. Birinci gruba, şirketin farklı faaliyet alanlarıyla ilgili kamuyu aydınlatmasının analiz edilmesini hedef olarak koyan çalışmalar girmektedirler.

Burada endeks bir çok göstergelerin temelinde ortaya çıkmaktadır. Şirketin internet sayfası bilgileri de bu endeksin içine girmektedir.

İkinci gruba ise daha dar alanla ilgili çalışmalar girmektedirler. Bunlar genelde kurumsal yönetimle ilgili kamuyu aydınlatma çalışmalarıyla ilgilenmektedirler. Ayrıca internet sayfasının kalitesi de incelenebilir ancak bu sadece son kullanıcılar ve onların talepleri açısından incelenmektedir.

Liu ve Eddie'nin (2007) çalışmasında borsaya kote olan Çin şirketlerinin kurumsal finansal hesaplarıyla ilgili finansal hesapverilebilirlikle ilgili sorular incelenmektedir. Yazarlar burada kriterleri açıklamamaktadırlar sadece 147 kriterin endeks hesaplaması girdiğini söylemektedirler. Endeks eğer kriterle ilgili yıllık raporda bilgi varsa 1, yoksa 0 verilmesiyle hesaplanmaktadır. Her kritere verilen puanlar toplanarak şirketin aldığı puan ortaya çıkıyor. Bu puanın alabileceği maksimum puana bölünmesiyle endeks bulunmaktadır.

Huafang, Jiangua (2007) çalışmasında mülkiyet yapısının ve yönetim kurulunun üyelerinin gönüllü kamuya aydınlatma etkisini borsada işlem gören Çin şirketlerinde incelenmiştir. Endeks dört kısma bölünerek 30 kritere göre belirlenmiştir:

- tanıtıcı bilgiler,
- üretim faaliyetiyle ilgili bilgiler,
- finansal bilgiler
- finansal olmayan bilgiler

Lui ve Eddie'nin kullandığı puanlama şekliyle hesaplama yapılmıştır ama alınan puan maksimum puana bölünmeden modelde kullanılmıştır.

Cormier, Ledox, Magnan (2009) alışmalarında 111 kriter seçmişlerdir. Dokuz ayrı kısma bölünmüştür. Bunlar:

- İnternet sayfasının sağlamlığı,
- finansal sonuçlar,
- yönetim bilgi sistemleri,
- kurumsal yönetim,
- tüketici değeri,
- insan kaynakları ve entellektüel sermaye,
- üretim verimliliğı,
- büyüme ve gelişme,
- sosyal sorumluluk

Bu çalışmanın amaçları için yazar ağırlıklı olarak kurumsal aydınlatma verileri üzerinde durmaktadır. Bütün göstergeler 1’den 3’e kadar olan ölçekle hesaplanmışlardır.

İkinci tür araştırmalara Bollen, Hassink, Bozic (2006) alışması gösterilebilir. Bu çalışmada şirketler tarafından yatırımcılarla ilişkileri geliştirmek için internetin ne kadar kullanıldığı incelenmektedir. Bu araştırmalarda internet sayfasının ne kadar kaliteli hazırlandığı incelenmiştir. Şirket sayfasının kalitesini yazarlar beş kısımda değerlendirmektedirler.

- Yıllık ve her çeyreğe ait raporların internet sayfasında bulunması,
- Basın bültenleri ve diğer bilgilerin internette bulunması,
- İnternet ortamında kolayca ulaşılabilmesi, postayla doğrudan iletişim imkanı veya abonelik,
- Video veya audio kayıt

- Toplantılara online katılabilme imkanı

Endeks bu beş kritere göre belirlenmektedir. Alınan puanlar toplanmakta daha sonra ağırlandırılmaktadırlar. Bu çalışma sonucunda açıklanan bilginin içeriği ve özelliği konusunda bilgiyi hazırlayanlarla son kullanıcılar arasında ciddi düzeyde görüş farklılığı olduğu ortaya çıkmıştır. Bu nedenle şirket sayfalarının yapısı ve yer alan bilgiler her zaman hedef kitlenin ihtiyaçlarını yansıtmamakta olduğu ortaya çıkmıştır.

Gandia (2008) çalışmasında borsada işlem gören İspanya şirketlerinin internet ortamında kurumsal yönetimle ilgili bilgilerini açıklamasını araştırmıştır. Kamuyu aydınlatma endeksini üç ayrı şekilde hesaplamıştır.

Birinci endeks kurumsal yönetimle ilgili bilgilerin yıllık raporlarda almasına göre hesaplamıştır. İkinci endekte İspanya ulusal sermaye piyasaları kurumunun resmi internet sayfasında yer alan bilgilere göre hesaplamıştır. Üçüncü endekte ise her şirketin kendi internet sayfasındaki bilgileri ölçerek hesaplamıştır. Her üç endekte de genel kriterler olmakla beraber her endeksle ilgili özel kriterler de bulunmaktadır. Yazar toplam olarak 32 kriter belirlemiştir. Bunları da dört bölüme ayırmıştır:

- yönetim kuruluyla ilgili bilgi açıklanması,
- yıllık ortaklar genel kurulu,
- mülkiyet yapısı
- yönetimi ilgilendiren diğer bilgiler.

III.3. ARAŞTIRMANIN ALANI VE YÖNTEMİ

Araştırmanın alanı olarak sermaye piyasalarından en fazla fon çeken ve aktif olarak rol alan Rusya menkul kıymet borsalarında yer alan şirketler belirlenmiştir. Rusya’da iki büyük borsa mevcuttur. MICEX işlem hacmi olarak RTS’ten çok daha büyük olduğu için MICEX’te 2008 – 2009 yıllarında işlem gören şirketler ele alınmıştır. Ayrıca iki şirket RTS’de işlem gördüğü halde şirket büyüklükleri gözönünde bulundurularak araştırmaya dahil edilmişlerdir. İncelenen şirketlerin işlem hacmi ve Rusya ekonomisi içindeki payı yaklaşık olarak %90’na denk gelmektedir.

Bu şirketlerin yıllık raporları incelenerek aşağıda ayrıntılı olarak ele alınmakta olan bilgi değerlendirme formundaki kriterlere göre değerlendirilerek, Kamuyu Aydınlatma Endeksi (KAE) hesaplanmaktadır. Daha sonraki aşamada ise bu KAE’yle şirket diğer göstergeleri arasında ilişki regresyon modeli aracılığıyla incelenmektedir.

III.3.1. Araştırma Nüfusuna Ait Bilgiler

Araştırma nüfusu olarak MICEX ve RTS’te yer alan 92 rus şirketi belirlenmiştir. Bu şirketlerin 2008 – 2009 yıllık verileri elde edilmiştir. Mali şirketler değerlendirme dışı bırakılmışlardır.

III.3.2. Verilerin Toplanması ve Değerlendirilmesi

Yukarıda bahsedildiği gibi faaliyet raporları, borsalarda faaliyet gösteren firmaların yayınlamak zorunda oldukları raporlar oldukları için literatürde en sık kullanılan kamuyu aydınlatma aracıdır.

Araştırmaya dahil edilmeye uygun olan 92 firmanın hepsine ait yıllık faaliyet raporlarına ulaşabilmek için, işletmelere ait web siteleri ziyaret edilmiş, tüm firmaların raporlarına bu şekilde ulaşılmıştır.

Araştırma nüfusunu oluşturan firmaların, yıllık faaliyet raporlarında yer alan bilgilerin toplanıp niceliksel veri haline getirilebilmesi için açıklanan bilgi değerlendirme formu oluşturularak, kamuyu aydınlatma endeksi elde edilmiştir.

III.4. AÇIKLANAN BİLGİ DEĞERLENDİRME FORMU

Faaliyet raporlarında açıklanan bilginin kalitesini ve kapasitesini tam olarak ölçmek kolay değildir. Bu nedenle, yapılan bir çok çalışmada, bilgi düzeyini ölçmek için bilgi değerlendirme formları oluşturulmaktadır.

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren, muhasebe ve finans alanında araştırma ve düzenlemeler yapan bir çok kuruluş tarafından, kamuya açıklanması gerekli bilgilere ilişkin belli bir standart belirlenmeye çalışılmaktadır. Bu çalışmalar ışığında, oluşturulan bilgi formlarında, varlığı incelenen bilgi kalemlerinin sayısı 400'e kadar çıkmaktadır.(Schleicher, 1996). İncelenen kalem sayısı çalışmanın amacına göre değişmektedir. Bu çalışmada daha önceki çalışmalarda kullanılan bilgi

değerlendirme formları incelenerek çalışmanın amacına uygun toplam 109 kalemnden oluşan ‘Açıklanan Bilgi Değerlendirme Formu’ oluşturulmuştur.

Form, özellikle AICPA(1996) tarafından yapılan çalışmada kullanılan ve Botosan (1997)’nın ve Gülin Efecik (2006) ve S&P (2007) yapmış olduğu çalışmada kullanmış olduğu form ile paralellik göstermektedir. Form üç ana başlık altından genel olarak altı bölümden oluşmaktadır. Açıklanan bilgi için firmaya 1 puan, açıklanmayan bilgi için ise 0 puan verilmektedir.

Ek 1’de ayrıntılı olarak yer alan Açıklanan Bilgi Değerlendirme Formu ana başlıklar halinde aşağıdaki gibidir.

- Mülkiyet yapısı ve yatırımcı hakları
 - Mülkiyet yapısı
 - Ortak hakları
- Finansal ve Finansal olmayan bilgiler
 - Finansal bilgiler
 - Finansal olmayan bilgiler
- Yönetim kurulu, yönetimin içeriği ve çalışma süreçleri
 - Yönetim kurulu ve yönetimle ilgili bilgi.
 - Yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin ödüllendirilmesi

Birinci bölümde mülkiyet yapısı ve yatırımcı hakları değerlendirilmiştir. Bu Bölümün birinci kısmında mülkiyet yapısıyla ilgili aşağıdaki bilgilere yer verilmiştir:

- Hisse senetlerinin sayı ve türü,
- Ortakların sayısı,
- En büyük hissedarın kimliği,
- Yatırımcıların tipi,

- Yöneticilere aiy hisse senetleri,
- Kontrol pakete sahip ortak vb.

Konularla ilgili bilgiler değerlendirilmiştir.

İkinci kısımda ise şirketteki ortak haklarının değerlendirilmesi için sorular hazırlanmış ve ortak haklarının ne düzeyde korunduğu değerlendirilmiştir. Burada da özetle aşağıdaki konularda sorular değerlendirilmiştir:

- Şirket tüzüğünün içeriği
- Kurumsal yönetim uygulamaları
- Yönetim kuruluna aday gösterilme süreci
- Genel kurul toplantısıyla ilgili bilgi
- Kar payı dağıtım politikası
- Kamuyu aydınlatma politikası vb.

İkinci bölümde ise finansal ve finansal olmayan bilgiler değerlendirilmiştir. Bu bölümde iki ayrı kısımda incelenmiştir.

Birinci kısımda şirketin finansal verileri incelenmiştir. Burada şirketin kullandığı muhasebe standartları, ulusal standartlara göre hazırlanmış raporlar, Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) hazırlanmış raporlar, bağımsız denetimle ilgili bilgi, gelir, gider analizi vb. Bilgilere yer verilmiştir.

İkinci kısımda ise finansal olmayan veriler yer almıştır.

- Şirketin faaliyet türü,
- Üretim hacmi,
- Sanayi kolu göstergeleri,
- Etkinlik göstergeleri,
- Sosyal sorumluluk,

- Kurumsal vatandaşlık prensipleri
- Doğayı koruma vb. konularda bilgilere yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde ise yönetim kuruluyla ilgili bilgilere yer verilmiştir. Yönetim kurulu üyelerinin şirket içindeki görevlerine, toplantılara katılma oranlarına, ödüllendirme sistemleriyle performans değerlendirme arasındaki ilişkilerle ilgili bilgilere yer verilmiştir. Ayrıca üst düzey yöneticilerle ilgili bilgilere de yer verilmektedir.

III.5. KAMUYU AÇIKLAMA ENDEKSİNİN (KAE) HESAPLANMASI

Kamuyu aydınlatma endeksi, bir işletmenin elde edeceği (gerçekleşen) “toplam puanın” o işletmeye “elde edilmesi beklenen” maksimum puana bölünmesi sureti ile hesaplanan bir orandır (Çürük, 2004).

Bu çalışmada bilgi değerlendirme formunda açıklanan her kalemle ilgili bilgi için firmaya 1 puan, eğer bu konuda bilgi açıklanmıyorsa 0 verilmekteydi. Bu şekilde firmaların topladığı Toplam Puanı bulabilmekteyiz. KAE hesaplamasını da şu şekilde özetleyebiliriz.

$$KAE = \text{Toplam Puan} / 109$$

Bu şekilde firmaların KAE’leri bulunmakta ve bir sonraki aşamada diğer değişkenlerle arasındaki ilişki incelenmektedir.

III.6. FIRMA DEĞERİNİN HESAPLANMASINDA KULLANILAN VERİLER

Firma değerinin hesaplanmasıyla ilgili üç temel yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar maliyet yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımıdır.

