

Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB’de Bir Uygulama

Haluk DUMAN*

ÖZET

Son 20 yılda yaşanan muhasebe skandalları, toplum üzerinde, şirketlere olan güvenin sorgulanmasına yol açmıştır. Toplumun ve özellikle ticari hayatın, sağlıklı ve etkin işleyebilmesi, “güven” unsuruna bağlıdır. Güven ise ticari faaliyetlere ilişkin işlem ve kayıtların, uygulayıcılar tarafından, yürürlükteki mevzuata uygun yerine getirilmesi, ekonomi ve teknolojiye meydana gelen değişmelere bağlı olarak, yürürlükteki mevzuat düzenleyicilerinin güncellemesi ve bağımsız denetimin etkin olarak yürütülmesi ile mümkün olabilecektir. Son aşama ise, şirket ve çevresi arasında, sağlıklı bir iletişimin kurulabilmesi için, şirket bünyesinde üretilen önemli bilginin, anında ve sürekli paylaşılmasıdır.

Çalışmada, kamunun aydınlatılması ilkesi kapsamında, rasyonel karar verme sürecinde, şirket çevresine sunulan bilgilerin niteliği ve ihtiyaç duyulan bilginin özellikleri İMKB’ye kayıtlı şirketler kapsamında tespit edilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Piyasası, Kamunun Aydınlatılması, İMKB

Jel Sınıflaması: M41, G30

The Effectiveness Of Capital Market Public Sector In The Process Of Clarification The Information You Need Environs Properties Company: The Case Study Of ISE

ABSTRACT

Accounting scandals in the last 20 years, on the community, has led to questioning of the trust companies. Commercial life of the community and in particular, healthy and effective functioning, "trust" depends on the element. Trust the process and records related to commercial activities, by practitioners, the fulfillment of the applicable legislation, the changes in economy and technology, depending on the implementation of the legislation in force as regulators update will be possible with effective and independent audit. The final stage, between the company and its environment, to establish a healthy communication, in-house produced important information, to share immediately and continuously. In the study, public disclosure under the principle of rational decision-making process, the company needed information around the nature and characteristics of the information presented is determined within the scope of the Istanbul Stock Exchange registered companies.

Keywords: Capital Markets, public disclosure, ISE.

Jel Classification: M41, G30

* Öğr. Gör. Dr. Haluk Duman, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, Kazım Karabekir Meslek Yüksekokulu

1. Giriş

Günümüz ekonomi dünyasında kısa süreli fon arz ve talebi para piyasasında uzun vadeli fon arz ve talebi ise sermaye piyasasında bulunmaktadır. Bu iki piyasanın bileşimi ile idari ve hukuki kurallardan meydana gelen yapı ise mali piyasadır (Civan, 2007: 4). Kısa ve uzun vadeli fon arz ve talep edenlerin buluşması bu piyasaların etkin ve güvenli çalışmasına bağlıdır. Kısa süreli fon talebi geçici olarak ortaya çıkan likit sıkıntısının giderilmesi için başvuru borçlanma kaynaklarıdır. Uzun vadeli fon talebi ise sabit varlık yatırımı ve net işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak amacıyla başvuru öz kaynak ve borçlanma niteliğindeki kaynaklardır. Kısa süreli fon talebinde vade kısa olduğu için risk ve borçlanma maliyeti düşüktür. Buna karşılık uzun süreli fon talebinde vade sonsuz veya bir yıldan daha fazla bir süreyi kapsadığı için risk yüksek ve dolayısıyla maliyeti yüksek olacaktır (Canbaş ve Doğukanlı, 2001: 8).

Mali piyasaların etkin ve güvenilir çalışmasının ülke ekonomisi açısından iki önemli boyutu bulunmaktadır. Birincisi bu piyasaların çalışmasına ve denetimine ilişkin yapılan yasal düzenleme ve uygulamalardır. Bu durum, kamunun elindeki fonlara ilişkin karar alma sürecinde doğru, hızlı ve güvenilir bilgiye kolayca sahip olmasını ve kendisi için en yararlı sonuçlar sağlayacak rasyonel davranışlar göstermesini temin etmektedir (Savaş, 2000: 13). Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yetersiz olan tasarrufun verimli alanlara yatırılmasına, yatırımcının korunmasına (Sümer,2002:6) ve dolayısıyla kalkınmanın hızlanmasına yol açacaktır.

İkincisi ise mali piyasalara olan güven bu piyasaların derinleşmesini ve gelişmesini sağlayacaktır. Piyasaların derinleşmesi ile birlikte yasal düzenleme ve denetlemeler kamunun simetrik bilgiye sahip olmasını sağlayarak piyasada oluşacak fırsat ve risklerden haberdar olmasını ve yanlış bilgilerle yönlendirilmesinden korunmasını sağlamaktadır (Talu, 2001; Çapanoğlu, 1993: 61). Bu durum piyasada oluşan her türlü haber ve yorumun etkin dağılımı kaynakların etkin bir dağılımını ve finansal varlıkların fiyatlarının doğru tespit edilmesini sağlayacaktır (Brigham ve Gapenski, 1988: 56-57). Organize mali piyasalar; finansal varlıkların halka arz edildiği, alım- satım sonucunda fiyatların tespit ve ilan edildiği ve yatırımcıların korunması amacıyla şirketlerin gözetim ve denetim altında tutarak güvence işlevini yerine getirmektedir (İMKB, 1997: 11).

Bilgi ve iletişim teknolojilerinin en önemli aracı olan internetin kullanımı ile kamunun sürekli ve anında aydınlatılması imkânı elde edilmiştir. Bu veri tabanı sayesinde şirketler tarafından üretilen bilgiler faaliyette buldukları Borsa' nın ve kendi web sayfalarında düşük maliyetle anında erişim ile tüm ilgili taraflara sunulabilmektedir (Deprency ve Rahman, 2005). Bu durum şeffaflığı yüksek olan

şirketlere kamunun yatırım yapma konusunda istekli olmasını sağlamaktadır (Marc, 2007: 15).

2. Kamunun Aydınlatılması İlkesi

Bu ilke Türkiye’ de yeni tanınmaya başlamış olmakla birlikte Batı’ da 1800’ lü yıllarda İngiltere’ de ortaya çıkmıştır. Amerika’ da 1933 yılında çıkarılan Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) ve Türkiye’ de ise Sermaye Piyasası Kanunu ile yasal zemini hazırlanmıştır (Fertekli, 2000: 278).

Securities Act ’in uygulamaya geçinceye kadar olan zaman içerisinde hakim olan “Mavi Gök Kanunları” nda kamuya açıklama yapmama ilkesi hakim olmuştur. Bu kanun ile önemli boyutlarda kamunun aldatılması sonucunda başkan Roosevelt tarafından yürürlükten kaldırılmıştır (Çelen,2001). Securities Act ile halka arz edilecek menkul kıymetlere ait mali ve diğer maddi bilgilerin kamunun aydınlanması için açıklanması ve menkul kıymet ihraçlarında hile ve sahtekârlık yapılmasının önlenmesi amaçlanmıştır (Koç, 1998: 51).

