

Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Açısından Mevzuata Uyum Kapasitelerinin Geliştirilmesi

Dr. Saim KILIÇ SERMAYE PİYASASI KURULU

Dr. Saim KILIÇ, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Uluslararası İlişkiler Bölümü'nden mezun olduktan sonra 1994 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nda göreve başladı. Bir süre Devlet Bakanlığı ve Başbakan Yardımcılığı'nda danışmanlık yaptı. 2001 yılında University of Illinois at Urbana-Champaign'de Finans dalında yüksek lisans; 2002 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde İşletme dalında yüksek lisans; 2007 yılında ise Gazi Üniversitesi'nde Muhasebe-Finansman dalında doktora derecesi aldı. Dr. Saim KILIÇ'ın Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması: Güvence Fonları ve Türkiye'de Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi adlarında iki kitabı ile çok sayıda makalesi bulunmaktadır. Halen Sermaye Piyasası Kurulu'nda Başuzman olarak görevine devam etmektedir.

Bu çalışmada yer alan görüşler yazarın kendisine ait olup, Sermaye Piyasası Kurulu'nun görüşlerini yansıtmamaktadır.

I. Giriş

Ülkeler, sermaye piyasalarını esas olarak (i) sistemik riskleri azaltmak, (ii) adil, etkin ve şeffaf bir piyasa oluşturmak ve (iii) yatırımcıların hak ve yararlarını korumak üzere temelde üç amaç doğrultusunda düzenlenmektedirler (Llewellyn, 1999; Sheng, 2005). Dünyadaki sermaye piyasası otoritelerinin oluşturduğu Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü'nün 2003 yılında yayınladığı prensiplerde de aynı amaçlarla düzenleme yapılması önerilmektedir (IOSCO, 2003)

Literatürde, sermaye piyasasının bu amaçlarla düzenlenmesinin arkasında genel olarak piyasa başarısızlığının, özel olarak da asimetrik bilgi dağılımının yattığı kabul edilmektedir. Buna göre, eğer piyasa etkin ve tam rekabetçi şartlarda çalışırsa, devlet müdahalesine gerek kalmaz ve dolayısıyla da toplum ve işletmeler için herhangi bir maliyet ortaya çıkmaz. Ancak, piyasa başarısızlığı teorisine göre; piyasanın rekabet edebilir şekilde örgütlenmemesi, üretim veya tüketimdeki dışsallıklar, kamu mallarının varlığı, asimetrik bilgi dağılımı, çıkar çatışması, koordinasyon eksikliği gibi sebeplerle piyasanın etkin ve tam rekabetçi şartlarda çalışması mümkün olmayabilir. Piyasanın bu nedenlerle başarısız olması durumunda, devletin kamu yararı gereği düzenlemeler yoluyla piyasaya müdahalede bulunarak toplum ve işletmeler için ortaya çıkabilecek maliyetleri azaltması gerektiği öne sürülmektedir (Posner, 1974; Goran ve Hagg, 1997; Baldwin ve Cave, 1999; Den Hertog, 1999; Llewellyn, 1999; Alp ve Kılıç, 2007; Kılıç, 2007).

Bu sebeplerden özellikle asimetrik bilgi dağılımı, bilginin sermaye piyasasında en önemli unsur olması nedeniyle sermaye piyasalarındaki başarısızlığın temeli olarak görülmektedir. Sermaye piyasasında yatırım kararı veren tasarrufçu açısından sorun, piyasadaki sermaye piyasası araçları arasından faydasını en çoklaştıracak bir portföy oluşturmaktır. Bu aslında, doğrudan finansman biçiminin hakim olduğu, yani fon arz

edenlerle fon talep edenlerin doğrudan karşı karşıya geldiği piyasada ihraççılar arasında seçim yapmak anlamına gelmektedir. İhraççılar arasında seçim yapmak ise, hem ihraççı hem de piyasa hakkında sürekli bir bilgi akımının varlığını gerekli kılmaktadır. Bu bilgiler; arz ve talebe, ekonomiye, sektöre, ihraççının mali yapısına, karlılığına, rekabet gücüne, ihraççının yönetimine ilişkin bilgiler ile ikincil piyasada işlem gören sermaye piyasası araçlarının cari fiyatına, işlem hacmine, açılış ve kapanış fiyatına, işlem gördüğü en yüksek ve en düşük fiyatına, piyasaya iletilen emirlere ilişkin piyasa bilgilerdir. Yatırımcı bu bilgiler ışığında tercihini belirleyecek ve portföyünü oluşturacaktır. Başka bir deyişle, elde ettiği bilgilere dayanarak yatırım kararı verecektir (Kılıç, 1997 ve 2007).