Maliyet yaklaşımında amaç, değerlenmekte olan varlığın yerine koyma veya üretim maliyetinin tahmini bir değer göstergesi elde etmektir. Bu yaklaşım, değerlenmekte olan varlık ile tamamiyle aynı veya eşit yararı sağlayan yeni bir varlığın elde edilmesinin maliyetinin, mevcut varlığın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı faydanın ekonomik değeri ile orantılı olduğu varsayımına dayanır. Bu yaklaşımın en önemli eksikliği müşterileri, yönetimi, insan kaynaklarını, ürünleri ve bunlara benzer etkenleri, bir başka deyişle örgütsel sermayenin katacağı artı değeri dikkate almamasıdır. (Ertuğrul Murat, 2000:18)

Maliyet yaklaşımını temel alan başlıca değerlendirme yöntemleri; Defter Değeri, Yerine Koyma Değeri, Tasfiye Değeri, Net Aktif Değeri'dir.

İşletmenin defter değeri, belirli tarihte tarihi değerlerle kayıtlı varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir.

Gelir Yaklaşımı, işletmenin değerinin geçmişte elde ettiği veya gelecekte elde edeceği gelirlerle ilişkili olduğu varsayımına dayanır. Yaklaşımına göre, bir yatırımcının işletmeden beklediği şey gelir elde etmektir ve bir işletmenin gelir potansiyeli ne kadar yüksek ise değeri de o kadar yüksek olacaktır. Bu yaklaşımı temel alan aşağıdaki yöntemler; gelir kapitalizasyonu ve indirgenmiş nakit akımları yöntemleridir.

Piyasa Yaklaşımının temelinde herhangi bir varlık veya işletmenin değerinin karşılaştırılabilir bir benzerinin fiyatı ile belirlenebileceği varsayımı yatmaktadır. Bu karşılaştırma unsuru son zamanlarda gerçekleşen bir birleşme ya da satış olabileceği gibi genellikle olduğu gibi halka açık işletmelerin piyasa şartlarında oluşmuş oranlar da olabilir. Aşağıdaki yöntemleri mevcuttur; Fiyat/Kazanç oranı, Fiyat/Satışlar Oranı, Fiyat/Nakit Akımı Oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemleridir.

Damodaran (1996:502), firma değerlendirme yöntemlerini üçe ayırmıştır.

- İndirgenmiş nakit akımları,
- Karşılaştırmalı değerlendirme modelleri,
- Opsiyon fiyatlama modelleri

Bu çalışmada da daha önce yapılmış literatür incelemesi sonucu firma değerini belirlemede en sık kullanılan Tobin q oranı ve diğer fiyat katsayıları yöntemleri kullanılmaktadır.

III.6.1. Tobin q Oranı

Bu model Nobel ödüllü iktisatçı James Tobin tarafından yatırım kararlarının değerlendirilmesi için geliştirilmiştir. ‘q’ oranı, piyasadaki yatırımcılar tarafından belirlenen piyasa değerinin, mevcut üretim kapasitesinin yenilenmesinin maliyeti olan “yerine koyma maliyetine” oranını ifade eder.

Bu yöntem, piyasa değeri/defter değerine çok benzemektedir ancak Tobin, hesaplama defter değeri yerine, yerine koyma maliyetini kullanmıştır.

Tobin'in q degeri = Varliklarin Tahmini Yerine Koyma Maliyeti/Varliklarin Piyasa Değeri

Tobin'in q değerinin belirlenmesinde en önemli güçlük yerine koyma maliyetinin hesaplanmasıdır. Bu zorluğu aşmak için, bu çalışmada Chung&Pruitt tarafından geliştirilen yaklaşık q degeri kullanılmıştır. L&R modelinin basitleştirilmiş hali olan 'yaklaşık q' değeri ile hesaplanan 'q' değerleri %99.6 oranında, L&R modeli ile hesaplanan 'q' değerine yakın çıkmaktadır. (Chung ve Pruitt, 1994)

Yaklaşık q degeri (Approximate q) = (MVE+PS+DEBT)/TA

MVE= Hisse senedinin Pazar fiyatı ile çıkarılmış hisse adedinin çarpımı,

PS = Tercihli hisse senedinin fiyatı ile hisse sayısının çarpımı,

DEBT= Firmanın kısa süreli yükümlülükleri ile kısa süreli varlıkları arasındaki farka işletmenin uzun süreli borçlarının eklenmesi,

TA= Firma aktif toplamının defter degeridir.

Tobin'in q degerine iliskin bazı degerlendirmeleri şöyle sıralayabiliriz (Gürbüz ve Ergincan, 2004:177);

- Sirketler q >1 ise, yatırım yapma istegi duyarlar. Çünkü sermaye donanımı, onu yerine koyma maliyetinden daha fazladır.
- 'q' büyüme fırsatlarına iliskin bir sinyal üretir. Yüksek q'lu sirketlerin güçlü bir rekabetçi avantajları olduğu düşünülür.

'q' değerinin yüksek olması firmalar için istenen bir durumdur.

Literatür incelendiğinde bir çok çalışmada firma değerini belirleme yöntemi olarak Tobin q oranı kullanılmıştır. Morck, Shleifer ve Vishny (1988), Griffith

M.J.(1999), Kuznetsov ve Muravyev (2004), firma performansı ile firma sahiplik yapısı, bağımsız yöneticiler ve yönetici sahipliği arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada Tobin q oranını kullanmışlardır. Tobin q değeri ile söz konusu değişkenler arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Benzer şekilde, Klapper ve Love (2003) ve Black ve ark. (2002), bir endeks yardımıyla ölçtükleri kurumsal yönetim kalitesi ile performans arasındaki ilişkiyi ölçerken, Tobin q değeri ile yaptıkları modellemelerde, kurumsal yönetim ve şirketlerin Tobin q değeri arasında pozitif ilişki bulmuşlardır.

Bu durumu Rusya şirketleri açısından test eden hipotez aşağıdaki gibidir.

H1: Rus firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri ile Tobin q değerleri arasında Pozitif Bir İlişki Vardır.

Çalışmada 2008 ve 2009 yıllarının verileri kullanılarak hesaplanan Tobin q değeriyle firmaların KAE'leri arasındaki ilişki incelenmiştir.

III.6.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı

Yatırımcıların ve analistlerin işletmeleri karşılaştırmada ve değerlendirme yapmada en çok kullandıkları oranlardan birisidir. Defter değeri işletmelerin bilançosunda yer alan öz kaynak tutarını ifade etmektedir. Bu katsayının özellikle yatırımcılar tarafından tercih edilmesinin nedeni, işletmenin piyasa değerinin, bilançodaki defter

değerinin ne kadar altında veya üstünde olduğuna bakarak ve sektördeki diğer işletmelerle karşılaştırma yaparak hisse senedi fiyatlarının aşırı değerlendirildiği veya ucuz olduğu konusunda, hemen bir önyargıya sahip olma olanağı sağlamasıdır.

Yatırımcıların, hakkında daha çok bilgi sahip olabildikleri, daha seffaf firmalar için daha yüksek fiyat verecekleri düşünülmektedir. Bu durumda firmaların piyasa değerleri görece daha yüksek çıkacaktır. Gompers ve ark. (2003) 1500 şirketi kapsayan çalışmalarında, piyasa değeri/defter değeri oranı ile kurumsal yönetim düzeyi arasında pozitif ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Benzer sonuçlar Black ve ark. (2002) tarafından Kore için yapılan çalışmada da elde edilmiştir.

Benzer sonuçların Rus firmaları için de geçerli olup olmadığını görebilmek için su hipotez test edilmektedir.

H₂: Rus Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Endeksiyle, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranları arasında Pozitif bir İlişki Vardır.

III.6.3. Diğer Firma Göstergeleri

Bu bölümde yapılan literatür taramasında yer alan KAE'yle firma perfomansı, firma riski, firma büyüklüğü ve sektör ile ilgili kullanılan verilerle ilişkileri incelenmiştir.

Yapılan birçok çalışmada firma performansına ilişkin olarak özsermaye karlılığı (ROE) ve aktif karlılığı (ROA) oranları kullanılmıştır. Burada net kar performans değişkeni olarak kullanılmaktadır. Karlı olan firmaların bu iyi haberi kamuya duyurarak daha fazla güven elde etmek isteyecekleri düşünülmektedir.

Grossman ve Hart (1998) ve Shingvi ve Desai (1971), karlı firma yöneticilerinin, yatırımcılar tarafından tercih edilebilmek ve değerinden düşük değerlendirilme riskini azaltabilmek için, gönüllü kamuya aydınlatmayı tercih edeceklerini belirtmişlerdir. Benzer şekilde, Botosan (1997) ve Sengupta (1998), kamuya aydınlatmanın sermaye maliyeti üzerindeki azaltıcı etkisini ortaya koydukları çalışmalarında, kamuya aydınlatmanın, firmanın sistematik riskini düşürdüğünü söylemektedirler. Bir başka görüş ise, kötü performans sergileyen firmaların, kötü haberin açıklanmasını engellemek adına, kamuyu açıklama düzeylerini azalttıklarını söylemektedir. Yani firma, kötü haberi açıklamak yerine, bu konuda hiç açıklama yapmamayı tercih edebilmektedir. (Alsaced, 2005)

Araştırmaların sonuçları, ülkeden ülkeye, hatta ülke içinde sektörden sektöre değişiklik göstermektedir. Cafferman ve Cooke (2002), Hollanda ve İngiltere firmaları üzerinde yaptıkları araştırmalarında, özsermaye karlılığı, karlılık ile kamuyu aydınlatma derecesi arasında herhangi bir ilişki bulamamışlardır. Wallace ve ark. (1994) tarafından İspanya için yapılan araştırmada da benzer sonuçlar elde edilmiştir.

Buna karşılık Klapper ve Love (2003) tarafından, 14 farklı ülke üzerinde yapılmış çalışmada aktif karlılığı ve kamuyu aydınlatma arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Firma riskinin hesaplanması için kaldıraç oranı kullanılmaktadır. Kaldıraç oranında firmanın varlıklarının yüzde kaçının yabancı sermayeyle finanse edildiği hesaplanmaktadır. Eğer bu oran yüksekse, borç verenler aldıkları riskten dolayı daha fazla kar elde etmek isteyeceklerdir, bu da kar marjını düşürmektedir. Kaldıraç oranı yüksek şirketlerin kamuya daha fazla bilgi açıklayarak finansal olarak yeterliliğini

göstererek borç verenlerin riskinin düşürmesi için daha fazla bilgi açıklamaları gerektiği düşünülmektedir. Mitchell ve ark.(1995) tarafından yapılan çalışmalar bu görüşü desteklerken, Chow ve Wong Boren (1987) çalışmasında kamuyu aydınlatma düzeyi ile kaldıraç oranı arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Aynı zamanda hisse senedi fiyatı, hisse senedi getirileri ve piyasa değeri de bir performans ölçütü olarak çalışmada ele alınmıştır. Piyasa değeri olarak hisse senedi sayısı ile piyasa fiyatının çarpımı ele alınmıştır.

Kamuyu aydınlatma çalışmalarının şirket hisse senetlerinin getirisiyle de ilişki içinde olduğu düşünülmektedir. Mitton (2002) ve Gomsper ve ark.(2003) tarafından yapılmış çalışmalarda, kamuyu aydınlatma ve hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir.

Firma büyüklüğü, kamuyu aydınlatma konusunda yapılan araştırmalarda en çok kullanılan değişkendir. Büyük işletmeler, çeşitli nedenlerden dolayı daha çok kamuya açıklama yapmak durumundadırlar. Bunlar; (i) Büyük firmalar, daha çok tanındıkları ve göz önünde oldukları için yatırımcılar ve halk tarafından daha fazla izlenirler, (ii) daha fazla bilgi açıklamak, daha düşük maliyetle fon bulmalarını kolaylaştıracaktır (Botosan, 1997), (iii) büyük firmaların, kamuyu aydınlatma uygulamalarında ihtiyaç duyulan altyapı ve araçlara sahip olma sansları daha yüksektir, (iv) büyük firmalar, daha fazla temsil maliyetiyle karşı karşıyadırlar, çünkü, daha fazla hissedara sahiptirler. Firma büyüklüğü değişkeniyle kamuyu aydınlatma düzeyi arasında da bir ilişki daha önceki çalışmalarda da incelenmiştir.

Yapılan araştırmaların çoğunda, firma büyüklüğü ile kamuyu aydınlatma derecesi arasında pozitif ilişki bulunmuştur. (Meek ve ark.1995, Cooke 1995,

Wallace 1994). Bu çalışmada firma büyüklüğünün göstergesi olarak Toplam Aktifler ele alınmıştır.

Wallace ve ark. (1994), kamuyu aydınlatma düzeyinin sektörden sektöre farklılaştığını öne sürmüş ancak, çalışmalarında bu görüşü destekleyecek bir sonuç elde edememişlerdir. Camfferman and Cooke (2002), sektör farklılıklarının, kamuyu aydınlatma düzeyini etkileyen bir değişken olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca yapılan daha önceki çalışmalarda sektörel analiz de yapılmıştır.

Bu çalışmada, kukla değişken olarak kullanılan sektör değişkeni için, işletmeler faaliyette bulundukları sektörlerle göre, imalat ve imalat dışı sektörler olmak üzere ikiye ayrılmıştır.

Bütün bu değişkenleri test eden hipotezler aşağıda sıralanmaktadır.

H₃: Rus Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Özsermaye Karlılığı Oranları Arasında Pozitif Bir ilişki vardır (ROE)

H₄: Rus Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Aktif Karlılığı Oranları Arasında Pozitif Bir ilişki vardır (ROA).