Kanun koyucu tarafından kamunun aydınlatılması kavramı üzerine herhangi bir tanımlama yapılmayarak bu sayede kamuya açıklanacak bilgilere ilişkin herhangi bir sınırlamanın önüne geçilmesi temin edilmiştir. Kanun koyucunun ilkeyi tanımlamayı tercih etmemesi iki boyutlu olarak değerlendirilebilir. Birincisi ilkenin bugün gelinen noktada çok geniş bir anlam yüklenmesidir. Yapılacak tanımlama kamuya açıklanacak bilgilere ilişkin bir sınırlama getireceği endişesidir. Çünkü ekonomik koşulların, rekabetin boyutlarının değişmesi ile birlikte göreceli olarak önemsiz ifade edilen bilginin bu süreç içerisinde yine göreceli olarak önemli bir etkiye sahip olabilecektir. İhtiyaç duyulan bilgi geniş bir alana dağılmaktadır.

İkinci durum ise; günümüz bilgi ekonomisinde, kamu, mevcut ve geleceğe ilişkin karar alma sürecinde çok farklı bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Bu durum bilginin boyutunun sürekli değişmesine yol açmaktadır. Örneğin yılsonunda kamu, işletmelerin zorunlu ve ek mali tabloları, kâr dağıtım ve faaliyet raporlarında yer alan bilgiler üzerinde yoğunlaşırken, dönem içerisinde ise şirket yöneticileri ve kamu şirketlerin özel durumlarına ait bilgiler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu durum ihtiyaç duyulan bilginin boyutlarının zamanla değişkenliğini ortaya koymakta.

Kamu olarak ifade edilen taraflar çıkarları gereği şirketler hakkında çok farklı kapsamda bilgiye ihtiyaç duymaktadırlar. Örneğin mevcut yatırımcılar yatırımlarını sürdürme / vazgeçme veya ek yatırım yapma, potansiyel yatırımcılar yeni yatırım yapma / yapmama, sendikalar toplu iş görüşmelerinde, devlet para ve maliye politikalarının oluşturulmasında, teşvik, yatırım indirimi, kredi kuruluşları ve ticari

alacaklılar vb. ise alacaklarının geri dönmeme riskini ve ödeme yeteneği ve borçlanma kapasitesine ilişkin bilgilere ihtiyaç duymaktadır.

Kamuya aydınlatma ilkesi sınırsız olmamakla birlikte bir şirkete ait aşağıdaki bilgileri içerir (OECD,2004: 22):

- Şirketin faaliyet ve finansal sonuçları,
- Şirketin amacı,
- Ana hissedarlar ve oy kullanma hakları,
- Yönetim kurulu üyeleri ve icracı yöneticilere ait teşvik sistemi, yönetim kurulu üyeleri hakkında mesleki yeterlilikleri, seçilme süreci, yönetim kurulundan bağımsız diğer yöneticiler hakkında bilgi,
- Ticari ilişkiler,
- Geleceğe ilişkin öngörülen risk faktörleri,
- Çalışanlar ve diğer hissedarların ihtiyaç duyduğu özel bilgi,
- Kurumsal yapı ve politikalar, kurumsal yapı kodları ve sürece ait uygulamalar.

Bu bilgilerin özünde şirketin yönetim anlayışı, mali yapısı, geleceğe ilişkin strateji ve yatırımlarına ilişkin bilgiler ile mevcut yönetim yapısı içerisinde süre gelen gelişmelerden “kamunun” haberdar edilmesi gerekir.

3. Kamunun Aydınlatılmasında Amaç

Kamunun aydınlatılması ilkesinin amacı, sermaye piyasasının etkin çalışması ve tam rekabet koşullarının geçerliliğinin sağlanmasıdır (Akgüç, 1998: 497). Başka bir ifade ile kamu olarak ifade edilen menfaat gruplarına sermaye piyasası içerisinde yer alan birincil ve ikincil piyasalarda kolay, gerçek, açık, karşılaştırılabilir, hiçbir masraf ve zaman kaybı olmaksızın bütün bilgileri ulaştırmak ve rasyonel bir karar alma sürecinde yol göstermek (Eroğlu, 2003: 7).

Buradaki temel hedef; yatırımcıyı, sermaye piyasasında yer alan menkul kıymetlere yatırım ile doğacak risklerden korumak değildir. Hedef, yatırımcıya elindeki fonları özgür bir irade ve rasyonel bir davranış ile herhangi bir menkul kıymete yatırım yapma / yapmama sürecinde doğacak riskler ile beklentilerini analiz etme sürecine ilişkin tam, doğru ve zamanında bilgi sunarak risklere karşı bilinçlendirilmesini sağlamaktadır. Bu durumda yatırımcı risk ve getiri arasında sorumluluk sahibi olarak etkin bir rol oynamaktadır (Pirgaip, 2004: 4). Bu kurum sayesinde pay sahipleri ve diğer taraflar, şirketlerin içinde bulunduğu ekonomik durumu ve faaliyetleri hakkında sahip oldukları bilgi ile varlıklarını ya da konumlarını daha iyi yönetmekte ve koruyabilmektedirler (Kaya, 2001: 18).

Aksi takdirde kamunun aydınlatılmasında ki bir diğer amaç olan sermaye piyasasında “güven” tahsisi mümkün olmayacaktır. Bu durum küçük yatırımcıların mali piyasalardan özellikle sermaye piyasasından uzak kalmasına tasarrufların atıl kalmasına yol açacaktır. Güven tahsisi ile küçük yatırımcılar, piyasada asılsız, manipülasyon vb. haberler yayarak menfaat elde etmek isteyen kişilere karşı korunacaktır.