Bilginin sermaye piyasasında bu derece önemli olmasına karşın, piyasaya katılan tüm yatırımcıların, aynı düzeyde bilgilendirildiğini ya da bilgilerin tüm yatırımcılar tarafından aynı şekilde algılandığını söylemek mümkün değildir. Bu olgu, asimetrik bilgi dağılımı olarak tanımlanmaktadır. Asimetrik bilgi dağılımı değişik şekillerde ortaya çıkabilir. İlk olarak, ihraççılar faaliyetleri ve sattıkları araçların nitelikleri hakkında yatırımcılara eksik, gecikmeli, yalan veya yanlış bilgi verebilir. İkincisi, bir araç veya ihraççı hakkında sahip olunan bilgiler konusunda hem yatırımcılar hem de yatırımcılarla ihraççıların hakim ortakları ve yöneticileri arasında farklılık olabilir. İhraççıların hâkim ortak ve yöneticileri içerden bilgilere kolayca sahip olabildikleri için; yatırımcıların bir bölümü de maliyetli olması, ulaşmadaki zorluk ve teknolojik imkânlardan farklı derecelerde yaralanma nedenleriyle aynı düzeyde bilgilendirilemediği için bilgi dağılımında asimetri ortaya çıkar. Üçüncüsü, bazı sermaye piyasası araç ve sözleşmelerinin tanımı doğası gereği çok net değildir ve ayrıca bunların teknik özellikleri nedeniyle satın alma sırasında kaliteleri hakkında kesin bilgi edinmek zor olduğu gibi, var olan kalite bilgisini farklı algılamak da mümkündür. Dördüncüsü, bireysel yatırımcılar mali kurumların güvenliğini ve sağlığını değerlendirme yeteneğine büyük ve kurumsal yatırımcılar kadar sahip değildir. Bunun için ilave maliyete katlanmak zorundadırlar (Kılıç, 2007).

Bu şekillerde ortaya çıkan asimetrik bilgi dağılımı, düzenleme yapılmadığı takdirde, piyasanın tarafları arasında haksız kazanç transferlerine sebep olmakta, fırsat eşitliğini bozmakta, işlem maliyetini artırmakta, yanlış seçim ve ahlaki risk sorunlarını beraberinde getirmekte ve bu şekilde genel olarak piyasa mekanizmasının başarısız olmasına, özel olarak da yatırımcıların zarar görmesine sebep olmaktadır. İşte, düzenleyici otoriteler burada devreye girerek, asimetrik bilgi dağılımından kaynaklanabilecek sorunları gidermek üzere kamuyu aydınlatma ve şeffaflık yaklaşımı çerçevesinde düzenlemeler yapmaktadır (Kılıç, 1999).

Bu kapsamda, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin yatırımcılara ve menfaat sahiplerine, şirketin de hak ve yararlarını gözeterek şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolayca erişilebilir bir şekilde sunulmasıdır. Sermaye piyasasında şeffaflığın ve bilgi akışının sağlanmasında; kurumsal yönetim ilkelerinin piyasada uygulanması, yatırımcıların karar almalarına dayanak teşkil eden ve dolayısıyla kamuya açıklanması gereken bilgilerin tam kamuyu aydınlatma sistemi çerçevesinde zamanında ve eksiksiz bir şekilde tüm yatırımcılara eşit şekilde ulaştırılması ve şirket mali tablo ve raporlarının standartlara uygun bir şekilde hazırlanarak denetimden geçirilip kamuya duyurulması en önemli unsurlar olmaktadır (Kılıç, 2007).