H₅: Rus Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Net Karları Arasında Pozitif Bir ilişki vardır.

H₆: Rus Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Finansal Kaldıraç Oranları Arasında Pozitif Bir ilişki vardır.

H₇: Rus Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Hisse Senedi Getirisi Arasında Pozitif Bir ilişki vardır.

H₈: Rus Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Hisse Senedi Fiyatı Arasında Pozitif Bir ilişki vardır.

H₉: Rus Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Piyasa değerleri Arasında Pozitif Bir ilişki vardır.

H₁₀: Rus Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Firma Büyüklükleri arasında Arasında Pozitif Bir ilişki vardır.

H₁₁: Rus Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Firmanın Faaliyet Gösterdikleri Sektör Arasında Pozitif Bir ilişki vardır.

III.7. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI

Araştırmanın metodolojisi ve değerlendirilmesi aşamasında bir takım sınırlılıklar söz konusudur.

Rusya menkul kıymet borsalarında bir çok şirket işlem gördüğü halde sadece 92 şirketin yıllık raporlarına ulaşılabilmiştir. Ama bu 92 şirket Rusya ekonomisi içindeki payı %90 civarındadır.

Literatürde gelişmiş ülkelerde tek bir sektöre odaklanılabilmekte, bu da araştırmanın kalitesini artırmaktadır. Bu çalışmanın örneklemini oluşturan şirket sayısı benzer çalışmalarda kullanılan şirket sayısından az olduğu için tek sektörü incelemek mümkün olmamaktadır.

III.8. ARAŞTIRMA BULGULARI VE DEĞERLENDİRİLMESİ

Araştırma sonucu elde edilen bulgular, araştırmanın amacına uygun olarak iki ana bölümde incelenmektedir. İlk bölümde, Rusya borsalarında işlem gören işletmelerin, açıklanan bilgi değerlendirme formu yardımıyla ölçülmüş kamuyu aydınlatma düzeyleri değerlendirilmektedir. İkinci bölümde ise, firma değeri ve diğer değişkenlerin de dahil edildiği regresyon modeli ve sonuçları tartışılmaktadır.

III.8.1. Kamuyu Aydınlatma Endeksine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Kamuyu Aydınlatma Endeksi (KAE) araştırmaya konu olan 92 şirket hesaplanmış olan ortalama puan 2008 yılında 0.69 puan iken, 2009 yılında çok az bir artış göstererek 0.70 puan olmuştur.

Bu arada 15 şirket kendi puanını yükseltmiş, 8 şirket ise kendi puanını düşürmüştür. En fazla şeffaf olan şirketle en az şeffaf olan şirket arasındaki fark artmıştır. En iyi şirketin puanı 2008 yılında 0.81 iken, bu puan 2009 yılında 0.83 olmuştur. En düşük puan ise 2008 yılında 0.45 iken, 2009 yılında 0.44 olmuştur. Aradaki fark 2008 yılında 0.36 iken, 2009 yılında 0.39 olmuştur.

En iyi 10 şirket için hesaplanan ortalama puan 2008 yılında 0.77 puan, 2009 yılı için 0.78 puan olmuştur.

En kötü 10 şirket için hesaplanan ortalama puan 2008 yılında 0,57 puan, 2009 yılında ise 0.58 puan olmuştur.

En iyi puan 2008 yılında 0,81 puanla Rosneftegaz şirketi için hesaplanmıştır, şirket 2009 yılında KAE'ni biraz daha yükselterek 0.83 puana ulaşmıştır.

2008 ve 2009 yılında en iyi ve en kötü puan alan şirketler aşağıdaki tablolarda görülmektedir.

Tablo 3. 2008 yılı KAE'i En Yüksek Şirketler

ROSNEFTEGAZ	0,81
CENTRAL TELECOMMUNICATIONS CO.	0,79
MOBILE TELESYSTEMS (MTS)	0,79
NOVOLIPETSK STEEL (NLMK)	0,78
LUKOIL GROUP	0,77
FEDERAL GRID COMPANY OF THE UES	0,77
SISTEMA FINANCIAL CORPORATION	0,77
TATTELECOM	0,77
SIBIRTELECOM	0,76
TMK	0,76

Tablo 4. 2009 yılı KAE'i En Yüksek Şirketler

ROSNEFTEGAZ	0,83
MAGNITOGORSK IRON & STEEL WORKS CO	0,79
CENTRAL TELECOMMUNICATIONS CO.	0,78
MOBILE TELESYSTEMS (MTS)	0,78
AEROFLOT GROUP	0,77
FEDERAL GRID COMPANY OF THE UES	0,77
LUKOIL GROUP	0,77
NOVOLIPETSK STEEL (NLMK)	0,77
SISTEMA FINANCIAL CORPORATION	0,77
TATTELECOM	0,77

Tablo 5. 2008 Yılı KAE’i En Düşük Şirketler

AKRON GROUP	0,53
AVTOVAZ GROUP	0,54
CHELYABINSK ZINK PLANT (CZP)	0,62
DIXY GROUP	0,45
FARMSTANDART GROUP	0,61
NOVATEK	0,6
NOVOROSSIYSK COMMERCIAL SEA PORT	0,57
POLYUS GOLD	0,61
RASPADSKAYA	0,6
RAZGULAY GROUP	0,57

Tablo 6. 2009 Yılı KAE’i En Düşük Şirketler

AVTOVAZ GROUP	0,55
DIXY GROUP	0,44
FARMSTANDART GROUP	0,6
NIZHNEKAMSNEFTEKHIM	0,6
NOVATEK	0,61
NOVOROSSIYSK COMMERCIAL SEA PORT	0,59
POLYMETAL	0,63
POLYUS GOLD	0,61
RASPADSKAYA	0,6
RAZGULAY GROUP	0,57

Kamuyu aydınlatma endeksi ayrı ayrı bileşenler olarak önemli bir şekilde değişiklik göstermemiştir. Biraz mülkiyet yapısıyla ilgili konularda kamuyu aydınlatmada gelişmeler yaşanmıştır. Hiç olmazsa bir ortakla ilgili bilgi açıklayan

şirketlerin sayısı 65'ten 83'e çıkmıştır. En büyük ortakla ilgili bilgi açıklayan şirketlerin sayısında ise 69'dan 96'ya çıkmıştır.

Ama 2009 yılında faaliyetle ilgili konularda kamuyu aydınlatmada 2008 yılına göre daha az bilgi açıklaması olmuştur. Yönetim kurulu ve genel kurulu ödüllendirme konularıyla ilgili kamuyu aydınlatma hala en az düzeydedir.

Ayrıca yabancı borsalarda işlem gören şirketlerin şeffaflık dereceleri, sadece Rusya borsalarında işlem gören şirketlere göre daha fazladır.

III.8.2. Çoklu Regresyon Modeli

Kamuyu aydınlatma ile firma değeri ve firma değışkenleri arasındaki ilişkileri test etmek için regresyon modeli oluşturulmuştur.

Bu modelde kullanılan bağımsız değışkenler ve gösterimleri şöyledir; 2008 ve 2009 yıllarına göre hesaplanmış;

- Tobin'in q değeri (TBQ)
- Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (PDDD),
- Özsermaye Karlılığı (ROE),
- Aktif Karlılığı (ROA),
- Net Kar (NKAR),
- Yabancı Kaynak/Toplam Aktif Oranı (YKTA),
- Yıllık Getiri (GTR),
- Hisse senedi fiyatı (FİYAT)

- Piyasa Değeri (PD),
- Toplam Aktifler (TA)
- Sektör (SEKT)

2009 ve 2008 yılları için formül aşağıdaki gibidir.

$$KAE = \alpha + \beta_1 (TBQ) + \beta_2 (PDDD) + \beta_3 (ROE) + \beta_4 (ROA) + \beta_5 (NKAR) + \beta_6 (YKTA) + \beta_7 (GTR) + \beta_8 (FIYAT) + \beta_9 (PD) + \beta_{10} (TA) + \beta_{11} (SEKT) + e$$

(Formül 1)

Bu modelin regresyon analizini yapmadan önce değişkenler arası korelasyon yapılarak aralarında yüksek korelasyona sahip değişkenlerin belirlenmesi, modelin sağlamlığı açısından iyi olacağı için öncelikle bu analiz yapılmıştır. Aşağıda 2009 ve 2008 yılları için yapılmış korelasyon tablosu gösterilmektedir.

TABLO 7. Değişkenler Arası Korelasyon Tablosu (2009)

	KAE	FIYAT	GTR	PD	PDDD	ROA	ROE	SEKT	TA	YKTA	TBQ	NKAR
KAE	1,00	0,00	0,09	0,05	-0,22	0,10	-0,07	-0,02	0,20	-0,06	-0,02	0,19
FIYAT	0,00	1,00	0,07	0,50	0,61	0,03	0,00	0,10	0,10	-0,06	0,02	-0,01
GTR	0,09	0,07	1,00	0,03	-0,02	0,40	0,01	-0,12	0,05	0,18	0,02	0,09
PD	0,05	0,50	0,03	1,00	0,22	0,02	-0,02	0,09	0,74	-0,07	0,02	0,70
PDDD	-0,22	0,61	-0,02	0,22	1,00	0,06	0,06	-0,06	0,09	0,05	0,04	-0,04
ROA	0,10	0,03	0,40	0,02	0,06	1,00	0,12	0,01	0,08	-0,50	0,05	0,22
ROE	-0,07	0,00	0,01	0,02	0,06	0,12	1,00	0,06	0,02	0,09	0,01	0,01
SEKT	-0,02	0,10	-0,12	0,09	-0,06	0,01	0,06	1,00	0,11	-0,36	-0,07	0,10
TA	0,20	0,10	0,05	0,74	0,09	0,08	-0,02	0,11	1,00	-0,09	0,03	0,95
YKTA	-0,06	-0,06	0,18	0,07	0,05	-0,50	0,09	-0,36	0,09	1,00	-0,08	-0,12
TBQ	-0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,05	0,01	-0,07	0,03	-0,08	1,00	0,03
NKAR	0,19	-0,01	0,09	0,70	-0,04	0,22	0,01	0,10	0,95	-0,12	0,03	1,00

Tabloda görüldüğü gibi yüksek korelasyon NKAR değişkeniyle firma büyüklüğünü ölçmede kullanılan TA (Toplam Aktif) değişkenleri arasında 0,95 olarak tespit edilmiştir. Bu iki değişkenden de sadece TA değişkeni modele alınmıştır.

Tablo 8. Değişkenler Arası Korelasyon Tablosu (2008)

	KAE	GTR	FIYAT	NKAR	PD	PDDD	ROA	ROE	SEKT	TA	TBQ	YKTA
KAE	1,00	0,01	0,01	0,28	0,15	0,02	0,10	0,04	-0,04	0,20	-0,01	0,04
GTR	0,01	1,00	0,23	0,42	0,26	-0,01	-0,01	0,19	0,07	0,23	0,02	-0,02
FIYAT	0,09	0,23	1,00	0,14	0,58	0,03	-0,02	0,11	0,10	0,09	0,04	-0,03
NKAR	0,28	0,42	0,14	1,00	0,42	-0,01	-0,01	0,26	0,11	0,92	0,03	-0,03
PD	0,15	0,26	0,58	0,42	1,00	0,34	-0,02	0,06	0,14	0,54	0,08	-0,04
PDDD	0,02	-0,01	0,03	-0,01	0,34	1,00	-0,03	0,05	0,06	-	0,14	-0,03
ROA	0,10	-0,01	-0,02	-0,01	-0,02	-0,03	1,00	0,03	-0,17	0,03	0,01	0,49
ROE	0,04	0,19	0,11	0,26	0,06	0,05	0,03	1,00	-0,04	0,04	0,01	0,05
SEKT	-0,04	0,07	0,11	0,11	0,14	0,06	-0,17	-0,04	1,00	0,10	-0,06	-0,25
TA	0,20	0,23	0,09	0,67	0,54	-0,03	-0,03	-0,04	0,10	1,00	0,03	-0,05
TBQ	-0,01	0,02	0,04	0,03	0,08	0,14	0,01	0,01	-0,06	0,04	1,00	0,01
YKTA	0,04	-0,02	-0,03	-0,03	-0,04	-0,03	0,49	0,05	-0,25	0,05	0,01	1,00

Tablo 8’de görüldüğü gibi yüksek korelasyon NKAR değişkeniyle firma büyüklüğünü ölçmede kullanılan TA (Toplam Aktif) değişkenleri arasında 0,92 olarak tespit edilmiştir. Bu iki değişkenden de sadece TA değişkeni modele alınmıştır. 2009 yılı korelasyon tablosuyla paralellik göstermektedir.