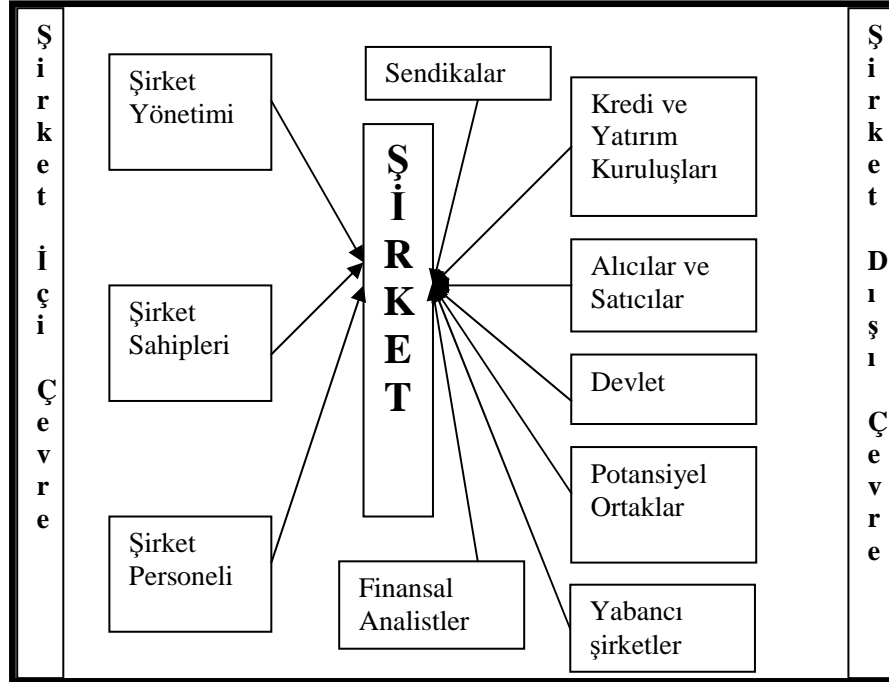
Kamunun aydınlatılmasındaki bir diğer temel amaç ise kamunun özellikle küçük yatırım gruplarının şirket yönetimine hakim gruplar ile simetrik bilgiye sahip olmalarının sağlanmasıdır. Buradaki amacı iki boyutlu ele almak gerekir. Birincisi kamuya şirket hakkında iyi haberlerin yanında kötü haberlerinde sunulması; ikincisi ise ortaya çıkan bilginin hakim ortak veya bilgiye ilk ulaşan şirket yönetiminin bilginin kamuya duyurulmasından önce kendisine ve çevresine menfaat sağlayacak şekilde kullanmasının engellenmesi (insider trading).

4. Kamunun Aydınlatılmasında Taraflar

Kamunun aydınlatılmasında genel bir tanımının yapılmadığı gibi sunulacak bilgilerin menfaat grupları da belirlenmemiştir. Bu durumda menfaat gruplarını “kamu” olarak ifade etmek çok doğru olacaktır.

Şirket tarafından sunulan bilgi kullanıcıları; şirket içi ve şirket dışı çevre olarak ikiye ayrılmaktadır.

Şekil 1.1: Şirket İlgili Grupları



Kaynak: Cukacı,2006.

Şirket bünyesinde ortaya çıkan finansal veya finansal olmayan bir bilgi ilk olarak şirket çevresinde yayılmakta ve daha sonra şirketin dış çevresine ilan edilmektedir.

Burada en önemli nokta şirketin sunacağı bilgilerin hiçbir menfaat grubunun çıkarını gözetmeksizin kamu yararına sunulmasıdır. Özellikle muhasebe departmanı tarafından üretilen finansal ve finansal olmayan bilgilerin muhasebe kayıt ve ilgili raporlarda doğru, eksiksiz ve bütünlük esasına dayalı bir sisteme göre düzenlenmediği takdirde bu bilgiyi kullanacak olanlara doğru ve güvenilir olmayan bilgi sunulmuştur. Bu bilgilere dayalı olarak alınan kararlar da yanlış olacaktır (Ay, 2003: 86).

Kamunun aydınlatılması ilkesi, şirketin piyasa değerini, ticari menfaatlerini, sermaye yapısını vb. değiştirecek bir bilgi ortaya çıktığında bu bilgiye ilk elden ulaşan işletme içi çevrenin kendi menfaatine kullanmasını engelleyerek kamunun bilgilendirilmesini ve korunmasını amaçlamaktadır.

4.1. Şirket İçi Çevre

Şirket içi çevresinde şirket sahipleri, şirket yönetimi ve şirket personeli olarak üç taraf bulunmaktadır.

Şirket faaliyetlerinin sonuçlarına ait finansal ve finansal olmayan bilgi hiyerarşik olarak şirket personeli tarafından üretilmekte, şirket yönetimi özet olarak kendisine sunulan bu bilgileri, mevcut durumun kontrolü ve gelecek dönemlere ilişkin stratejilerin belirlenmesi ve planlanmanın yapılmasında kullanılmaktadır. Şirket sahipleri ise şirkete koymuş oldukları sermayenin durumu, şirketin geleceği, yatırıma devam ve vazgeçme konusunda bu bilgileri kullanmaktadır (Ararat, 2003).

4.1.1. Şirket Sahipleri

Hisse senetlerini sermaye piyasasında halka arz eden şirketlere iştirak eden şirket sahipleri; yatırımlarını artırma, yatırımdan kısmen veya tamamen vazgeçme ya da durumunu koruma aşamasında karar verebilmek için çok yönlü finansal ve finansal olmayan bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Mevcut yatırımcılar, iştirak ettikleri şirketin faaliyette bulunduğu sektör ve genel ekonomi (yurt içi ve yurt dışı) de ki gelişmeleri göz önünde bulundurarak, faaliyet dönemleri boyunca nasıl bir trend gösterdiğini, finansal durumu, yönetiminin nasıl bir performans gösterdiğini, kar/zarar durumunu bilmek ister.

Ayrıca mevcut yatırımcılar şirket tarafından sunulan bu bilgilerin sektörde faaliyet gösteren diğer şirketler ile karşılaştırılabilir olmasını istemektedir. Başka bir ifade ile yatırımcılar kamuya sunulan finansal ve finansal olmayan bilginin belli bir

format olarak, zamanında sunulması sonucu diğer şirketlerle iktisadi ve idari açıdan performans, verimlilik ve karlılık analizi yapmak istemektedir. Bu ilke sayesinde şirketin mevcut ortaklık yapısı ve çıkar ilişkileri hakkında bilgi edinilebilmektedir.

4.1.2. Şirket Yöneticileri

Şirket içinden ve dışından üretilen ve elde edilen bilgilerin tamamı kamu ile paylaşılmamakla birlikte yöneticilerin ve örgütsel kararların temelini oluşturmaktadır (Karacabey ve diğerleri, 2004: 148). Bir işin yönetimi iyi bir planlama sürecinde şirketin hedeflerinin belirlenmesi, hedeflere ulaşabilmek için çalışanların faaliyetlerinin koordinasyonu, yetki ve sorumluluk devri, yürütülmesi, kontrolü, sonucun ve performansın değerlendirilmesi ve düzeltici kararların alınması olarak ifade edilebilir. Yöneticinin sorumluluğu ise işin gereklerine sahip personel istihdamı, iç kontrol sisteminin kurulması, kıt kaynakların verimli faaliyetlere etkin bir şekilde dağılımı ve yönetimi ile bütün bu çabaların yasaların gerektirdiği sınırlar içerisinde yerine getirmektir. Yöneticiler, şirkete ilişkin bütün kararlarını sahip olduğu tecrübe ve elde ettiği bilgiler çerçevesinde alternatifleri değerlendirerek alacaktır. Bilgilerin çoğu şirket içinde, muhasebe departmanı tarafından üretilmektedir (Selda,2003.125).