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, bu çalışmada Türkiye'deki halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatma, şeffaflık ve kurumsal yönetim uygulamaları değerlendirilmektedir. Bu bağlamda çalışma beş ana bölümden oluşmaktadır. Bundan sonraki ikinci bölümde, son beş yılda ülkemizde kamuyu aydınlatma, şeffaflık ve kurumsal yönetim ilkeleri konularında kaydedilen gelişmeler ele alınacaktır. Üçüncü bölümde, halka açık şirketler tarafından

gerçekleştirilen uygulamalar değerlendirilerek mevcut sorunlar ortaya konulacaktır. Dördüncü bölümde, bir önceki bölümde tespit edilen sorunların giderilmesi için halka açık şirketlerde kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının ve mevzuata uyum kapasitelerinin geliştirilmesi amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından geliştirilen yeni yaklaşımlar açıklanacaktır. Son bölümde ise çalışmanın sonuçları kısaca özetlenecektir.

II. 2003-2007 Döneminde Ülkemizde Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim İlkelerinin Uygulanması Alanında Kaydedilen Gelişmeler

Türkiye’de 2003-2007 döneminde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile ilgili olarak üç temel alanda önemli gelişmeler kaydedilmiştir (Kılıç, 2007).

Bu gelişmelerden *birincisi*, kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin hukuki ve teknik alt yapının oluşturulmuş olmasıdır. Bu kapsamda, öncelikle, 2003 yılı Temmuz ayında OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri esas alınarak, SPK tarafından Türk sermaye piyasalarına yönelik Kurumsal Yönetim İlkeleri belirlenerek yayımlanmıştır. Söz konusu ilkeler, 2005 yılı Şubat ayında OECD tarafından yapılan değişikliklere paralel olarak gözden geçirilmiştir. İlkeler; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır. Halka açık şirketlerin bu ilkelere uymaları gönüllülük esasına bağlanmış olmakla birlikte, ilkelere yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığının, uygulanmadıysa buna ilişkin gerekçeli açıklamaların kamuya duyurulmasını öngören “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibi benimsenmiştir. Bu prensibin bir gereği olarak da, 2004 yılı sonunda yapılan bir düzenlemeyle, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin 2005 yılında yayınlanacak 2004 yılı faaliyetlerine ilişkin raporlardan başlamak üzere her yıl hazırlanacak yıllık faaliyet raporlarında ve varsa internet sitelerinde dört ana başlık altında yer alan toplam 27 maddeden oluşan ve şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları karşındaki durumlarını yatırımcılara göstermeyi amaçlayan “Kurumsal Yönetim Uyum Raporu”nun hazırlanması ve yayımlanması yükümlülüğü getirilmiştir.

Bu düzenlemelere paralel bir şekilde, derecelendirme faaliyetlerine ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esasları düzenleyen SPK’nın derecelendirme tebliği kurumsal yönetim derecelendirmesini de kapsayacak şekilde revize edilmiştir. Anılan düzenlemede, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumunun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmıştır.

Ayrıca, OECD tarafından kurumsal yönetim uygulamalarının incelenmesi amacıyla yürütülen çalışma sonucunda “Türkiye’de Kurumsal Yönetim Pilot Çalışması” konulu OECD Raporu (2006) hazırlanarak kamuya açıklanmıştır. Söz konusu çalışmada, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi amacıyla yapılması gereken düzenlemelere yer verilmiştir.