Yapılan korelasyon analizi sonucu düzeltilen modeli 2009 ve 2008 yılı için aşağıdaki şekilde ifade edebiliriz.

$$KAE = \alpha + \beta_1 (TBQ) + \beta_2 (PDDD) + \beta_3 (ROE) + \beta_4 (ROA) + \beta_5 (YKTA) + \beta_6 (GTR) + \beta_7 (FIYAT) + \beta_8 (PD) + \beta_9 (TA) + \beta_{10} (SEKT) + e$$

(Formül 2)

Tablo 9. Regresyon Analizi Sonucu (2009)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.704265	0.019458	36.19370	0.0000
FIYAT	8.42E-06	2.81E-06	3.001983	0.0036
GTR	-8.84E-06	4.15E-05	-0.213253	0.8317
PD	-1.14E-14	4.24E-15	-2.690081	0.0087
PDDD	-0.004263	0.001193	-3.572962	0.0006
ROA	0.047523	0.064781	0.733601	0.4653
ROE	-0.000402	0.000828	-0.485596	0.6286
SEKT	-0.014313	0.014497	-0.987340	0.3264
TA	4.15E-14	1.20E-14	3.449789	0.0009
YKTA	0.004155	0.025099	0.165559	0.8689
TBQ	-3.45E-05	0.000139	-0.247783	0.8049
R-squared	0.214559	Mean dependent var		0.697174
Adjusted R-squared	0.117591	S.D. dependent var		0.057500
S.E. of regression	0.054013	Akaike info criterion		-2.887384
Sum squared resid	0.236312	Schwarz criterion		-2.585866
Log likelihood	143.8197	F-statistic		2.212682
Durbin-Watson stat	1.725826	Prob(F-statistic)		0.024883

Yukarıdaki 2009 yılı için yapılmış tablo incelendiğinde 2.212682 F istatistiğine karşılık gelen P değeri 0.05'ten küçük olduğu için kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu söyleyebiliriz. Modelde yer alan değişkenleri incelediğimizde ise bir çok istatistiksel olarak anlamsız olduğu halde modelde yer aldığı gözlemlenmiştir.

Bu nedenle bu değişkenlerin modelden çıkarılması gerekmektedir. Bağımsız değişkenlerin anlamlılığının tespitinde geriye doğru seçim yöntemi kullanılarak en büyük P değerinin elde edildiği değişkenler sırasıyla modelden çıkarılarak regresyon analizi yapılmıştır. Sonuç olarak elde edilen model aşağıdaki gibidir.

$$KAE = \alpha + \beta_2 (PDDD) + \beta_7 (FIYAT) + \beta_8 (PD) + \beta_9 (TA) + e$$

(Formül 3)

Bu değişkenlerle yapılan regresyon analizi sonuç tablosu aşağıdadır.

Tablo 10. Düzeltilmiş Regresyon Analizi Sonuç Tablosu (2009)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.697090	0.006105	114.1764	0.0000
FIYAT	7.83E-06	2.63E-06	2.979151	0.0037
PD	-1.11E-14	4.09E-15	-2.710099	0.0081
PDDD	-0.003982	0.001113	-3.578541	0.0006
TA	4.02E-14	1.15E-14	3.501854	0.0007
R-squared	0.191870	Mean dependent var		0.697174
Adjusted R-squared	0.154714	S.D. dependent var		0.057500
S.E. of regression	0.052865	Akaike info criterion		-2.989341
Sum squared resid	0.243138	Schwarz criterion		-2.852287
Log likelihood	142.5097	F-statistic		5.163979
Durbin-Watson stat	1.776453	Prob(F-statistic)		0.000883

Tablodan da görüldüğü gibi 5.163979 F istatistiğine karşılık gelen P değeri yaklaşık sıfıra beraberdır. Bu da istatistiksel olarak modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu modele, göre firmaların kamuyu aydınlatma dereceleri için, düzeltilmiş $R^2 = 0.15$ olup, FİYAT, PD, PDDD ve TA değişkenleriyle açıklanmaktadır. Model, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir;

$$KAE = \alpha + \beta_2 (PDDD) + \beta_7 (FIYAT) + \beta_8 (PD) + \beta_9 (TA) + e$$

(Formül 3)

$$\text{KAE} = 0.697090 - 0.003982 (\text{PDDD}) + 7.83\text{E-}06 (\text{FİYAT}) - 1.11\text{E-}14 (\text{PD}) \\ + 4.02\text{E-}14 (\text{TA})$$

(Formül 4)

Aşağıdaki tabloda 2008 yılı regresyon analizi yapılmış ve yorumlanmıştır.

Tablo 11. Regresyon Analizi Sonucu (2008)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.708192	0.011943	59.29899	0.0000
FİYAT	2.18E-06	2.22E-06	0.983630	0.3282
GTR	-0.000124	0.000141	-0.878310	0.3823
PD	3.73E-14	1.48E-14	2.520648	0.0137
PDDD	-0.004967	0.001362	-3.645680	0.0005
ROA	0.000416	0.000489	0.851431	0.3970
ROE	-0.005164	0.012055	-0.428409	0.6695
TA	2.38E-13	1.33E-13	1.786272	0.0778
TBQ	-6.43E-05	0.000167	-0.385126	0.7011
SEKT	-0.020043	0.013719	-1.460996	0.1478
R-squared	0.232119	Mean dependent var		0.692500
Adjusted R-squared	0.147840	S.D. dependent var		0.059828
S.E. of regression	0.055229	Akaike info criterion		-2.852343
Sum squared resid	0.250118	Schwarz criterion		-2.578235
Log likelihood	141.2078	F-statistic		2.754157
Durbin-Watson stat	1.799051	Prob(F-statistic)		0.007285

Yukarıdaki tablo incelendiğinde 2.754157 F istatistiğine karşılık gelen P değeri 0.05'ten küçük olduğu için kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu söyleyebiliriz. Modelde yer alan değişkenleri incelediğimizde ise bir çok istatistiksel

olarak anlamsız olduğu halde modelde yer aldığı gözlemlenmiştir. Bu nedenle bu değişkenlerin modelden çıkarılması gerekmektedir. Bağımsız değişkenlerin anlamlılığının tespitinde geriye doğru seçim yöntemi kullanılarak en büyük P değerinin elde edildiği değişkenler sırasıyla modelden çıkarılarak regresyon analizi yapılmıştır. Sonuç olarak elde edilen model aşağıdaki gibidir.

Tablo 12. Düzeltmiş Regresyon Sonucu (2008)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.695877	0.006136	113.4146	0.0000
PD	4.60E-14	1.23E-14	3.738058	0.0003
			-	
PDDD	-0.004701	0.001194	3.938658	0.0002
R-squared	0.166428	Mean dependent var		0.692500
Adjusted R-squared	0.147696	S.D. dependent var		0.059828
S.E. of regression	0.055233	Akaike info criterion		-2.922431
Sum squared resid	0.271515	Schwarz criterion		-2.840199
Log likelihood	137.4318	F-statistic		8.884729
Durbin-Watson stat	1.838224	Prob(F-statistic)		0.000303

Tablodan da görüldüğü gibi 8.884729 F istatistiğine karşılık gelen P değerı yaklaşık sıfıra beraberdır. Bu da istatistiksel olarak modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu modele, göre firmaların kamuyu aydınlatma dereceleri için,

düzeltilmiş $R^2 = 0.15$ olup, PD ve PDDD değişkenleriyle açıklanmaktadır. Model, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir;

$$KAE = \alpha + \beta_2 (PDDD) + \beta_9 (PD)$$

$$KAE = 0.695877 - 0.004701 (PDDD) + 4.60E-14 (PD)$$

III.8.3. Çoklu Regresyon Modelinin Açıklayıcılığının Test Edilmesi

Modelin sonuçlarının açıklanmasına geçmeden önce, modellerin geçerliliğinin birkaç yöntemle sınanması gerekmektedir. Her iki modeldeki P değerinin < 0.05 olduğunu daha önce açıklamıştık bu nedenle istatistiksel olarak anlamlıdır.

Çoklu regresyonda en çok karşılaşılan sorunlardan biri de, değişkenler arası korelasyonun varlığıdır. Bu çalışmada da regresyon analizi yapılmadan önce korelasyon analizi yapılarak aralarında korelasyon katsayısı $> \%90$ 'dan daha fazla olan değişkenler arasında seçim yapılmıştır.

Bir diğer sorun olan ardışık bağımlılığını sınamak için ise Durbin-Watson d istatistiğini kullanmak gereklidir. Bu değer genel kanı olarak 1'den küçük 3'ten büyük değerlerin modelin anlamlılığını bozan değişkenlerin olduğunu iddia edilmektedir. (Gujarati, 2001:143) Çalışmadaki çoklu regresyon denkleminde, 2009 yılı modeli için bu değer 1.776453, 2008 yılı için ise 1.838224 olmuştur. Belirtilen değerler da çok iyi bir değerlerdir.

Ayrıca modellerde bağımlı değişkenin 0'la 1 arasında değer aldığı için, burada bağımlı değişkende üst sınır olması sorunu (bound problem) ortaya çıkabilmektedir.

Bundan dolayı bağımlı değişkenin tahmin edilen değerlerini (predicted value) yerine koyarak, formül 4'te, 2009 yılı için FİYAT, PD, PDDD, TA, 2008 yılı için ise PDDD ve PD katsayıları kullanarak KAE hesaplandığında, değer 1'den küçük oluyor, dolayısıyla üst sınır problemi tahmin sürecini etkilememektedir. Bundan dolayı çoklu regresyon analizi doğru sonuçlar vermektedir.

Bu hesaplamaların sonucunda oluşturulan hipotezlerden 2009 yılı için H2, H8, H9, H10 dışındaki hipotezlerin reddedildiği görülmektedir.

2008 yılı için ise H2 ve H9 hipotezleri dışındaki hipotezler reddedilmektedir.

Rusya firmaları açısından 2009 yılı için Kamuyu Açıklama Endeksiyle şirketlerin piyasa değeri, hisse senedi fiyatı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve firma büyüklüğü arasında ilişki belirlenmiştir.

2008 yılı için yapılan analizde ise piyasa değeriyle, piyasa değeri/defter değeri arasında ilişki belirlenmiştir.

2009 yılı regresyon analizi sonucu diyebiliriz ki, Rusya şirketleri için hesaplanan Kamuyu Açıklama Endeksi, hisse senedi fiyatlarındaki bir birimlik bir artışa karşılık $7.83E-06$ birim bir artışa, şirket büyüklüğü değişkenindeki bir birimlik artışa karşılık $4.02E-14$ birim bir artışa, piyasa değerindeki bir birimlik artışa karşılık $1.11E-14$ birimlik bir azalışa ve piyasa değeri/defter değeri oranındaki bir birimlik artışa karşılık olarak 0.003982 birimlik azalışa maruz kalmaktadır.

2008 yılı regresyon analizi sonucu diyebiliriz ki, Rusya şirketlerinin Kamuyu Açıklama Endeksi, şirketlerin piyasa değerlerindeki bir birimlik artışa karşılık $4.60E-14$ birimlik bir artışa, piyasa değeri/defter değeri oranındaki bir birimlik artışa karşı ise 0.004701 birimlik bir azalışa maruz kalmaktadır.

SONUÇ

Son yıllarda gerçekleşen Enron, Worldcom, Parmalat gibi muhasebe skandallarının yaşanması sebebiyle bir çok ülkede muhasebe düzenlemeleri ve uygulamaları yeniden gözden geçirilerek, denetim ve standartlar genişletilerek işletmelerin daha doğru hesap vermeleri sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu noktada da, kurumsal yönetimin işletmeler için önemine tekrar vurgu yapılmıştır. Özellikle Asya krizinden sonra önem kazanmaya başlayan kurumsal yönetim, işletmelerde şeffaflığın sağlanması ve işletme ile ilgili tüm tarafların çıkarlarının korunmasını içermektedir.

Şeffaflığın sağlanması konusunda kamuyu aydınlatma çalışmaları önem kazanmıştır. İşletmelerin finansal durumu ve faaliyetleri ile ilgili olarak işletme taraflarına bilgi sunmalarını içeren kamuyu aydınlatma özellikle gelişmiş ülkelerde işletmeler tarafından gönüllü olarak daha fazla bilginin kamuya sunulmasını sağlamıştır. Böylece o ülkede bulunan sermaye piyasalarının gelişimi ve bunun da ülke ekonomisine katkıları artmıştır. Ancak, elişmekte olan ülkelerde ise, kamuyu aydınlatma daha çok yasal düzenlemelerle belirtilmiş kanuni zorunluluklar nedeniyle zorunlu olarak yerine getirilmektedir. Bu da sermaye piyasalarında daha az katılımcının oluşması ve böylece finans piyasasının gelişmesini engellemektedir.

Rusya’da da durum diğer gelişmekte olan ülkelerdekine benzer bir şekildedir. Bu çalışmada Rusya’da Kurumsal Yönetim, Kamuyu Aydınlatma alanlarında çıkarılan yasalar, teorik altyapı, uygulama ve sorunlarla ilgili konulara değinilmiştir.

Rusya’da kamuyu aydınlatma çalışmalarının şirket değerleriyle olan ilişkisi Rusya borsalarında yer alan 92 şirket incelenerek tespit edilmeye çalışılmıştır.

Yapılan araştırma göstermiştir ki, Rusya’da kamuyu Aydınlatma hala çok zayıf düzeydedir ve gelişmesine ihtiyaç vardır. Rusya ekonomisinin gelişmesi için yurtdışından ucuz maliyetle sağlanacak kaynaklara ihtiyacı vardır. Bu ihtiyacın karşılanması için de şirketlerin daha hesap verebilir duruma gelerek, daha şeffaf olmaları gerekmektedir.

Aksi takdirde, şeffaf bir piyasanın oluşması olumsuz yönde etkilenmektedir. Şeffaf bir piyasanın oluşmaması da çeşitli spekülasyonlara ve yolsuzluklara piyasayı açık hale getirmektedir. Şeffaf olmayan bir piyasada diğer ülkelerde örnekleri görüldüğü üzere işletmelerin yolsuzluklara açık olması piyasaya ilişkin yatırımcılarında güvenini kaybettirmektedir.