Kamuyu aydınlatma ilkesi ile şirket yöneticileri bir döneme ait yönetim faaliyetleri sonucunda kurumun genel performansı ve şahsi performanslarının değerlendirilmesine ilişkin bilgi sunmaktadır. Bu sayede şirket yönetimi gerek kurumun gerekse kendi performansları değerlendirilirken ortaya çıkacak asılsız iddia ve spekülasyonlardan korunmaktadır. Özellikle finansal yöneticilerin davranışları şirket faaliyetleri ile mali piyasalar arasında bulunmaktadır (Brealey ve Myers, 1991: 3). Çünkü şirket politikalarına uygun finansal kaldıraç kullanımı, sermaye maliyetinin minimize edilmesi ve hissedarların servetlerinin maksimize edilmesi bu yöneticilerin kararları ile şekillenmektedir.

Fakat şirket yöneticilerinin kamuyu aydınlatma sürecinde dışarıya bilgi sunumunda taraflı tutum sergiledikleri genel bir tezdır. Örneğin saldırgan kazanç politikalarının kullanımı ve açıklamaları finansal bilgi kullanıcılarına kolayca yapılamaz. Bu tür pratik uygulamalar şirketin kârlılığını artırırken finansal riskini artıracaktır. Şirket içerisinde meydana gelen pozitif gelişmeleri ise açıklamakta gönüllüdürler (Fischer ve Verrecchia, 2004). Hunton ve ark. (2006) CEO ve CFO' lar üzerinde yapmış oldukları araştırmada yöneticilerin kazanç yönetim uygulamaları ile kamunun daha az aydınlatılması benimsenmesi sonucu şirketin hisse senetlerinin fiyatlarını artıracaklarını ve itibarlarını koruyabileceklerini aynı zamanda kamunun tam olarak aydınlatılması halinde şirketin hisse senetlerinin fiyatlarının ve itibarlarının zarar göreceğine inandıklarını tespit etmiştir. Bu durum şirket

yönetiminin kamunun aydınlatılmasından daha çok şirketin piyasa değeri ve kendi menfaatleri üzerinde odaklandıkları ve şirket bünyesinde üretilen bilgiyi kendi amaçları çerçevesinde kullandıklarını ortaya koymaktadır.

Şirket yönetiminin bilgi sunumu gerek şirket içi gerekse şirket dışı her tarafın mevcut ve geleceğe ilişkin kararlarında ve davranışlarında etkili olacaktır. Örneğin şirket hissedarları ve yöneticileri arasında “asil - vekil” ilişkisi bulunmaktadır. Hissedarlar, sermayelerini yöneticilere emanet etmiş; bunun karşılığında ise yönetimden makul bir kâr beklemektedir. Yönetim sermayeyi koruyarak, riske atmadan faaliyetlerini düzenlemek ve kontrol mekanizmasının çalışmasını sağlamakla yükümlüdür.

Diğer taraftan bu ilke ile başarılı şirket yöneticileri kendilerini piyasaya tanıtma ve kariyerlerini geliştirme imkânı elde etmektedirler. Başarısız şirket yöneticilerinin ise bu durumda kamuya bilgi sunmaktan imtina edecek veya yanlış bilgi sunmayı tercih edecektir. Bu boyutu ile işletme yönetimi ve çevresi tarafından üretilen bilginin şirket içi ve dışı sıkı bir denetime tabi tutulması gerekir.

4.1.3. Şirket Personeli

Kamuyu aydınlatma ilkesi ile şirketin bir parçası olan şirket personelinin performanslarının sonuçları ile menfaatlerinin değerlendirilmesi sağlanmaktadır. Şirket personeli çalışmaları sonucu şirketin piyasa değeri, kârlılığı ve gelişmesi hakkında bilgi sahibi olmaları motivasyonlarını artıracaktır.

Aynı zamanda özellikle toplu iş sözleşmelerinde gelişen ve büyüyen şirkete bağlı olarak haklarını isteme, elde etme ve gerçekçi olmayan taleplerden vazgeçmelerini sağlayacaktır. Sahip oldukları bilgi sayesinde örneğin yeteneklerine bağlı olarak geliştirdikleri varlıklara ilişkin ücret ve prim ödemeleri, emeklilik vb. diğer faydalarının artırılmasını talep edebilirler (Financial Accounting Standards Board, 2006).

Bu ilke ile aynı zamanda şirketin insan kaynakları politikası ortaya konmaktadır. Örneğin şirketin eşit çalışanlar arasında ki ücret politikası, özlük hakları, kariyer imkânları, güvenli çalışma ortamı ve koşulları hakkında çalışanlara ve özellikle kamuya bilgi sunulmaktadır.

4.2. Şirket Dışı Çevre

Kamunu aydınlatılması ilkesi kapsamında, şirket dışı çevre potansiyel yatırımcılar, kredi ve yatırım kuruluşları, alıcılar ve satıcılar, devlet, sendikalar ve Türkiye’de yatırım yapmak isteyen yabancı şirketler yer almaktadır.

Şirket dışı çevre, sahip oldukları finansal ve finansal olmayan bütün bilgileri, yasalar gereği şirketlerin açıklamak zorunda oldukları 3, 6, 9 ve 12 aylık zorunlu ve ek mali tablolar ile şirket yönetiminin faaliyet raporlarından, bağımsız denetim raporlarından ve kamuya açıklanan haberlerden elde etmektedirler. Şirket dışı çevresi elde ettikleri bu bilgiler ışığında geleceğe ilişkin kararlarını almakta, vergi boyutu ortaya çıkmakta, toplu sözleşmeler yapılmakta, kredi analizleri ile kredili satışların durumu vb. birçok işlev yerine getirilmektedir.

4.2.1. Potansiyel Yatırımcılar

Sermaye piyasası riski seven ve kendisine yüksek getiri elde etmek isteyen potansiyel pay sahipleri ve riskten korunmak, aynı zamanda gelirini maksimum yaparak sabit getiri isteyen alacıklılık hakkı elde eden yatırımcı ile fon ihtiyacı duyan şirketlerin karşılaştığı piyasalardır. Başka bir ifade ile fon fazlasını yatırıma dönüştürmek isteyen yatırımcı beklentilerine ve risk algısına göre; yatırımını yüksek kar/zarar sağlayan hisse senedine, düşük kâr fakat sabit getiri sağlayan tahvil v.b. menkul kıymetlere yönlendirmektedir. Rasyonel bir davranış içerisinde bulunan potansiyel yatırımcı, fon fazlasını yönlendirmede çok farklı sorular ile karşı karşıya kalmaktadır (Konuralp, 2001: 3-4)

Mevcut ekonomik ve mali koşulları olumlu algılayan yatırımcının, yatırımının yönünü; beklentileri, risk algısı ve en önemlisi ise kamudan elde ettiği bilgiler belirleyecektir. Bu yönü ile potansiyel yatırımcılar, kamunun aydınlatılması ilkesinin kapsamında menfaat çevresi içinde bulunmaktadır.