Öte yandan, gerek kurumsal yönetim uygulamalarının, gerekse kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin yaygınlaşmasını sağlamak amacıyla kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak İMKB bünyesinde 'Kurumsal Yönetim Endeksi' adıyla ayrı bir endeks oluşturulmuştur. Endekse dahil olmak için derecelendirme tebliği çerçevesinde derecelendirme yaptırma ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun en az 6 olması zorunluluğu getirilmiştir. Endekse dahil olacak şirketler için ise kotta kalma ve kayıta kalma ücretlerinde %50 indirim olanağı sağlanmıştır. Bu çerçevede oluşturulan İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi 2007 yılı Ağustos ayında hesaplanmaya başlanmış olup, halen endeks kapsamında 7 şirket bulunmaktadır.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık alanında kaydedilen *ikinci temel gelişme*, 2003 yılının Temmuz ayında sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumlar ve bunların açıklanmasına ilişkin esasların mevcut düzenlemelerimize ilaveten daha ayrıntılı olarak düzenlenmesini ve yatırımcılara daha fazla bilgi akışı sağlamak üzere, Avrupa Birliği Direktifleri, IOSCO önerileri ve kurumsal yönetim ilkelerinde öngörülen esaslar çerçevesinde Kurulumuzun Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği yeniden hazırlanması olmuştur. Söz konusu Tebliğ yeni gelişmeler paralelinde tekrar gözden geçirilmekte olup, 2008 yılı Mart ayında hazırlanan Tebliğ Taslağı ile Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber kamuoyunun tartışmasına sunulmuştur.

Üçüncü olarak, uluslararası muhasebe standartlarına uyum çalışmaları sonucunda Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) / Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) ile tam uyumlu 33 adet standart 2003 yılı Kasım ayında yayımlanmış ve 2005 yılından itibaren İMKB şirketleri tarafından uygulanmaya başlamıştır. Ayrıca, 2006 yılının Şubat ayında, Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu tarafından yayımlanan Uluslararası Bağımsız Denetim Standartları ve Avrupa Birliği'nin ilgili direktiflerinde öngörülen esaslarla tam uyumlu denetim standartları yayımlanmıştır. Son olarak, daha önce yayımlanan muhasebe ve finansal raporlama standartları güncel standartlar, Avrupa Birliği'nin finansal raporlamaya ilişkin düzenlemeleri, Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu tarafından yapılan çalışmalar ile yeni Türk Ticaret Kanunu tasarısında yer alan hükümler göz önünde bulundurularak revize edilmiştir. 2008 yılı Nisan ayında yürürlüğe giren SPK Seri: XI, No:29 sayılı Tebliğ ile sermaye piyasalarının temelini oluşturan kamuyu aydınlatmanın en önemli unsurlarından biri olan finansal tablolara ilişkin olarak borsa şirketleri, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve bu işletmelerin bağlı ortaklık, iştirak ve iş ortaklıkları, 01.01.2008 tarihinden itibaren Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle UMS/UFRS uygulayacaklardır. Bu kapsamda, benimsenen standartlara aykırı olmayan Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu tarafından yayımlanan Türkiye Muhasebe/Türkiye Finansal Raporlama Standartları esas alınabilecektir.

III. Halka Açık Şirketlerdeki Uygulamaların Değerlendirilmesi

Bir önceki bölümde yer alan açıklamalar, SPK'nın kamuyu aydınlatma, şeffaflık ve kurumsal yönetim alanlarında halka açık şirketlere önemli açılımlar getiren düzenlemeler yaptığını göstermektedir. Bununla birlikte, kamunun tam olarak aydınlatılmasına ve şeffaflığın sağlanmasına ilişkin bu açılımların henüz uygulamada tam anlamıyla sonuç verdiği de söylenemez. Zira ilk olarak, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgilerin üretilmesine, yayımlanmasına ve kullanılmasına ilişkin suçlar piyasadaki varlığını sürdürmektedir. SPK kayıtlarına göre, 2004–2006 döneminde içerden öğrenenlerin ticareti fillini gerçekleştirmeleri nedeniyle 6 adet, şirket hisse senetlerinin fiyatını etkileyecek yalan beyanlar nedeniyle 11 adet, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne aykırı eylemler nedeniyle 5 adet ve gerçeğe aykırı hesaplar açılması ve kayıt tutulması fiilleri nedeniyle 9 adet suç duyurusunda bulunulmuştur (Kılıç, 2007).