Yatırımcıların ilgili piyasaya güvenini kaybetmesi ile piyasa sığlaşmakta ve günümüzün istek ve arzularına ilişkin bir menkul kıymet piyasasının oluşmasının önü tıkanmaktadır.

Sığ ve şeffaf olmayan bir piyasada da spekülatif hareketlerin olacağı açıktır.

KAYNAKÇA

- AGAPEEVA, E., (2004), “**Pravovoe Regulirovanie Rinka Tsennix Bumag v Rossii i SSHA (Menkul Kıymet Piyasalarında Yasal Düzenlemeler, Rusya ve ABD.)**”, *Zakon i Pravo*, s. 75
- AKDOĞAN, N., AYDIN, H., (1987), “**Muhasebe Teorileri**”, Gazi Üniversitesi İBF Yayın S. 44, Ankara
- AKERLOF, G., (1970), “**The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism**”, *Quarterly Journal of Economics*, S. 84, s. 488-500
- AKTAŞ, R., DOĞANAY, M., (2007), “**Accounting Standards, Corporate Governance and Turkey**”, The Balkan Countries’ 1st International Conference on Accounting and Auditing, 8 – 9 Mart, Türkiye
- ALSAEED, K., (2005), “**The Association between Firm Specific Characteristics and Disclosure: The case of Suudi Arabia**”, *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge, September, Vol. 7, S. 1
- ALTINTAŞ, M.B., (1989), “**Sermaye Piyasalarında Kamunun Aydınlatılması ve Etkinlik Kuramı**”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1989
- AMOSOV A., (2000), “**Analiz Zaimstvovainia – Effektivniy Instrument Stimulirovaniya Ekonomiki (Borçlanmanın Analizi – Ekonomiyi Dengelemek İçin Etkili Bir Araç)**”, *Vorposi Ekonomiki* , S. 4, Moskova
- ARARAT, M., UĞUR, M., (2003), “**Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy**”, *Corporate Governance* Vol: 3, S. 1, s. 58 – 75

- ASHBAUGH, S.H., COLLINS, D.W., LAFOND, R., (2004), **“Corporate Governance and the Cost of Equity Capital”**, December
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681
- BAGOV, V., (2000), **“Metodika Otsenki Effektivnosti Strategii Korporativnoi Sistemi Po Obobshennim Xarakteristikam (Kurumsal Sistem Stratejilerinin Verimliliğinin Değerlendirilmesi Yöntemi)”**, Finansı, S. 11, s. 59
- BAIMAN, S., VERRECCHIA, R., (1996), **“The Relation Among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency and Insider Trading”**, Journal of Accounting Research, S. 34(1), s.1-22
- BELIKOV, I., (2000), **“Kodeks Korporativnogo Upravleniya: Soderzanie, Status i Mexanizmi Realizatsii (Kurumsal Yönetim Tüzüğü: İçeriği, Durumu ve Uygulama Mekanizması)”**, Rinok Tsennix Bumag, S. 17, s. 55
- BELOV, B., (2005), **“Gosudarstvennoe Regulirovaniye Rynka Tsennih Bumag (Menkul Kıymet Piyasalarının Devlet Düzenlemeleri)”**, Moskova
- BERLE A., MEANS G., (1932), **“The Modern Corporation and Private Property”**, New York, Macmillan
- BIRT, J.M., BILSON, C.L., SMITH T., WHALEY R.E., (2006), **“Ownership, Competition and Financial Disclosure”**, Financial Markets Research Center Working Paper
- BLACK, B.S., (2001), **“The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms”**, Emerging Markets Review, S. 2, s. 89
- BLACK, B.S., KRAAKMAN, R., TARASSOVA, A., (2000), **“Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?”**, Stanford

Law Review, S. 52, s. 1731–1808.

BLACK, B.S., LOVE I., RACHINSKY, A., (2006) **“Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia”**, Emerging Markets Review, S. 7, s. 361—379.

BLASI, J., KROUMOVA, M., KRUSE, D., (1997), **“Kremlin Capitalism: The Privatization of the Russian Economy”**, Cornell University Press, Ithaca

BOLLEN, L., HASSINK, H., BOZIC, G., (2006), **“Measuring and Explaining the Quality of Internet Investor Relations Activities: A Multinational Empirical Analysis”**, International Journal of Accounting Information Systems. S. 7

BOTOSAN, C.A., (1997), **“Disclosure Level and The Cost of Equity Capital”**, The Accounting Review, S. 72 (3), s.323-349

BOTOSAN, C.A., STANFORD, M., (2005), **“Managers' Motives to Withhold Segment Disclosures and The Effect of SFAS No.131 on Analysts' Information Environment”**, Accounting Review, S. 80(3), s.751-771

BRADBURY, M., (1991), **“Characteristics of Firms and Voluntary Interim Earnings Disclosures: New Zealand Evidence”**, Pacific Accounting Review, S. 3, s. 37

BRYUXANOV, D., (2004), **“Vliyanie Praktiki (kacestva) Korporativnogo Upravlenia na Investitsionnyy Privlekatel'nost (Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Yatırım Çekiciliğine Etkisi),”** Sovremennye Aspekti Ekonomiki, S. 5, s. 5

BUSHMAN, R., SMITH, A., (2001), **“Financial Accounting Information and Corporate Governance”**, Journal of Accounting and Economics, S. 32, s. 237–333.

BUSHMAN, R., SMITH, A., (2003), **“Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance”**, Economic Policy Review

CADWELL, C., POLISHCHUK, L., (2001), **“Evolving Demand for Institutions in the Russian Economy: Implications for Economic Reform”**, Paper Presented at Conference on “Modernisation of the Russian Economy”, Moscow, HSE, April

ÇELEN, E., (2001), **“Bağımsız Denetimin Önemi, Yararları ve Kamuyu Aydınlatma İlkesi”**, Mali Çözüm Dergisi, S. 55

ÇELİK, O., (2003), **“Muhasebe Kuramı Ve Uygulamaları Açısından Muhasebe Bilgilerinin Niteliği”**, Prof. Dr. Yüksel Koç YALKIN’a Armağan, SBF Yayın S. 590, Ankara

ÇELİK, O., (2002), **“Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuya Açıklama”**, Muhasebe ve Denetime Bakış, Şubat

ÇELİK, O., ECER, A., KARABACAK, H., (2006), **“Disclosure of Forward Looking Information: Evidence From Listed Companies on Istanbul Stock Exchange (ISE)”**, Journal of Investment Management and Financial Innovations, S. 3, s.197-216

ÇÜRÜK, T., (2001), **“An Analysis of Factor Influencing Accounting Disclosure In Turkey”**, İMKB, İstanbul, Ocak, s. 17

CEZAİRLİ, A., (2002), **“Sermaye Piyasasında Mesleki/Etik Kurallar ve Yatırımcı Hakları Paneli”**, İstanbul

CHOW C.W., HADDAD K., HIRST M., (1996), **“An Experimental Market’s Investigation of Discretionary Financial Disclosure”**, Abacus, S. 32 (2), s. 133–152.

CHOW, C.W., WONG – BOREN, A., (1987), **“Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations”**, Accounting Review, S. 62(3), s. 533-541

CHUNG, K.H., PRUITT, W.S., (1994), **“A Simple Approximation of Tobin’s q”**, Financial Management, Autumn, S. 23, (3), ABI/INFORM Global, s.70

COOK, J., SIMON D., (1999), **“Stakeholding and Corporate Governance: Theory and Evidence on Economic Performance”**, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge

COOKE, T.E., (1992), **“The Effect of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations”**, Accounting & Business Research, Vol. 22, S. 87.

COOKE, T.E., (1993), **“Disclosure in Japanese Corporate Annual Reports”**, Journal of Business Finance and Accounting, S. 20 (4), 0306-686X

COOKE, T.E., CAMFFERMANN, K., (2002), **“An Analysis of Disclosure in the Annual Reports of U.K. and Dutch Companies”**, Journal of International Accounting Research, vol.1, s. 3-30

CORMIER, D., LEDOUX, M., MAGNAN, M., (2009), **“The Use of Web Sites as a Disclosure Platform for Corporate Performance”**, International Journal of Accounting Information Systems, Vol. 10.

DAMODARAN, A., (1996), **“Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”**, John Willey & Sons, Inc

- DANILOV, M., (2002), **“Sozdanie I Razvitia Investitsionnogo Banka v Rossii (Yatirim Bankaciliginin Rusya’da Yaratilmasi ve Gelistirilmesi)”**, Moskova
- DARMAN, G., (2005), **“Kurumsal Yönetimin Uluslararası Finansal Piyasalar ve Kurumsal Yatırımcılar Açısından Önemi ve Etkisi”**, Ankara
- DEEGAN, C., GORDON, B., (1996), **“A Study of the Environmental Disclosure Practices of Australian Corporations”**, Accounting and Business Research, S. 26, s. 187 – 199
- DEPOERS, F., (2000), **“A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence From French Listed Companies”**, European Accounting Review, S. 9(2), s. 245-263
- DIAMOND, D.W., VERRECCHIA, R.E., (1991), **“Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital”**, Journal of Finance, S. 46, s. 1325 – 1359
- DOLGOPYATOVA, T., (2002), **“Corporate Control in Russian Companies: Models and Mechanisms”**, Preprint WPI/2002/05, Moscow, HSE
- DOLGOPYATOVA, T., EVSEYEVA (BOEVA), I., (1995), **“Behaviour of Russian Industrial Enterprises under Transformation”**, Communist Economies and Economic Transformation Vol. 7, S. 3
- DURNEV A., GURIEV S., (2007), **“The Resource Curse: A Corporate Transparency Channel”**, Paper presented at the Second International Conference «Corporate Governance and Sustainable Business Development: Strategic Roles of Board of Directors», November
- DURNEV, A., HAN, K.E., (2005), **“To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation,”** Journal of Finance, S. 60, s. 1461 – 1493

- DURUKAN, B., (2003), **“Finansal Bilgi Sunumunda Bir Araç Olarak İnternet Kullanımı: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Web Siteleri Üzerine Bir Araştırma”**, Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 17, S. 1-2, s. 137, Erzurum, Nisan
- EARLE J., ESTRIN S, LESCHENKO L., (1996), **“Ownership Structures, Patterns of Control and Enterprise Behavior in Russia. – Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia”**, The World Bank, Washington
- EARLE, J., ESTRIN, S., (1997), **“After Voucher Privatization: The Structure of Corporate Ownership in Russian Manufacturing Industry”**, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 1736, London, CEPR
- ENG L.L., MAK Y.T., (2003), **“Corporate Governance and Voluntary Disclosure”**, Journal of Accounting and Public Policy 22, 2003
- ERCAN, M.K., ÜRETEN A., (2000), **“Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi”**, Gazi Kitabevi, Ankara
- ERGİN, H., (2003), **“Muhasebeye Giriş”**, Ekspres Matbaası, Kütahya
- ERTUĞRUL, M., (2000), **“Entellektüel Sermayenin İşletme Defleri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama”**, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskisehir
- FAMA, E., MICHAEL, C. J., (1983), **“Separation of Ownership and Control”**, Journal of Law and Economics, S. 26, s.301-325
- FAN, Z., WANG, L., ZHANG, J., (2003), **“Corporate Competitive Strategy and Voluntary Disclosure”**, Social Science Electronic Publishing, Inc.: <http://www.ssrn.com>.

FILATOTCHEV, I., BUCK, T., WRIGHT, M., FRAUSUM V.Y., (1996), **“The Process and Impact of Privatization in Russia and Ukraine”**, Comp. Econom. Stud. S. 38, s. 2–3, s. 45– 69

FILATOTCHEV, I., BUCK, T., GROSFELD, I., KARSAI, J., WRIGHT, M., (1996), **“Buy-Outs in Hungary, Poland and Russia”**, Governance and Finance Issues, Econom. Transition, S. 4, s. 67– 88, May

FILATOTCHEV, I., BUCK, T., WRIGHT, M., (1992), **“Privatisation and Buy-Outs in the USSR”**, Soviet Stud., S. 44, s. 265–282

FILATOTCHEV, I., HOSKISSON, R. E., BUCK, T., WRIGHT, M., (1996), **“Corporate Restructuring in Russian Privatizations: Implications for US Investors”**, California Management Review, S. 38, s. 87–105.

FILATOTCHEV, I., LIEN, Y.C., PIESSE, J., (2005), **“Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan”**, Asia Pacific Journal of Management, S. 22, s. 257 – 283

FILATOTCHEV, I., WRIGHT, M., UHLENBRUCK, K., TIHANYI, L., HOSKISSON, R.E., (2003), **“Governance, Organizational Capabilities, and Restructuring in Transition Economies”**, Journal of World Business, S. 38(4), s. 331–347

FIRTH, M.A., (1979), **“The Effect of Size, Stock Market Listings, and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports”**, Accounting & Business Research, S. 9.