Menkul kıymetlere yatırım kararı aşamasında, yatırımcı kendisine en yüksek getiri sağlayacak menkul kıymeti aramaktadır. Örneğin hisse senedi yatırımcısı gelecekte şirketin düzenli ve artan temettü ile bedelsiz hisse senedi dağıtmasını, şirketin piyasa değerinin yükselmesi beklentisi içerisinde. Tahvil vb. sabit getirili yatırımcı ise her yıl düzenli kupon ödemesi ve vade bitiminde anapara ve faiz ödenmesi beklentisi içerisinde.

Yatırımcı aynı zamanda, yatırım yaptığı şirketin iktisadi ve mali yapısını güçlü olmasını ister. Çünkü aşırı finansal kaldıraç kullanımı şirketin risk seviyesini artıracak gibi aynı zamanda borçlanma ve sermaye maliyetinin yükselmesine, yeni hisse senetlerinin halka arz edilmesi ise ortak sayısının artmasına yönetimin paylaşılması ve kar paylarının (temettü) hisse başına getirilerini azalmasına yol açacaktır. Başka bir ifade ile yatırımcı beklentilerinin karşılanması ve yatırımının korunması için şirkete güvenmek istemektedir.

Yatırımcılar, sermaye piyasası tarafından yapılan düzenlemeler ile şirketler tarafından kamuya açıklanan tüm bilgilerin tarafsız ve gerçek zamanlı piyasaya

sunulduğunu teorik olarak kabul etmektedir. Piyasa düzenleyicilerinin bu duruma ilişkin yasal düzenlemeleri ile objektif ve eş zamanlı uygulamaya ilişkin tedbirleri almak zorundadır (Anwer ve Schneible, 2007).

Bu amaçla yatırımın miktarı ne olursa olsun bütün yatırımcılar aynı risklerle farklı seviyelerde karşı karşıyadır. Bu riskin minimize edilmesi ile yatırımcının yatırımını yönlendirebilmesi ve menkul kıymetlerin getirilerini mukayese edebilmesi için bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Yatırımcı ve diğer dış kullanıcılar kurumsal yönetim sisteminin önemli bir unsuru olan finansal raporlama ve kamuyu aydınlatma çerçevesinde sunulan bilgilere göre analizler yapabilmekte ve kararlar alabilmektedir (Sevic, 2005).

4.2.2. Devlet

Kamunu aydınlatılması ilkesi kapsamında, sosyal devlet anlayışı gereği devlet toplumun her kesiminde düzenleyici fonksiyonuna bağlı olarak adalet, eğitim, güvenlik, sağlık vb. fonksiyonları icra etmektedir. Bunun yanında vatandaşlarına karşılıksız transfer harcamaları, ekonominin büyümesi, istihdamı artırıcı, yatırımı teşvik vb. ekonomik işlevleri de yerine getirmektedir.

Günümüzde bütün bu fonksiyonlarını yerine getirirken kaynak ihtiyacını vergi ya da borçlanma yoluyla karşılamakta ve ekonomik büyüme işlevini şirketler eliyle yerine getirmektedir.

Bu açıdan değerlendirildiğinde devletler şirketlerin uygun koşullarda kaynak elde edebilmeleri, faaliyetlerine yön verme, teşvik etme, etkin ve verimli alanlara yatırım yapabilmeleri için altyapı ve yasal düzenlemeler yapma, fon tedarik eden yatırımcıların haklarının güvence altına alınması konusunda düzenleyici, denetleyici ve güveni tahsis eden taraftır.

Devlet ayrıca milli gelir hesaplamaları vb. istatistikler içinde şirketler hakkında bilgiye ihtiyaç duymaktadır (seri:X1, no:25, tebliğ m 10f).

4.2.3. Kredi ve Yatırım Kuruluşları

Kamunun aydınlatılması ilkesi kapsamında kredi ve yatırım kuruluşları için en önemli nokta fon sağlayacakları şirketlerin yükümlülüklerini karşılama yeteneklerini tespit edebilmek, fon talebinin kabul veya reddi konusunda karar verebilmek, borçlanma kapasitesini görebilmek, şirketin geçmiş ve geleceğe ilişkin büyüme, eğilimini öngörümleyebilmek, benzer şirketler ile karşılaştırmalar yapabilmek, varlıklarının büyüklüğünü ve serbestliğini (ipotekli, hacizli vb.) görebilmek, şirket sahiplerinin mali gücünü, itibarını görebilmek, teminat olarak alınabilecek varlıkları tespit ve değerleyebilmek vb. durumlar için bilgiye ihtiyaç duymaktadır.

Başka bir ifade ile borçlanma araçlarıyla şirketlere finansal kaynak aktaran kreditorler, kaynak aktardıkları şirketin belirsizlik altında gelecekteki nakit akışlarının miktarını ve zamanlamasını tahmin etmesini sağlayacak bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Bu bilgi sayesinde kreditorler borçlanma araçlarının fiyatlarının artışını, borcunu ödeme yeteneğini ve kaynak sağladıkları yatırımdan elde edecekleri varlığı hesap edebilmektedirler (Financial Accounting Standarts Board, 2006: 16).

Kredi ve yatırım kuruluşları, kullandırılan ve kullandırılacak kredilerin etkin yönetiminde güvenilir, eksiksiz, tam ve zamanında bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Bu kuruluşların doğru şirketlere kaynak kullandırma, kaynak israfını önlemede kamuyu aydınlatma ilkesinin önemini ortaya çıkarmaktadır.

4.2.4. Alıcı ve Satıcılar

Alıcılar, finansal yapısından ziyade şirketle, yaptıkları/yapacakları anlaşmalardan doğan yükümlülüklerin karşılama yeteneğini, aynı zamanda kalite, üretim, satış vb. politikaları hakkında bilgi sahibi olmak isterler. Başka bir ifade ile alıcılar, şirketin mal ve hizmetlerin pazarlama ve satış politikalarındaki müşteri memnuniyeti anlayışına önem vermektedir. Örneğin satın alınan mal ve hizmetlerin zamanında teslimi, kalite standartlarına uyum, sunulan mal ve hizmetlere ilişkin garantilerin verilmesi, standarda uymayan mal ve hizmetlerden doğan zararın telafi edilmesi, satış sonrası hizmetler vb. sayılabilir.

Satıcılar ise mal ve hizmet tedarikinden doğan kredili (senetli veya senetsiz) satışlarına ilişkin alacakların zamanında tahsili, kredili satış miktarının belirlenmesinde bu ilke yol gösterici olmaktadır. Zamanında ödenmeyen alacakların tahsili aşamasında şirketlerin sahip olduğu varlıkların kalitesi ve miktarı ile ilgilenirler, satıcılar (Financial Accounting Standarts Board, 2006: 2).

4.2.5. Sendikalar

Sendikalar bu ilke sayesinde toplu sözleşmelerde işçilerin, şirketin başarısından doğan paydan haklarının alınması konusunda ihtiyaç duyulan bilgiye ulaşmaktadırlar.