İkincisi, bu dönemde SPK tarafından uygulanan idari para cezalarının önemli bir kısmı, SPK'nın özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri ile mali tablo ve raporların düzenlenmesine ilişkin standartlara aykırılık nedeniyle verilmiştir. Örneğin, 2006 yılında idari para cezası uygulanmasının gerekçelerine bakıldığında %44,7 ile özel durumların açıklanmasına ilişkin düzenlemelere aykırılık ilk sırada yer almaktadır. Belge, kayıt düzeni ile bağımsız denetim standartlarına aykırılığın oranı ise %9,6'dır (SPK, 2006). Dolayısıyla, idari para cezalarının yarısından fazlası piyasadaki şeffaflığı bozan fiillere verilmiştir.

Üçüncü olarak, Küçüksözen (2005) tarafından 1998-2002 yılları arasında hisse senetleri İMKB’de işlem gören 126 şirketin mali tablo ve raporları incelenerek bu mali tablo ve raporlarda yer alan finansal bilgilerin manipüle edilip edilmediği üzerine yapılan bir çalışmanın sonuçları, sermaye piyasamızda şeffaflığın zayıf olduğunu göstermesi bakımından çarpıcı ipuçları içermektedir. Çalışma sonuçlarına göre, İMKB’de işlem gören 126 şirketten 1998-2002 döneminde sırasıyla, 29 (%23), 43 (%34), 32 (%25), 55 (%44) ve 29 (%23) şirket finansal mali tablo ve raporlarında manipülasyon yapmıştır. 2001 yılında manipülasyon yapan şirket sayısındaki artışın, krizin olumsuz etkilerinin kamuya açıklanmaması amacı taşıdığına işaret ettiği belirtilmiştir. Finansal bilgi manipülasyonu yaptığı tahmin edilen bu şirketlerden %33-47’sinin İMKB Ulusal 100 Endeksine dahil şirketlerden olması ise, büyük ve kurumsal olduğu düşünülen şirketlerin büyük bir bölümünün dahi mali tablo ve raporlarda manipülasyona başvurduğunu göstermektedir.

Dördüncü olarak, payları İMKB’de işlem gören ve Ulusal 100 Endeksine dâhil olan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini ne derece hayata geçirdiklerinin ve şirketleri hakkında pay sahiplerini etkin bir şekilde bilgilendirip bilgilendirmediklerinin tespiti amacıyla yapılan bir çalışmanın sonuçları SPK tarafından 02.05.2008 tarih ve 2008/18 sayılı Haftalık Bülten ile kamuoyuna duyurulmuştur. Çalışmanın sonuçları; İMKB’de işlem gören 319 şirketten, piyasa değeri ve işlem hacmi kriterlerine göre en üst grupta olmaları nedeniyle İMKB-100 endeksine kabul edilen 100 şirketin dahi kurumsal yönetim ilkelerini yeterli derecede uygulamadıklarını, düzenlenmesi zorunlu olan Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporlarında yapılan açıklamaların da yeterli detayda bilgiyi içermediğini ve/veya oldukça standart ifadeler içerdiğini ortaya koymaktadır. Bu tespit üzerine, İMKB’de işlem gören tüm şirketler; pay sahiplerini etkin bir şekilde bilgilendirmeye devam etmeleri, Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporlarının hazırlanmasında gereken özen ve hassasiyeti göstermeleri ve hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporlarına internet sitelerinde yer vermeleri gerektiği hususlarında uyarılmıştır.

Son olarak, yine SPK tarafından yayınlanan 19.03.2008 tarihli duyuruda açıklandığı üzere, yatırımcıların SPK’ya gönderdiği başvuruların büyük bir bölümü pay sahiplerinin şirketler hakkındaki bilgi taleplerinden oluşmaktadır. Kurumsal Yönetim İlkelerinde, şirketler tarafından pay sahipliği haklarının kullanımı konusunda faaliyet gösteren, yönetim kurulu ile pay sahipleri arasındaki iletişimi sağlayan pay sahipleri ile ilişkiler biriminin oluşturulması öngörülmüş olmakla birlikte; yatırımcılar tarafından SPK’ya ulaştırılan başvuruların miktarı ve mahiyeti, söz konusu birimin şirketler tarafından etkili olarak çalıştırılmadığının göstergesi olarak değerlendirilmiştir.