FISHMAN, M.J., HAGERTY K.M., (1989), **“Disclosure Decisions by Firms and the Competition for Price Efficiency”**, The Journal of Finance, S. 3

- FISHMAN, M.J., HAGERTY, K.M., (2003), **“Mandatory Versus Voluntary Disclosure in Markets with Informed and Uninformed Customers”**, Journal of Law Economics and Organization, S. 19, s. 45–63
- FLORINI, A., (1999), **“Does the Invisible Hand Need a Transparency Glove? The Politics of Transparency”**, Paper Prepared for ABCDE Conference
- FROST, C.A., GORDON, E.A., HAYES, A.F., (2006), **“Stock Exchange Disclosure and Market Development: an Analysis of 50 International Exchanges”**, Journal of Accounting Research, S. 44(3), s. 437-483
- FRYDMAN, C.G., RAPACZYNSKI, A., (1996), **“Corporate Governance in Central Europe and Russia”**, Vol. 2. s. 78–108. Budapest: Central European University Press
- GALKIN, V., (1996), **“İstoriya Birji v Rossii (Rusya’da borsaların Tarihçesi)”**, Voronej
- GANDIA, J., (2008), **“Determinants of Internet-Based Corporate Governance Disclosure by Spanish Listed Companies”**, Online Information Review. Vol. 32, S. 6
- GARILIN, A., (2000), **“Rinok Korporativnix Evroobligatsi (Şirket Tahvilleri Piyasası)”**, Moskova
- GAZIN, G., (2003), **“Korporativnoe Upravlenie v Rossii, Realnoe Konkurentnoe Preimushество (Rusayada Kurumsal Yönetim, Gerçek Rekabet Üstünlüğü)”**, Vestnik McKinsey, S. 13, s. 29
- GEDAJLOVIC, E., SHAPIRO, D.M., (2002), **“Ownership Structure and Firm Profitability in Japan”**, Academy of Management Journal, Vol. 45, S. 2, s. 565-575

- GILLAN, S.L., STARKS, L.T., (2000), **“Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors”**, Journal of Financial Economics, S. 57, s. 275-305.
- GOLDMAN, M.I., (2003), **“The Privatization of Russia”**, New York, Routledge
- GOLUBKOV, D., (1999), **“Osobennosti Korporativnogo Upravleniya v Rossii (Rusya’da Kurumsal Yönetimin Özellikleri)”**, Alpina, Moskova
- GOMES, A., GORTON, G., MADUREIRA, L., (2004), **“SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and Cost of Capital”**, <http://www.olin.wustl.edu/faculty/gomes/RegFD.pdf>
- GOMPERS, P.A., ISHII, J.L., METRICK, A., (2003), **“Corporate Governance and Equity Prices”**, Quarterly Journal of Economics
- GÖNENLİ, A., (1979), **“Finansal Tablolar”**, Serbest Matbaası, İstanbul, 1979
- GORE, A., (2004), **“Does Mandatory Disclosure Reduce the Cost of Capital? Evidence from Bonds”**, University of Oregon, Working Paper
- GORIAEV, A., SONIN, K., (2005), **“Is Political Risk Company-Specific? The Market Side of the Yukos Affair”**, EFA Moscow Meetings paper.
- GRAY, J.S., MORRIS, D. R., YAN LEUNG, W.Q., (2006), **“Corporate Transparency In China: Factors Influencing Financial Disclosure Levels”**, www.accg.mq.edu.au/html/seminar/s2_papers/morris_s2_2005.pdf
- GRIFFITH, J.M., (1999), **“CEO Ownership and Firm Value”**, Managerial and Decision Economics, February, Vol. 20, S. 1, s. 1-8
- GROSSMAN, S.J., HART, O.D., (1980), **“Disclosure Laws and Takeover Bids”**, Journal of Finance, S. 35, s. 323-334

GÜCENME, Ü., (1996), “**Muhasebe ve Envanter**”, Marmara Kitabevi, Bursa

GÜRBÜZ, A.O., ERGİNCAN, Y., (2004), “**Dünyada ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim Düzeyinin ve Şirket Performanslarının Karşılaştırmalı Analizi**”, Geleneksel Finans Sempozyumu, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü & Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, İstanbul, 27-28 Mayıs

GÜRBÜZ, A.O., ERGİNCAN, Y., (2004), “**Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**”, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004

GÜRBÜZ, O., (2005), “**Kurumsal Yönetim: Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler**”, Belek/Antalya

GUJARATI, D.N., (2001), “**Temel Ekonometri**”, Literatür Yayıncılık, İstanbul

GURIEV, S., LAZAREVA, O., RACHINSKY, A., TSOUKHLO, S., (2004), “**Corporate Governance in Russian Industry**”, CEFIR Working Paper, S. 32

GURIEV, S., RACHINSKY, A., (2004), “**Ownership Concentration in Russian Industry,**” CEFIR Working Paper, S. 45

HEALY, P.M., PALEPU K.G., “**Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of Empirical Disclosure Literature**”, Journal of Accounting and Economics, 31, 2001, S. 405-440

HEALY, P.M., PALEPU K.G., (1993), “**The Effect of Firms’ Financial Disclosure Strategies on Stock Prices**”, Accounting Horizons, S. 7, s. 1–11.

HERMALIN, B.E., WEISBACH, M.S., (1998), “**Endogenously Chosen Board of Directors and their Monitoring of the CEO**”, American Economic Review, S. 88, s. 96—118

- HIRAKI, T., INOUE, H., ITO, A., KUROKI, F., MASUDA, H., (2003), **“Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998”**, Pacific-Basin Finance Journal
- HUAFANG, X., JIANGUO, Y., (2007), **“Ownership Structure, Board Composition and Corporate Voluntary Disclosure. Evidence From Listed Companies in China”**, Managerial Auditing Journal. 2007. Vol.22. S. 6
- İLİNA, Y.B., BEREZINETS, I.V., ORLOVA, A.V., (2009), **“İndeks Raskrıtiya İnformatsii: Vzaimosvyaz s Finansovoi Rezultativnostyu (Kamuyu Açıklama Endeksi: Finansal Göstergelerle İlişkisi)”**, Korporativnie Finans Dergisi, S. 2 (10), Moskova
- IONTSEV, M., (2003), **“Aksionernie Obshestva, Pravovie Osnovi, Imushestvennie Otnoshenia, Upravleniia i control, Zashita Prav Aksionerov (Anonim Şirketler, Hukuksal Altyapı, Ortaklık İlişkileri, Yönetim ve Kontrol, Hissedarların Haklarının Korunması)”**, Moskova
- JENSEN, M.C., MECKLING, W.H., (1976), **“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”**, Journal of Financial Economics, S. 3, s. 305-360
- JONES, D.C., (1998), **“The Economic Effects of Privatization: Evidence from a Russian Panel”**, Comp. Econom. Stud., S. 40, s. 75–102
- JUDGE, W.Q., NAUMOVA, I., KOUTZEVOL, N., (2003), **“Corporate Governance and Firm Performance in Russia: An Empirical Study”**, Journal of World Business, S. 38(4), s. 385–396
- JUKOV, E., (1995) **“Tsenniye Bumagi i Fondovie Rinki (Menkul Kıymetler ve Menkul Kıymet Borsaları)”**, Moskova

- KAMENEVA, G., (1998), **“Organizatsiya Birjevoi Torgovli (Borsalarda Ticaretin Organize Edilmesi)”**, Moskova
- KARSLI, M., (1989), **“Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler”**, İrfan Yayıncılık ve Ticaret, İstanbul
- KAUFMANN, D., VISHWANATH T., (1999) **“Towards Transparency in Finance and Governance”**, The World Bank, Policy Research Working Paper, s.4
- KAVERINA, K., (2002), **“İnvestitsionni İnstituti Rossii (Rusya’da Yatırım Kurumları)”**, Moskova
- KEPEKÇİ, C., (1998), **“Bağımsız Denetim”**, Siyasal Kitapevi, Ankara
- KEPEKÇİ, C., (1983), **“Sermaye Piyasasının Gelismesinde Muhasebenin Rolü”**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, S. 6, Eskişehir
- KIM, O., VERRECCHIA, R. E., (2001), **“The Relation Among Disclosure, Returns, and Trading Volume Information**, Accounting Review, S. 76(4), s.633-654
- KIYILAR, M., (1997), **“Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi Test Edilmesi”**, S. 86, Ankara
- KLAPPER, L., LOVE, I., (2004), **“Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets”**, Journal of Corporate Finance, S. 10, s. 703-728
- KOCAMAN, B., (1996), **“Insider Trading ve Pazar Etkinliği”**, SPK Yayın, S. 54, Ankara
- KONDRATEV, V., (2002), **“Korporativnoe Upravlenie, Osobennosti I Tendentsii Razvitiya, Problem Teorii i Praktiki Upravlenia (Kurumsal**

Yönetim, Özellikleri ve Gelişimi, Teorik Problemler ve Yönetim Uygulamaları”, Moskova

KONTRATEVA, O., (2007), **“Raskritie Ėnformatsii Emitentami Emissionnih Tsennih Buma (Menkul Kıymet İhraç Edenlerin Bilgi Açıklaması)”**, Yurist Dergisi, S. 17

KÜÇÜKSÖZEN, C., (1995), **“Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının bu Açıdan Değerlendirilmesi”**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

KUZNETSOV, P., MURAVYEV, A., (2004), **“Struktura Aktsionernogo Kapitala i Rezultati Deyatelnosti Firm v Rossii (Rusya Şirketlerinin Sermaye Yapısı ve Şirketlerin Faaliyetlerinin Sonuçları)”**, Moskova

KUZNETSOV, P., MURAVYEV, A., (2001), **“Ownership Structure and Firm Performance in Russia: The Case of Blue Chips of the Stock Markets”**, Economics Education and Research Consortium - Russia Program

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., (1999), **“Corporate Ownership around the World”**, The Journal of Finance, Vol. LIV, S. 2, s. 471-517.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., (2000), **“Agency Problems and Dividend Policies Around The World”**, The Journal of Finance, Vol. LV, S. 1, s. 1-33.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., (2000), **“Investor Protection and Corporate Governance”**, Journal of Financial Economics, S. 58, s. 3-27.

- LANG, M.H., LUNDHOLM, R.J., (1996), **“Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior”**, The Accounting Review, Vol.71, No.4
- LANG, M.H., LUNDHOLM, R.J., (1993), **“Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures”**, Journal of Accounting Research, S. 31, s. 246-271
- LEONOV, R., (2000), **“Vrazdebnie Pogloshenia v Rossii, Opit, Teknika Provedenia i Otlicie ot Mezhdunarodnoi Praktiki (Rusya’da Düşmanca Ele Geçirmeler, Deneyim, Yapılma Tekniği ve Uluslararası Uygulamadan Farklılıkları)”**, Rinok Tsennix Bumag, S. 24, s. 35
- LEV, B., PENMAN, S.H., (1990), **“Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure, and Stock Prices”**, Journal of Accounting Research, S. 28, s. 49–75.
- LEWIS, T., POITEVIN, M., (1995), **“Disclosure of Information in Regulatory Proceedings”**, Cirano Scientific Series, S. 95-1
- LIMITOVSKIY, M., PALAMARCHUK. V., (1999), **“Stoimost Sobstvennogo Kapitala Rossiyskoi Korporatsii (Rusya Şirketlerinin Özsermayelerinin Maliyeti)”**, Rinok Tsennix Bumag, S. 18, s. 49
- LIU, J., EDDIE, A., (2007), **“Determinants of Disclosures of A-, B- and H-share Companies”**, Asian Review of Accounting. Vol. 15, S.1
- LIU, Z., (2007), **“Fair Disclosure and Investor Asymmetric Awareness in Stock Markets”**, Munich Personal Repec Archive Paper, S. 1969
- LLOYD, W.P., JAHERA, Jr. J.S., GOLDSTEIN, S.J., (1986), **“The Relation Between Returns, Ownership Structure, And Market Value”**, Journal Of Financial Research, 1986, S. 9, s. 171—177.