4.2.6. Uluslararası Şirketleri

Ülkelerin kalkınmasında ve büyümenin sürekliliğinin sağlanmasında ki en büyük engel sermaye ve teknoloji yetersizliğidir. Gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan fazla ve sermayenin ve teknolojinin transfer edilmesi ile ülkelerin ihtiyacı olan yatırımlar uluslar arası şirketler vasıtasıyla yapılmaktadır. Dolayısıyla Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) ve istihdam artmaktadır. Ülke içerisinde girişimciler eliyle hayata geçirilemeyecek olan yatırımların yapılması sağlanmaktadır.

Ayrıca çok uluslu şirketler yatırımları ile ülkenin ihtiyaç duyduğu teknoloji kolayca transfer edilmekte, rekabet artmakta, müşteri memnuniyeti, hizmet kalitesi vb unsurlar ön plan çıkmaktadır. Bugün Çin' in dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olmasında en önemli unsur çok uluslu şirketlerin yatırımları ve teknoloji transferleridir.

Dünyanın küresel bir köy haline gelmesi ile birlikte üretim faktörlerinin önündeki sınırların kalkmasına yol açmıştır. Çok uluslu şirketler dünyada var olan karlı alanları tespit ederek yatırım yapmaktadırlar. Yatırım alanlarının tespitinde bu ilke yol gösterici olmaktadır.

4.2.7. Finansal Analistler

Hisse senedinin piyasa fiyatının belirlenmesinde en etkili gruptan biri finansal analistlerdir. Çünkü analistlerin aldığı finans eğitimi ve piyasaya ilişkin önemli tecrübesi ve finansal tabloların analizi yoluyla elde ettiği önemli bilgi ve açıklamaları şirket yönetimi ve kamu tarafından dikkate alınmaktadır (Yu, 2008).

Günümüzde finansal analistler, yatırımcıların ve şirketlerin ekonomik kararları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Artan rekabet, yeni iş olanakları, teknolojik gelişmeler ve globalleşme ile analistler finansal bilginin yanında şirketlerin kamuya gönüllü olarak açıkladıkları finansal olmayan bilgi üzerinde odaklanmaktadır. Çünkü bu bilgiler, şirketin geleceğe ilişkin kazanç elde etme yeteneğinin tahmin edilmesinde kullanılmaktadır. Bu tür bilgiler ilgililer tarafından beklenmekte ve şirketin değeri üzerinde pozitif bir etki meydana getirmektedir (Orens ve Lybaert, 2007).

Libby, Tan v Hunton (2006) çalışmasında bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar yayınlandıktan sonra finansal analistlerin tahmin hataları ve açıklamaları arasında ki ilişkiyi incelemiştir. Doğru ve tam olarak hazırlanan mali tablo üzerinden yapılan analizler sonucunda yıllar itibarı ile analistlerin hatalarının sınırlı olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca çalışma sonucunda açıklamaların içerdekiler için yukarıya doğru buna karşılık dışarıdaki yatırımcılar vb için aşağıya doğru kötü etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise taraflı açıklamaların etkileri üzerinde odaklanılmıştır. Sonuçta analistlerin gerçek kazancın yılsonunda beklenen kazancı geçtiği tespit edilse bile iyi sonuçların etkisini daralttığı buna karşılık ise kötü sonuçların etkisini ise abarttığını tespit etmişlerdir.

5. Kamunun Aydınlatılması İlkesi Kapsamında Kullanılacak Bilginin Özellikleri

Piyasaların kusursuz ve bilginin tam olduğu ekonomide fonların akışı konusunda hiçbir problem olmamakta aynı zamanda kıt olan kaynaklar en etkin kullanıcılara sunulabilmektedir. Böyle bir ekonomik yapı içerisinde şirketlerin öz kaynak ve borçlanma yoluyla sağlayacağı fonlar arasında aşırı bir fark olmayacağı için gerek şirket içi gerekse şirket dışından sağlanan fonların kullanımı ile şirketin performansı ve piyasa değeri etkilenmeyecektir. Fakat günümüz ekonomisinde tam rekabet koşulları işlememekte; yapılan her finansal faaliyetin işlem maliyeti ve sözleşme yapan tarafların bilgi seviyeleri de farklıdır.

Finansal piyasalarda; finansal araçlar, satacakları finansal varlıkların kalitesini bilmekte, buna karşılık alıcılar bu konuda yeterli bilgiye sahip olamamaktadırlar. Bu durumda alıcının ortalama olarak bir finansal varlığın kalitesi hakkında tahminde bulunmak ve ödeyeceği fiyatı belirlemek durumundadır. Tarafların varlık hakkında aynı bilgiye sahip olmaması sonucunda; varlığın niteliğinin belirlenmesinde maliyeti ve kalitesi belirsizlikle ilişkilendirilmesine yol açmaktadır. Başka bir ifade ile asimetrik bilgi esasına dayalı Akerlof' un Limonlar Piyasası modelinde satıcıların arabalarının kalitesini bildikleri bu yüzden belirledikleri fiyat ile kaliteli araba satıcılarını (plums) piyasa dışına itecekleri ve böylece piyasa kötü kaliteli araba satıcılarının (lemons) olacaktır. Bu durum bilginin eksikliğinden kaynaklanan bir problemdir. Taraflardan birinin, diğerine göre daha fazla bilgiye sahip olması piyasada ters seçim ve ahlaki bir probleme yol açacaktır (Akerlof, 1970; Özbay, 2004:5).

Potansiyel yatırımcıların eksik bilgiye sahip olması nedeniyle menkul kıymetlerin aşırı değerlendirildiği kararı ile düşük fiyat teklif etmelerine, mevcut yatırımcılar ise gerçek değerinin altında değerlendirildiği için düşük fiyat teklifini ret etmelerine yol açacaktır. Sonuç olarak kârlı yatırımların hayata geçirilememesine ve güvensizlik ortamının oluşmasına yol açacaktır (Yıldırım, 2005).

Kamu, şirketler hakkındaki bilgi ihtiyacını piyasalardan dört kanal üzerinden karşılamaktadır. Bunlar;

- Şirketlerin zorunlu bilgi açıklamalarına ilaveten gönüllü açıklamaları, Örneğin SPK aracılığıyla ve kendi internet sayfaları üzerinden en kısa yoldan açıklamalarda bulunabilirler,
- Şirketler bilgi açıklamalarında seçici olabilirler. Örneğin telefon veya birebir görüşme yoluyla bilgi aktarımı yapabilirler,

- Yatırım şirketleri, aracı kurumlar ve analistler tarafından yapılan analiz sonuçlarının kamuya açıklanması yoluyla elde edilebilir. Örneğin borsada al-sat yapan broker ve dealerlerin analizlerine ait bilgiler.

- Şirket içerisinde üretilen özel bilgiler dış kaynak kullanıcılarına sunulabilir. Örneğin içerden öğrenenler ticareti (İnsider Trading).