IV. Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim İlkelerinin Uygulanmasına ve Mevzuata Uyum Kapasitelerinin Geliştirilmesine Yönelik Yeni Yaklaşımlar

Bir önceki bölümde yapılan değerlendirmeler, halka açık şirketlerin genel olarak sermaye piyasası mevzuatında öngörülen yükümlülükleri yerine getirmede ve özel olarak da kurumsal yönetim ilkelerinin uygulamada gerekli dikkat ve özeni göstermediklerini açıkça ortaya koymaktadır. Bu tespit, halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulanmasına ve mevzuata uyum kapasitelerinin geliştirilmesine yönelik yeni yaklaşımlar benimsenmesine yol açmıştır. Bu amaç doğrultusunda SPK tarafından hazırlanan Seri: IV, No: 41 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ" 19.03.2008 tarih ve 26821 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Anılan Tebliğ ile iki konuda yenilik getirilmiştir. Bunlardan birincisi, payları borsada işlem gören şirketlerde pay sahipleri ile ilişkilerin yürütülmesinden sorumlu bir pay sahipleri

biriminin oluşturulmasının zorunlu kılınmasıdır. Böylece, daha önce ihtiyari olarak uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan pay sahipleri ile ilişkiler birimi yapılan düzenleme ile zorunlu hale getirilmiştir. Tebliğe göre pay sahipleri ile ilişkiler birimi;

- Pay sahiplerine ilişkin kayıtların sağlıklı, güvenli ve güncel olarak tutulmasını sağlamak,
 - Şirket ile ilgili kamuya açıklanmamış, gizli ve ticari sır niteliğindeki bilgiler hariç olmak üzere pay sahiplerinin şirket ile ilgili yazılı bilgi taleplerini yanıtlamak,
 - Genel kurul toplantısının yürürlükteki mevzuata, esas sözleşmeye ve diğer şirket içi düzenlemelere uygun olarak yapılmasını sağlamak,
 - Genel kurul toplantısında, pay sahiplerinin yararlanabileceği dokümanları hazırlamak,
 - Oylama sonuçlarının kaydının tutulmasını ve sonuçlarla ilgili raporların pay sahiplerine yollanmasını sağlamak,
 - Mevzuat ve şirketin bilgilendirme politikası dahil kamuyu aydınlatma ile ilgili her türlü hususu gözetmek ve izlemek,
- görevlerini yerine getirecektir.

Tebliğ ile getirilen diğer bir önemli yenilik ise, payları borsada işlem gören şirketlerde, şirketlerin sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde ve kurumsal yönetim uygulamalarında koordinasyonu sağlayan bir personelin görevlendirilmesinin zorunlu kılınmış olmasıdır. Söz konusu personelin belli düzeyde sermaye piyasası mevzuatı bilgisine sahip olmasının sağlanması amacıyla Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı ile Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansına sahip olması zorunluluğu getirilmiştir. Bununla birlikte, piyasa değeri 200 milyon YTL'nin altında olan şirketler ile payları borsada işlem gören birden çok şirketin aynı tüzel kişi tarafından tamamen veya müştereken kontrol ediliyor olması durumunda, ilgili tüzel kişi bünyesinde her iki lisansa sahip bir personel istihdam edilmesi koşuluyla, grup bünyesindeki diğer şirketlerde görevlendirilecek personelin yalnızca Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansına sahip olması yeterli görülmüştür. En üst düzey yöneticiye bağlı olarak çalışacak söz konusu lisanslı personelin kurumsal yönetim komitesinde görevlendirilebileceği hususuna da yer verilmiştir.

Tebliğde ayrıca, pay sahipleri ile ilişkiler birimi oluşturulması ve lisanslı personel istihdam edilmesi yükümlülüklerine uyum amacıyla gerekli organizasyon yapısının oluşturulabilmesi için şirketlere bir yıllık geçiş süresi tanınmıştır.