- MACEY, J., (1991), **“Insider Trading: Economics, Politics and Policy”**, American Enterprise Institute, Washington D.C.
- Maliye Hesap Uzmanları Derneği, (1996), **“Denetim”**, Acar Matbaacılık, İstanbul
- MATKOVA, A., (2007), **“O Rasskritii Informatsii Aktsionernami Obshestvami, Zakoni Rossii: Opit, Analiz, Praktika (Anonim Şirketler Tarafından Bilgi Açıklaması, Rusya Yasaları: Deneyim, Analiz, Uygulamalar)”**, Moskova, S. 7
- MAYER, C., (1997), **“Corporate Governance, Competition and Performance”**, Journal of Law and Society, S. 24, s. 152-76.
- MEEK, G.K., ROBERTS, C.B., GRAY, S.J., (1995), **“Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations”**, Journal of International Business Studies, S. 26, s. 3
- MIRKIN, Y., (1998), **“Razvitiya Rossiyskix Birzh v 90-Ie Godi (90’lı Yıllarda Rusya Borsalarının Gelişmesi)”**, Vestnik Finansoviy Akademi, S. 2, s. 63 – 71
- MITCHELL, R.K., BRADLEY R.A., DONNA J.W, (1997), **“Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience”**, Academy of Management Review S. 22(4), s. 853–886
- MITTON, T., (2002), **“A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis”**, Journal of Financial Economics, S. 64

- MORCK, R., SHLEIFER, A., VISHNY, R., (1998), **“Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis”**, Journal of Financial Economics, S. 20, s. 293-315
- MURAVYEV, A., SAVULKIN, L., (1998), **“Korporativnoe Upravlenie I Ego Vliyanie Na Povedeniye Privatizirovannix Predpriyatiy (Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetimin Özelleştirilmiş şirketlerin Davranışları Üzerine Etkisi)”**, Voprosi Ekonomiki, Moskova
- MYERS, S.C., MAJLUF, N., (1984), **“Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors do not Have”**, Journal of Financial Economics, S. 13, s. 187 – 221.
- NASER, K., ALKHATIB, K., KARBHARI, Y., (2002), **“Empirical Evidence on the Depth of Corporate Information disclosure in Developing Countries: The Case of Jordan”**, International Journal of Commerce & Management, Vol. 12.
- NASER, K., NUSEIBEH, R., (2003), **“Quality of Financial Reporting: Evidence From the Listed Suudi Non-Financial Companies”**, The International Journal of Accounting, S. 38, s. 41-69
- OECD, (2004), **“Corporate Governance Principles”**, OECD
- ÖZER, G., (1996), **“Muhasebe Karları İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler İMKB’de Deneyisel Bir Analiz”**, SPK. Yayınları, S. 31, Ankara, s. 41.
- ÖZER, M., (1999), **“Finansal Krizler, Piyasa Basarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar”**, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, S. 1096, Eskişehir

- ÖZER, N., (1997), **“Muhasebe Bilgileri ve Kamuyu Aydınlatma”**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- PATEL, A.S., BALIC, A., BWAKIRA, L., (2002), **“Measuring Transparency and Disclosure at Firm-Level in Emerging Markets”**, Emerging Markets Review, S. 3, s. 325-337
- PATRUSHEVA, E., BRYUXANOV, D., (2004), **“Uroven Korporativnogo Upravleniya kak Faktor Investitsionnoi Privlekatelnosti Kompaniy (Şirketlerin Yatırım Cazibesinin bir Değişkeni Olarak Kurumsal Yönetimin Derecesi)”**, Ekonomiceskiy Vestnik Yaroslavskogo Universiteta, S. 13
- PEROTTI, E., THADDEN, E.V., (2002), **“Outside Finance, Dominant Investors and Strategic Transparency”**, Tinbergen Institute Discussion Paper
- PEROTTI, E., (2004), **“State Ownership: A Residual Role?”**, World Bank Research Paper, S. 3407
- PONOMAREV, Y, (2001), **“Mezhdunarodnie Tendentsii Razvitiya System Korporativnogo Upravleniya I Rossiia (Kurumsal Yönetim Sistemleri Gelişiminde Uluslararası Trend ve Rusya)”**, Dengi i Kredit, S. 6, s.15
- POROY, R., (1995), **“Halka Açık Anonim Şirketlerde Çağrı Yoluyla Oyda Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sorunlar”**, Hayri Domanic’e Armağan, s. 189 – 200, İstanbul
- POROY, R., TEKINALP, Ü., ÇAMOĞLU, E., (1984), **“Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku”**, Beta Basım Yayın Dağıtım A.S., 3. Bası, İstanbul
- PUFFER, S.M., MCCARTHY, D.J., (2002), **“Corporate Governance in Russia: Towards a European, U.S. or Russian Model”**, European Management Journal, S. 20(6), s. 630–640

- PUFFER, S.M., McCARTHY, D.J., (1995), **“Finding the Common Ground in Russian and American Business Ethics”**, California Management Review, S. 37(2), s. 29 – 46
- PUFFER, S.M., McCARTHY, D.J., (2003), **“The Emergence of Corporate Governance in Russia”**, Journal of World Business, S. 38(4), s. 284–298
- PUFFER, S.M., McCARTHY, D.J., NAUMOV, A.I., (1997), **“Russian Managers’ Beliefs About Work: Beyond the Stereotypes”**, Journal of World Business, S. 32(3), s. 258–276
- RACHINSKY, A., (2003), **“Corporate Governance and Valuation of Russian Firms”**, Mimeo, CEFIR
- RADIGIN, A., (1995), **“Privatisation in Russia: Hard Choice, First Results, New Targets”**, CRCE-The Jarvis Print Group, London
- RADIGIN, A.D., ENTOV, R.M., (2001), **“Korporativnoe Upravlenie i Zashchita Prav Sobstvennosti: Empiricheskij Analiz I Aktualnye Napravleniya Reform (Kurumsal Yönetim ve Ortak Hakları Korunması, Ampirik Çalışma ve Reformların Güncel Yaklaşımları)”**, Nauchnie Trudy IEPP, S. 36, Moskva
- RADIGIN, A., (2000), **“Sobstvennost, Korporativnie Konflikty I Effektivnost, (Sahiplik, Kurumsal Çatışmalar ve Etkinlik)”**, Voprosi Ekonomiki, S. 11, s. 34
- RADIGIN, A., (2000), **“Vneshnie Mexanizmi Korporativnogo Upravleniya i İx Osobennosti v Rossii (Kurumsal Yönetimin Dışsal Mekanizmaları ve Rusya Özellikleri)”**, Voprosi Ekonomiki, S.8, s. 22

ROSS, S. A., R. W. WESTERFIELD, J. D. BRADFORD, (2003), **“Fundamentals of Corporate Finance”**, 6th Edition, McGraw-Hill Irwin Publications, New York

RUTHERFORD, A.C., JEFFREY R.C., (1999), **“Measuring Corporate Governance Risk in Russia”**, Brunswick, Warburg

SAK, G., (2000), **“Corporate Governance”**, Görüş Dergisi

SALTER, S.B., (1998), **“Corporate Financial Disclosure in Emerging Markets: Does Economic Development Matter?”**, The International Journal of Accounting, Vol. 33, S.2, s. 211-234

SANTEMA, S., HOEKERT, M., RIJT, J., OIJEN, A., (2005), **“Strategy Disclosure in Annual Reports across Europe: A Study on Differences between Five Countries”**, European Business Review, Vol.17, S. 4, s. 352-366

ŞEHİRLİ, K., (1999), **“Kurumsal Yönetim”**, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Araştırma Raporu, S. XIV-4/55-3, İstanbul

SENGUPTA, P., (1998), **“Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt”**, The Accounting Review, Vol.73, S. 4, s. 459-474

SERMAYE PİYASASI KURULU, (2005), **“Kurumsal Yönetim İlkeleri”**, SPK, Ankara

SERMAYE PİYASASI KURULU, **“Sermaye Piyasası Kanunu ve Mevzuatı”**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2003

SERMAYE PİYASASI KURULU, (2003), **“Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, Kullanılan Yöntem Örnekleri, Manipülatif İşlem Kalıbı Örnekleri, Korunma Yolları”**

SERMAYE PİYASASI KURULU, (2003), **“Kurumsal Yönetim İlkeleri”**,
Ankara

SETTLES, A., (2007), **“The Corporate Governance Changes Due to Exposure to the International Capital Market: The Role of IPOs, SPOs, and Debt Issuance Experience of Russia Firm Practice 2003—2007”**, Paper presented at the Second International Conference «Corporate Governance and Sustainable Business Development: Strategic Roles of Boards of Directors

SHEIN, V., ZHUPLEV, A., (2002), **“Zapas Prochnosti (Emniyet Marjı)”**, Zhurnal Dlia Aktsionnerov (Shareholders’ Journal), S. 4, Moskova

SHLEIFER, A., VISHNY, R., (1997), **“A Survey of Corporate Governance”**, Journal of Finance, S. LII (2)

SHPOTOV, B., (2000), **“Korporativnoe Upravlenie v 20 Veke, İstoriya i Perspektivi, Problem Teorii i Praktiki Upravlenia (20. Yüzyılda Kurumsal Yönetim, Tarihsel Gelişimi, Teorik Problemler ve Yönetim Uygulamaları)”**, Moskova, S. 1, s. 29

SILVA, W. M., ALVES, L.A., (2004), **“The Voluntary Disclosure of Financial Information on the Internet and the Firm Value Effect in Companies Across Latin America”**, Social Science Electronic Publishing, Inc.: <http://www.ssrn.com>.

SINGHVI, S.S., DESAI, H., (1971), **“An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure”**, The Accounting Review, s. 621-632

SKINNER, D.J., (1994), **“Why Firms Voluntarily Disclose Bad News”**, Journal of Accounting Research, S. 32(1), s. 38-60

- SPRENGER, C., (2002), **“Ownership and Corporate Governance in Russian Industry: A Survey”**, European Bank for Reconstruction & Development Working Paper, S. 70. London, EBRD
- STANDARD & POOR’S, (2007), **“Portrait of Russian Corporate Boards Mirrors Their Concentrated Ownership Structure and Highlights Hindrances to Stronger Governance”**, Standard & Poor’s Governance Services
- SÜMER, A., (1999), **“Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat”**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul
- TANER, B., ÖNCÜ, S., ARACI, H., KARASİOĞLU, F., (1997), **“Bağımsız Denetçilerin Yetki ve Sorumlulukları”**, Türkiye III. Muhasebe Denetimi Sempozyumu, Alanya
- TEKINALP, Ü., (1979), **“Anonim Ortaklıklar Bilançosu ve Yedek Akçeler-Kamuyu Aydınlatma İlkesi ile”**, Fakülteler Matbaası, İstanbul
- TEZCANLI, M.V., (1996), **“İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar”**, IMKB Yayınları, İstanbul
- Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, (2002), **“Şeffaflığın Önemi Üzerine Bir Değerlendirme”**, İstanbul
- TURABOĞLU, T.T., (2002), **“Vekalet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması”**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- UVAROV, D., FENN. I., (2000), **“Aspects of Corporate Governance in Russia”**, Law in Transition, EBRD

VARIŞ, M., KÜÇÜKÇOLAK, A., ERDOĞAN, O., ÖZER, L., (2001), **“Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”**, İMKB Dergisi, Y. 5, S. 19, İstanbul, s.12

VASILIEV, D., (2001), **“Korporativnoe Upravlenie v Rossii, Investitsionny Klimat i Perspektivy Ekonomicheskogo Rosta v Rossii (Rusya’da Kurumsal Yönetim, Yatırım Ortamı ve Ekonomik Gelişiminin Perspektifleri)”**, Moscow, GU-VshE

VAVULIN, D., (2008), **“Poryadok Raskritie Informatsii Vladeltsami Obiknavennix Aktsiy Rossiyskix Aktsionernix Obshestv (Adi Hisse senedine Sahip Rusya Anonim Şirketlerinin Kamuyu Aydınlatma Düzeni)”**, Pravo I Ekonomika, S. 8

VERRECCHIA, R.E., (1999), **“Disclosure and the Cost of Capital: A Discussion”**, Journal of Accounting and Economics, S. 26, s. 271-283

VERRECCHIA, R.E., WEBER, J., (2006), **“Redacted Disclosure”**, Journal of Accounting Research, S. 44(4), s. 791-813

WALLACE, O.R.S., (1998), **“Corporate Financing Reporting in Nigeria”** Accounting and Business Research, Vol.18, S. 72, s. 352-362

WALLACE, O.R.S., NASER, K., MORA, A., (1994), **“The Relationship Between the comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain”**, Accounting and Business Research, Vol.25, S. 97, s. 41-53

WOODRUFF, D., (1999), **“Money Unmade: Barter and the Fate of Russian Capitalism”**, Cornell University Press, Cornell

- YAKOVLEV, A., DANILOV Y., (2007), **“Rossiyskie Korporatsii na 20- letnem Gorizonte, Struktura Sobstvennosti, Rol Gosudarstva i Korporativnoe Finansirovanie (20 Yıllık Ufukta Rus Şirketleri, Sermaye Yapıları, Devlet ve Özel Finansmanın Rolü)”**, Rossiyskiy Zhurnal Menedzmenta, S.1, s. 3-34
- YAKOVLEV, F., (2000), **“Aktisonornoe Obshevstvo, Dostoinstvo I Nedostatki (Anonim Şirketler, Artıları ve Eksileri)”**, Jurnal Dlia Aktsionerov, S. 11, s. 7-9
- YALKIN, Y.K., (1994), **“Genel Muhasebe”**, Turhan Kitabevi, Ankara
- YANLI, V., (2005), **“Sermaye Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması”**, Beta Yayınları, İstanbul
- ZEGHAL, D., (1984), **“Firm Size and the Informational Content of Financial Statements”**, Journal of Financial Quantative Analysis, Vol. 19, s.23

EKLER

EK 1. Bilgi Değerlendirme Formu

Birinci Bölüm Mülkiyet yapısı ve yatırımcı hakları

Birinci kısım. Mülkiyet yapısı

1. Normal hisse senetlerinin sayısı ve nominal değeri
2. Diğer tür hisse senetlerinin toplam sayısı ve nominal değeri
3. İlan edilen ama ihraç edilmeyen bütün hisse senetlerinin sayısı ve nominal değeri
4. En büyük hissedarla ilgili bilgi
5. Büyük paket hisse senetlerine sahip olanlarla ilgili bilgi (bloke etme yetkisine sahip olanlar - %25'den fazla, kontrol hisse senetlerine sahip olanlar - %50'den fazla)
6. Toplamda %25ten az olmayan oy hakkına sahip hisse senetlerini elinde tutan ortakla ilgili bilgi
7. Toplamda %50 den az olmayan oy hakkına sahip hisse senetlerini elinde tutan ortakla ilgili bilgi
8. Toplamda %75 den az olmayan oy hakkına sahip hisse senetlerini elinde tutan ortakla ilgili bilgi
9. %10den daha fazla hisse senedine sahip olan her ortakla ilgili bilgi
10. Hesap tarihinden sonra mülkiyet yapısıyla ilgili bilgi yenilenmesi
11. Üst düzey yöneticilere ait olan hisse senedi paketiyle ilgili bilgi
12. Üst düzey müdürlere ait paket hisse senediyle ilgili bilgi
13. Hisse senetlerinin türlerinin açıklanması
14. Yatırımcı tipleri
15. Şirketler arası karşılıklı kullanımda olan hisse senetleriyle ilgili bilgi (cross – ownership)
16. Borsalarda işlem görmeye ilgili bilgi
17. Değiştirilebilir aktiflerle ilgili bilgi (convertible assets)