Bilgi kaynağı olan dört kanaldan 1. ve 3. kaynak günümüzde kamu üzerinde etkilidir. Dördüncü kaynak ise yasalar gereği yasaklı bir faaliyettir. Özel bilgiye ulaşan taraflar üzerinde etkilidir (Gomes ve arkadaşları, 2007).

Kamuya açıklanmamış, kesin, kaynağı güvenilir ve bir finansal varlığın fiyatını etkiliyorsa; bu bilgi şirket içerisinden üretilen bilgidir. İçerideki bir bilgi bir tarafa menfaat sağlamak amacıyla gizlice sunulması ve kullanılması yasal olmayan “İçerden Öğrenenler Ticareti (İnsider Trading)” olarak ifade edilmektedir. Eğer bilginin gizlice açıklanması ve kullanımı sonucunda finansal varlığın değerinde mutlak bir değişme söz konusu değilse böyle bir ticaretten söz edilemez (Tezcanlı,1996: 13).

5.1. Bağımsız Denetimden Geçmiş Olma (Güvenilirlik)

Şirketler, hukuki yapıları, halka açıklık, bağımsız denetime tabi olma vb. birçok faktörün, etkisinde kamuya farklı seviyelerde bilgi sunmaktadırlar. Şirketler tarafından açıklanan bilgiler, kamunun rasyonel bir karar alma sürecinde ve etkin bir sermaye piyasasının oluşumunda önemli rol oynamaktadır (Çelik,2002: 1173).

Burada önemli olan nokta ise kamuya açıklanan bilgilerin güvenilirliğidir. Bu noktada halka açık şirketlerin kamuya açıkladıkları bilgilerin bağımsız denetimden geçmiş olması güven problemini teorik olarak çözmektedir (Yeğinboy, 2001).

Şirket raporlarını denetleyen bağımsız denetçi sadece raporları denetlemez, aynı zamanda bu raporlarda sunulan bilginin seviyesini, doğruluğunu, kalitesini, içeriğini de etkiler. Çünkü bağımsız denetçinin performansı, denetlediği şirketlerin kamuya sunduğu raporların kalitesi ve doğruluğuna göre değerlendirilmektedir. Bu açıdan şirketleri doğru, kaliteli ve ayrıntılı bilgi vermeleri yönünde etkilemektedirler (Çürük, 2003: 28). Bağımsız denetimden geçen bilgilerin doğruluğu ve kalitesi kamu açısından bir doktrin olarak kabul edilmektedir.

Aynı zamanda şirket sahipleri ile yöneticiler arasında yönetimin paylaşımı konusunda bir problem ortaya çıkmaktadır. Diğer bir problem ise şirketi kontrol eden hissedarlar ile kontrol edemeyen hissedarlar arasında da temsilci seçimidir (Ashiq ve diğerleri, 2007).

Bağımsız denetim, yatırımcının (özellikle şirketi kontrol edemeyen), şirkete devrettiği fonların nerede kullanıldığı, şirketin yönetimi ve işleyişi konusunda

güvenilir bilgi sunmaktadır. Aynı zamanda genel kurul tarafından seçilen ve hiçbir mesleki ehliyet aranmaksızın oluşturulan iç denetimin güvensizliğini ortadan kaldırmaktadır.

Bütün bu olumlu açıklamalara rağmen bağımsız denetimin zayıf noktaları da bulunmaktadır. Birincisi iç denetimin etkin olmadığı bir şirkette kullanılacak bilgilerin eksik ve yanlış olma durumunu ortaya çıkaracaktır.

Son düzenlemeler ile birlikte özellikle Sarbanes Oxley Kanunu'nda şirketleri hedeflerine ulaştırmada, finansal raporların gerçeği ve doğruyu yansıtması, iç kontrol sistemlerinin oluşturulması ve etkinliğinin sağlanmasında şirket üst yönetimine doğrudan tasdik yükümlülüğü getirilmiştir. Bu düzenlemelerin temelinde şirketin hedeflerine ulaşmasında yapılan faaliyetlerin denetimi, etkinliği ile bağımsız denetimin başarısında iç kontrol sisteminin etkinliği ve önemi üzerinde yoğunlaşmaktadır (Aksoy, 2005).

Diğer bir nokta ise bağımsız denetim şirketlerinin denetim ücretlerini şirketlerden almalarıdır. Bu durum ücret ile denetim kalitesi arasında ters bir ilişkiyi doğurabilecektir. Son nokta ise denetim şirketlerinin danışmanlık, insan kaynakları vb. konularda hizmet vermeleridir (İhtiyar, 2006: 63-71). Örnek olarak Arthur Andersen (Durukan ve İkiz, 2007) ve Enron ilişkisi gösterilebilir. Arthur Andersen gibi kaliteli bir hizmet verdiği düşünülen şirketin son bulması bağımsız denetimin ve kalitesinin sorgulanmasına yol açmıştır. Bağımsız denetim ilkesi üzerine yoğunlaşan eleştirileri ortadan kaldırmak amacıyla SEC (Securities and Exchange Commission) tarafından bir bağımsızlık kuralları çalışması başlatılmıştır. SEC tarafından 5 Aralık 2000 tarihinde yapılan çalışma ile şirket ve denetçi arasındaki ilişkiler bağlamında bağımsızlık kurallarını yayınlamıştır. Bir denetçinin (SEC,2000):

- Denetçi ile müşterisi arasında ortak veya çatışan bir ilişkinin ortaya çıkması,
- Denetçinin kendi işini denetleme pozisyonuna yerleşmesi,
- Denetim sürecinde müşterinin bir çalışanı veya yöneticisi gibi davranış içerisinde olması,
- Denetçinin, müşterinin avukatı pozisyonunda yerleşmesi,halinde denetçinin bağımsızlığı bozulmuş demektir.

Bu durum bağımsız denetim şirketinin, denetim hizmeti sayesinde müşterisine farklı hizmetler sunma imkânını sunmaktadır. Özellikle Türkiye' de denetim şirketlerinin denetim hizmetinin yanında diğer hizmetleri sunmalarına ilişkin herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır (Önder, 2001: 183-186).

5.2. Objektiflik

Kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında kamuya sunulan bilgileri kullanacak taraflar arasında sübjektif bir ayırım yapılmamasıdır. Sunulan bilgilerin menfaat gruplarından bir grubun lehine diğer grubun aleyhine olacak şekilde raporlarda ve diğer belgelerde düzenlenmemesi ve sunulmamasıdır.