SPK tarafından getirilen bu yeni yaklaşımlar kamuyu aydınlatma, şeffaflık ve kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasında önemli bir kilometre taşı olarak değerlendirilmektedir. Esasen bu düzenlemelerin bizzat şirketler tarafından memnuniyetle karşılanması gerektiği düşünülmektedir. Söz konusu yükümlülüklerin şirketlere ilave maliyetler getirebileceği yönündeki endişelerin de gerçekçi olmadığını burada vurgulamak gerekir. Zira ilk olarak, düzenlemelerin nihai hedefi, sermaye piyasasının kurumsal alt yapısının geliştirilmesi ve fon arz eden tasarruf sahiplerinin korunması suretiyle piyasaya olan güvenin artırılması ve böylece şirketlerin sermaye piyasasından daha yoğun bir şekilde ve düşük maliyetle fon bulmalarının temin edilmesidir.

İkincisi, şirketlerin mevzuata uyum kapasitelerinin geliştirilmemesi durumunda, şirketlerde ortaya çıkabilecek mevzuata aykırılık hallerinin varlığı halinde SPK ve yargı organlarınca uygulanacak cezai ve idari yaptırımların parasal büyüklüklerinin söz konusu yükümlülüklerin yerine getirilmesinin maliyetinden daha yüksek olması muhtemeldir. Kaldı

ki, şirketlerin mevzuata aykırı işlem ve eylemleri hem şirket hem de şirketin hakim ortakları ile yöneticilerinin piyasa nezdindeki itibarını önemli ölçüde zedeleyebilmektedir.

Ayrıca, yapılan ampirik çalışmalar, Türkiye’de sermaye piyasası mevzuatında öngörülen kamuyu aydınlatmaya ve bilgilendirmeye yönelik yükümlülüklerin şirketlere yüklediği maliyetlerin tahmin edilenden çok daha düşük olduğunu göstermektedir. Örneğin Kılıç (2007) tarafından yapılan bir çalışmada, uluslararası genel kabul görmüş Standart Maliyet Modeli kullanılmak suretiyle, İMKB’de işlem gören 335 adet halka açık şirketin sermaye piyasası mevzuatında yer alan bilgi verme ve raporlama yükümlülüklerinden kaynaklanan uyum maliyetleri ölçülmüştür. Buna göre, 2007 yılı itibarıyla, payları borsada işlem gören halka açık şirket başına yıllık ortalama uyum maliyeti 254 bin YTL olarak tahmin edilmiştir. Borsa şirketleri için ölçülen 254 bin YTL’lik maliyetin 186 bin YTL’sini bağımsız denetim ücretleri oluşturmaktadır. Borsa şirketlerinin katlandığı uyum maliyetlerinin 31.12.2006 tarihli sektör mali tablolarında yer alan aktif toplamalarına oranı on binde 1,3, öz sermaye toplamalarına oranı on binde 6,7 ve net satışlar toplamına oranı on binde 3 yapmaktadır. Borsa şirketlerinin yılda sadece 254 bin YTL maliyete katlanarak sermaye piyasasından faydalandıkları ve üstelik uluslararası finansal raporlama standartlarına göre mali tablo düzenleyip bağımsız denetimden geçirdikleri dikkate alındığında, halka açık şirketlerin sermaye piyasası düzenlemelerinden doğan uyum maliyetlerinin genel olarak düşük düzeyde olduğunu ortaya koymaktadır.

V. Sonuç

Sermaye piyasasında asimetric bilgi dağılımından kaynaklanan sorunların giderilmesinde ve böylece yatırımcıların korunduğu açık ve şeffaf bir piyasa oluşturulmasında kamuyu aydınlatma yaklaşımı çerçevesinde düzenlemeler yapılması büyük önem taşımaktadır. Kamuyu aydınlatmanın ve şeffaflığın etkin bir şekilde sağlanmasında ise kurumsal yönetim ilkelerinin halka açık şirketlerde yaygın bir şekilde uygulanması önemli rol oynamaktadır.