İkinci kısım ortak hakları

18. Şirket tüzüğüne ilgili bilgi

19. Kurumsal yönetim tüzüğü ve etiğinin var olduğunun açıklanması
20. Kurumsal yönetim ve etik tüzüğünün içeriğinin açıklanması
21. Şirket tüzüğüyle ilgili bilgi (değişiklikler de)
22. Oy haklarıyla ilgili bilgi
23. Yönetim kuruluna hissedarlar tarafından aday gösterilmesi süreci
24. Hissedarlar tarafından olağandışı genel kurul toplama süreci
25. Yönetim kurulu toplantı günlüğüne teklif verme süreci
26. Genel kurul toplantı günlüğüne teklif verme süreci
27. Kar payı dağıtım politikasıyla ilgili resmi belge
28. Son genel kurulun tutanağı
29. Bütün genel kurulların tam protokolü
30. Hissedarlar için önemli gelişmelerle ilgili takvimin oluşu
31. Genel kurul toplantısıyla ilgili evrakların şirketin internet sayfasında olması
32. Son şirket gelişmeleriyle ilgili detaylı basın açıklamasının olması
33. Kamuyu aydınlatma politikası

İkinci Bölüm: Finansal ve Finansal olmayan bilgiler

Finansal verilerle ilgili bilgileri

34. Şirketin muhasebe politikası
35. Muhasebe verileri oluştururken kullanılan standartlar
36. Ulusal standartlara göre hazırlanmış tablolar
37. Uluslararası muhasebe standartlarına göre hazırlanmış yıllık raporlar (UMS)
38. Yıllık raporlarda UMS göre hazırlanmış dipnotlar
39. Yıllık raporlara UMS uygun olarak hazırlanmış bağımsız denetici raporu
40. UMS göre hazırlanmış tablolarda yapılan bağımsız denetim raporunda düzeltmenin olmaması
41. UMS göre hazırlanmış denetlenmiş finansal tabloların nisan sonuna kadar açıklanması
42. UMS göre hazırlanmış denetlenmemiş finansal tabloların nisan sonuna kadar açıklanması

43. Denetlenmiş finansal raporun genel kurul toplantısından önce açıklanması
44. UMS göre hazırlanmış denetlenmemiş tabloların haziran sonuna kadar yayınlaması
45. İlgili taraflar arasındaki işlemlerle ilgili bilgiler: alım ve satımla ilgili bilgiler, alacak verecek rakamları
46. Bu işlemlerin Pazar koşullarında veya Pazar koşulları dışında yapılıp yapılmadığıyla ilgili bilgi
47. İlgili taraflarla gerçekleşen işlemin tam şartları
48. UMS göre hazırlanmış ara mali tablolar
49. Belirtilen mali tablolara ilişkin dipnotlar
50. Bağımsız denetimin bu raporlarda yapılıp yapılmadığının belirtilmesi
51. Ulusal muhasebe standartlarına göre hazırlanmış konsolide raporlar
52. Varlık değerlendirme yöntemi
53. Şirketin azınlık paya sahip olduğu şirketlerin listesi
54. Bağlı şirketlerdeki ortaklık yapısı
55. Ana faaliyet konusundan gelecek gelirle ilgili bütün tahminler
56. Gelirlerin detaylı tahmini
57. Bölüm analizi (segment analizi – esas faaliyet konularıyla ilgili)
58. Gelirleri detaylı yapısı
59. Giderlerin detaylı açıklanması
60. Denetici şirketin ismi
61. Denetici şirketin bilinirliği ve güvenilirliği
62. Denetici şirket değiştirme politikası
63. Denetici şirkete denetim hizmeti karşılığı ödenen ücret
64. Denetici şirket tarafından denetim dışında herhangi bir hizmetin gösterilip gösterilmediği bilgisi
65. Denetim dışı hizmet için deneticiye ödenen ücret

Dördüncü kısım: finansal olmayan bilgiler

66. Şirket faaliyetinin türüyle ilgili bilgi

67. Üretilen ürünler veya gösterilen hizmetle ilgili bilgi
68. Ürün olarak üretim hacmi
69. Şirketin kilit üretim alt bölümleri arasındaki fonksiyonel ilişkiyle ilgili bilgi
70. Şirketi rakiplerle kıyaslamak için sanayi kolu göstergeleri
71. Diğer finansal göstergeler
72. Kullanılan duran varlıkların özellikler (lisanslar dahil)
73. Etkinlik göstergeleri
74. Kurumsal stratejilerin tartışılması
75. Önümüzdeki yıllar için yatırım planları
76. Önümüzdeki yıllarda yapılacak yatırımlarla ilgili detaylı bilgi
77. Üretim hacmiyle ilgili tahminler
78. Sanayi kolundaki trendin incelenmesi, ayrıca sanayi kolundaki düzenlemelerle ilgili bilgi
79. Şirketin ayrı ayrı ve bütün faaliyetleriyle ilgili Pazar payı
80. Sosyal sorumluluk
81. Doğayı korumayla ilgili bilgi
82. Kurumsal vatandaşlık prensipleriyle ilgili bilgi

Üçüncü Bölüm: Yönetim kurulu, Üst Yönetim ve Ödüllendirme Süreçleri

Beşinci Kısım: Yönetim kurulu ve yönetimle ilgili bilgi.

83. Yönetim kurulu üyelerinin listesi (soyadları)
84. Görevleriyle ilgili verileri
85. Diğer bilgiler (önceki çalışma yeri, görevi, eğitim durum vb)
86. Her üyenin yönetim kuruluna ne zaman girdiğiyle ilgili bilgi
87. Yönetim kurulu Başkanı Yönetim kurulunda belirtilmiş mi
88. Yönetim kurulunun şirket içindeki rolüyle ilgili bilgi
89. Yönetim kurulunun yetki alanın giren konuların listesi
90. Yönetim kuruluna bağlı komitelerinin listesi
91. Bütün komite üyelerinin isimleri

92. İç denetim kuruluyla ilgili durum
93. Yönetim kurul toplantılarında katılım oranı
94. Yönetim kurulu üyelerinin yönetim kurulu toplantılarına katılmasıyla ilgili bilgi
95. Yönetim kuruluna girmeyen üst yönetim
96. Şirket üst yönetiminin biyografileri
97. Genel müdürle kontratın finansal olmayan kısımları
98. Bağlı şirketlerdeki yönetime ait olan hisse sayısı
99. Yönetim kurulu üyelerinin faaliyetlerinin değerlendirilmesi politikası
100. Yönetim kurulu üyeleri için eğitim programları

Altıncı Kısım: Üst Yönetimin ve Yönetim Kurulunun Ödüllendirilmesi

101. Yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirilmesiyle ilgili karar alma süreci
102. Ödüllendirmenin derecesiyle ilgili detaylı bilgi açıklaması
103. Ödüllendirme şekliyle ilgili bilgi açıklaması (para veya hisse senedi)
104. Yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirilmesiyle şirket faaliyet sonuçları arasında ilişkinin açıklanması
105. Üst yönetimin ödüllendirilmesiyle ilgili karar alma süreci
106. Üst yönetimin ödüllendirilmesiyle ilgili detaylı bilgi, aynı zamanda maaş ve bonuslarla ilgili
107. Ödüllendirme şekli
108. Ödüllendirmeye şirket faaliyet sonuçları arasındaki ilişkiyle ilgili bilgi açıklaması
109. Genel müdürün ödüllendirme tutarı ve yapısı

EK 2. ARAŞTIRMAYA KONU OLAN ŞİRKETLER

1. AEROFLOT GROUP
2. AKRON GROUP
3. AVTOVAZ GROUP
4. BALTIKA BREWERIES
5. BASHNEFT GROUP
6. CENTRAL TELECOMMUNICATIONS CO.
7. CHELYABINSK ZINK PLANT (CZP)
8. CHERKIZOVO GROUP
9. DIXY GROUP
10. FAR EAST ENERGY COMPANY
11. FAR EAST TELECOM
12. FARMSTANDART GROUP
13. FEDERAL GRID COMPANY OF THE UES
14. FESCO TRANSPORTATION GROUP
15. GAZPROM
16. GAZPROM NEFT
17. IDGC HOLDING
18. IDGC OF CENTRE
19. IDGC OF NORTH WEST
20. IDGC OF URAL
21. IDGC OF CENTRE AND VOLGA REGION
22. IDGC OF VOLGA
23. IDGC OF SIBERIA
24. INTER RAO UES
25. IRKUTSK ENERGO
26. KAMAZ GROUP
27. KOMSTAR
28. KUZBASS ENERGO
29. LENENERGO
30. LSR GROUP
31. LUKOIL GROUP
32. M. VIDEO COMPANY
33. MAGNIT (OPEN JOINT STOCK COMPANY)
34. MAGNITOGORSK IRON & STEEL WORKS CO
35. MOBILE TELESYSTEMS (MTS)

36. MOSCOW TELEPHONE COMPANY (MGTS)
37. MOSCOW UNITED ELECTRIC GRID COMPANY
38. MOSENERGO
39. MOSENERGOSBIT
40. NIZHNEKAMSNEFTEKHIM
41. NORILSK NICKEL
42. NORTH WEST TELECOM
43. NOVATEK
44. NOVOLIPETSK STEEL (NLMK)
45. NOVOROSSIYSK COMMERCIAL SEA PORT
46. PAVA GROUP
47. PHARMACY CHAIN 36.6
48. PIK GROUP
49. POLYMETAL
50. POLYUS GOLD
51. RASPADSKAYA
52. RAZGULAY GROUP
53. ROSBUSINESSCONSULTING GROUP (RBC)
54. ROSNEFTEGAZ
55. ROSTELEKOM
56. RUSHYDRO
57. SEVENTH CONTINENT
58. SEVERSTAL
59. SIBIRTELECOM
60. SILVINIT
61. SISTEMA FINANCIAL CORPORATION
62. SISTEMA HALS DEVELOPMENT
63. SLAVNEFT
64. SOLLERS GROUP
65. SOUTHERN TELECOMMUNICATIONS COMPANY
66. SURGUTNEFTEGAS
67. TATNEFT
68. TATTELECOM
69. TGC 1
70. TGC 2
71. TGC 4

- 72. TGC 5
- 73. TGC 6
- 74. TGC 7
- 75. TGC 9
- 76. TGC 11
- 77. TGC 13
- 78. TGC 14
- 79. TMK
- 80. TRANSNEFT
- 81. URALKALI
- 82. URALSVYAZINFORM
- 83. VOLGA TELECOM
- 84. VOSTRAO
- 85. VSMPO – AVISMA CORPORATION
- 86. WGC 1
- 87. WGC 2
- 88. WGC 3
- 89. WGC 4
- 90. WGC 5
- 91. WGC 6
- 92. YAKUTSENEGERO

ÖZET

Bu tez çalışmasında, Rusya Menkul Kıymetler Borsalarında işlem gören Rusya şirketlerinin kamuyu aydınlatma düzeylerini ölçmek ve kamuyu aydınlatma düzeyleri ile firma değerleri ve bazı firma değişkenleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amaçlanmıştır.

Bu çalışmada daha önceki çalışmalarda da yapıldığı gibi, bir Açıklanan Bilgi Formu aracılığıyla şirketlerin yayınlamış oldukları yıllık faaliyet raporları esas alınarak, şirketler için 2008 ve 2009 yılına ait Kamuyu Aydınlatma Endeksi hesaplanmıştır.

Firmaların kamuyu aydınlatma endeksleriyle firma değerleri ve diğer firma değişkenleri arasındaki ilişki çoklu doğrusal regresyon analizi ile incelenmiştir.

2009 yılı için yapılan analiz sonucu şirketlerin Kamuyu aydınlatma Endeksiyle, şirketlerin Fiyat, Piyasa Değeri, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Toplam Aktifler değişkenleri arasında ilişki gözlemlenmiştir.

2008 yılı için ise şirket değişkenlerinden sadece Piyasa Değeri ve Piyasa Değeri/Defter Değeri değişkenleriyle KAE'i arasında ilişki tespit edilmiştir. Diğer değişkenler için anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

ABSTRACT

This thesis aims, to measure the levels of public disclosure of the Russian firms listed on Russian Stock Exchange, then, investigates the association between the level of disclosure and firmvalue and some firm-specific characteristics.

To carry out this study, a disclosure index was constructed as a yardstick to measure the level of disclosure by firms, and annually financial reports of the firms were accepted as a proxy for the level of disclosure provided by the firms. Firm's value was calculated with relative valuation method, by calculating selected ratios. Then, the relationship between the firm's disclosure level and firm's value and some firm's characteristics was examined using multiple linear regression analysis.

It was hypothesized that, the level of disclosure would be positively associated with firm's value.

It was found that, for 2009 year only the Price of Stocks, The Size of Firms, Market Value and Market Value/Book Value of the firms associated with the level of disclosure. For the 2008 year Market Value and Market Value/Book Value of the firms associated with the level of disclosure.

The remaining part of the variables, however, was found insignificant in explaining disclosure.