Ülkemizde son beş yılda kamuyu aydınlatma ve şeffaflık alanlarında gerek hukuki ve gerekse teknik altyapı açısından önemli gelişmeler kaydedilmiş olmasına karşın, halka açık şirketlerin genel olarak mevzuatta öngörülen bilgi verme, açıklama ve raporlama yükümlülüklerine ve özel olarak da kurumsal yönetim ilkelerine uyum konusunda yeterli özeni göstermedikleri anlaşılmaktadır. Bu durum, SPK’nın şirketlerin mevzuata uyum kapasitelerinin güçlendirilmesi ve kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi amacıyla yeni yaklaşımlar benimsemesine yol açmıştır. Şirketlerde pay sahibi ile ilişkiler biriminin kurulması ve mevzuata uyum ile kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının koordinasyonundan sorumlu lisans sahibi personel çalıştırılması zorunluluğunu getiren düzenlemeler yapılması bu yeni yaklaşımların temelini oluşturmaktadır.

Söz konusu düzenlemelerin sadece yatırımcıların değil aynı zamanda halka açık şirketlerin yararına olduğu düşünülmektedir. Konu ile ilgili olarak yapılan fayda-maliyet değerlendirmesinde, anılan düzenlemelerden sağlanacak faydanın düzenlemelerin neden olduğu maliyetlerden daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Halka açık kimi şirket ve gruplarda bu yeni yaklaşımların hâlihazırda gönüllü olarak uygulanıyor olmasının sebebi de budur. Sonuç olarak, payları borsada işlem gören tüm halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatma, şeffaflık ve kurumsal yönetim ilkeleri üzerinde hassasiyetle durarak, düzenlemelerde öngörülen yükümlülükleri kısa sürede ve etkin bir şekilde yerine getirmesi büyük önem arz etmektedir.

Kaynaklar

- Alp, Ali ve Kılıç, Saim (2007), “The design of a regulatory regime to achieve high quality regulation: An Evaluation of Turkey’s Regulatory System”, *ISE Review- Quarterly Economics and Finance Review*, Vol.10, No:37, 35-57.
- Baldwin, R. ve Cave, M. (1999), *Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice*, Oxford: Oxford University Press.
- Den Hertog, J. (1999), “General Theories of Regulation” in B. Bouckaert and G. De Geest (eds), *Encyclopaedia of Law and Economics*, Cheltenham: Edward Edgar. 223-270.
- Goran, P. ve Hagg, T. (1997), “Theories on the economics of regulation: A survey of the literature from a European perspective”, *European Journal of Law and Economics*, 4, pp.337-370
- Hantke-Domas, M. (2003), “The public interest theory of regulation: Non-existence or misinterpretation?” *European Journal of Law and Economics*, 15, pp.165–194
- IOSCO (2003), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, International Organization of Securities Commissions.
- Kılıç, Saim (1997), *Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Güvence Fonları*, Ankara: SPK Yayın No: 95.
- Kılıç, Saim (1999), “Sermaye Piyasasında Güvence Fonları”, *Active*, Yıl:1, Sayı:4 (Aralık 1998-Ocak 1999)
- Kılıç, Saim (2007), *Sermaye Piyasası Düzenlemelerinde Fayda-Maliyet Analizleri: Teoriler, Araçlar ve Türkiye Üzerine Ampirik Bir Çalışma [Cost-Benefit Analysis for the Capital Markets Regulations: Theories, Tools and An Empirical Study on Turkey, Unpublished PhD Thesis]*, Ankara: Gazi Üniversitesi, Yayımlanmamış Doktora Tezi.
- Llewellyn, D (1999), *The Economic Rationale for Financial Regulation*, London, The Financial Services Authority (Occasional Paper Series, 1).
- OECD (2006), *Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study*, Paris
- Posner, R. (1974), “Theories of economic regulation”, *Bell Journal of Economics and Management Science*, 5, pp.335-358
- Sheng, A (2005), *Securities Regulation versus Prudential Regulation*, Hong Kong, Speech at Joint Programme on What Banking Supervisors should Know about the Securities Industry and Securities Regulation on 3 May 2005.
- Sermaye Piyasası Kurulu, *2006 Yılı Faaliyet Raporu*, Ankara. (www.spk.gov.tr).
- Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri (www.spk.gov.tr).
- Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:IV, No:41 sayılı Tebliğ (www.spk.gov.tr).
- Sermaye Piyasası Kurulu, 02.05.2008 tarih ve 2008/18 sayılı Haftalık Bülten ile diğer duyurular (www.spk.gov.tr).