Bu ilke aynı zamanda muhasebenin temel kavramı olan “tarafsızlık ve belgelendirme” kavramı ile aynı paraleldedir. Bu kavram gereği, muhasebe kayıtlarının şirketin gerçek durumunu yansıtan ve hiçbir menfaat grubunun çıkarını gözetmeksizin usulüne uygun olarak düzenlenen objektif belgelere dayandırılması ve muhasebe kayıtlarına esas alınacak yöntemlerin seçilmesinde tarafsız ve ön yargısız davranılması gerektiğini ifade eder. Örneğin kar/zararın yüksek veya düşük gösterilmesi, hasılat veya giderin gerçekleştiği dönemlerden farklı dönemlere aktarılmasına yönelik iç yapıların ve bu tip gerçek olmayan durumların ortadan kaldırılması için nitelikli elemanlar tarafından uygulanan bir iç kontrol mekanizmasının kurulmasını gerektirir (Cemalcılar ve Önce, 1999: 58).

Bu ilke çoğunlukla şirket yöneticileri ve muhasebe finans departmanı çalışanları, büyük ortaklar ile bağımsız denetim şirketleri tarafından çiğnenmektedir.

5.3. Tam Açıklama

Tam açıklama, açıklama ile bu açıklamanın temsil ettiği olgu arasındaki uyumdur. Fakat bu uyum her zaman sağlanamamaktadır. Finansal tablolar işletmelerin varlıklarını, kaynaklarını ve yükümlülüklerini göstermektedir. Şirketin mali yapısında meydana gelen değişiklikler yanlışlıkla veya kasten belirtilmeyebilir. Örneğin ticari alacaklar içerisinde yer alan kötü alacakları üzerinde yasal işlem ve kayıtların yapılmaması ve sonuç olarak şirketin iyi bir alacak yönetim politikasına sahip olduğu gösterilmektedir. Başka bir örnek şirketin maddi duran varlıklarını satması ve kiralama yoluyla tekrar mali tablolarında göstermesi ve bunu dipnotlarında belirtmemesi işlemi vb sayılabilir. Bu durumlar sonucunda açıklanan bilgiler olguyu tam olarak temsil etmediği için finansal tablolarda kamuya yanlış, eksik ve kapalı bir bilgi sunmaktadır (Akdoğan ve Aydın,1987: 279). Bu aşamada şirketin başarısı ve başarısızlığının parasal olarak doğru, tam, hızlı, tutarlı, tarafsız, dürüst ve güvenilir olarak tespit ve analiz edilmesinde ve bu elde edilen bilgilerin sunumunda muhasebeciye çok büyük sorumluluk düşmektedir (Civelek ve Durukan,2001,187).

Mali nitelikte ki bilginin yanında şirketin gelecekte kamunun kararlarını etkileyebilecek özel durumlarını da dipnotlarda belirtmesi gerekir. Örneğin alıcı ve

satıcılar ile düşülen ihtilaflara ilişkin sonuçlanmayan mahkemelerden ileride oluşabilecek risklerin açıklanması (Sevilengül, 2000: 26).

5.4. Karşılaştırılabilirlik Kavramı (mukayese edilebilirlik)

Mevcut ve potansiyel yatırımcıların şirketler hakkında elde ettikleri geçmiş ve güncel bilgilerin yararı, o şirketlerin benzer şirketler ile aynı şirkete ait (5 yıllık mali tablo ve raporlar) geçmiş dönemlerin karşılaştırılabildiği sürece olacaktır. Karşılaştırmalı olarak kullanılan bilgiler sayesinde benzer ve aynı şirketin geçmiş dönem faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan değerler arasında ki benzerlikler ve farklılıklar ortaya çıkarılmaktadır. Bu sayede canlı bir varlık olan şirkette değişimin yönü tespit edilebilmekte ve rasyonel karar alabilme süreci işletilebilmektedir.

Kamuya açıklanan idari ve mali bilgilerin sonuçlarının karşılaştırılabilir olması şirkette uygulanan muhasebe politikalarının değerlendirme ölçülerinin vb. uygulamaların istikrarlı ve muhasebe standartlarına uygun olmasına bağlıdır. Aynı zamanda sahip olunan bilgilerin birbiri ile karşılaştırılabilir olması için zaman boyutunun dikkate alınması gerekir. Örneğin yüksek enflasyon dönemlerinde fiyatlar genel düzeyi sürekli artmakta buna karşılık düşük olduğu dönemlerde fiyatlar genel düzeyi değişmemektedir.

Bir diğer boyutu ise benzer işletmelerin farklı muhasebe politikalarını uygulamaları veya dönemler itibarı ile kullanılan muhasebe politikalarının değiştirilmesi sonucu elde edilen bilgilerin karşılaştırma imkanı gerçekçi olmayan veya yanlış analiz ve sonuçlara yol açacaktır. Bu durum yatırımcıların doğru karşılaştırmalar yapma ve karar alma sürecini etkileyeceği için riskini artıracak ve zarar etme ile karşı karşıya kalacaktır (Akdoğan ve Aydın,1987: 290-293).

5.5. Diğer Faktörler

Şirketler, yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek önemli olay ve gelişmeler meydana geldiğinde kamuya açıklamak zorundadırlar. Bu bilginin esaslılık özelliğidir (Pashı, 2004: 169). Bir bilginin esaslı olup olmadığının tespiti konusu bilgiyi üreten yetkili organlar ile denetçilere düşmektedir. Bir bilginin atlanması veya yanlış beyanı finansal bilgi kullanıcılarının kararını etkiliyorsa esaslıdır (Erdoğan, 2006; Abidoğlu, 2006).

Şirketler birincil halka arz aşamasında mevcut durumlarına ilişkin statik bilgiler sunmaktadır. Fakat şirketin sürekli faaliyette bulunması sonucu ortaya çıkan olumlu veya olumsuz sonuçların kamuya anında duyurulması gerekir. Örneğin yönetim kurulunun değiştirilmesi, büyük montanlı kredi ve sipariş anlaşmalarının imzalanması vb. durumlar gösterilebilir.

Kamuya sürekli olarak sunulan bilginin tazeliğini başka bir ifade ile değerinin kaybetmemiş olması gerekir. Burada ki temel mantık yatırımcının kararını etkileyebilecek bilginin ortaya çıktığında mümkün olan en kısa zamanda ve kolayca yatırımcıya ulaştırılmasıdır. Bu bilginin bir diğer boyutu ise ortaya çıktığında bir grup veya zümrenin kendi lehine ya da başka tarafın aleyhine kullanılmaması gerekir. Buna bilginin eş zamanlılığı denir. Bu konuda Türkiye’de halka açık şirketler mali tabloları, faaliyet raporları, özel durumlarına ait vb. bilgileri elektronik ortamda “Kamunun Aydınlatılması Projesi (KAP)” kapsamında güvenli bir şekilde yatırımcılara ulaştırmaktadır.

6. Kamunun Aydınlatılması Türleri

Şirketler tarafından sunulan bilgiler dar anlamda sadece mevcut ortakların menfaatlerini korunması amacına yönelik değildir. Bu açıdan kamuya sunulan bilgiler şirket içi ve dışı olmak üzere tüm grupları etkisi altına almaktadır. Başka bir ifade ile kamuya açıklanan bilgiler sermaye piyasasının etkinliğini, verimliliğini ve güvenilirliğini ve doğrudan ülke ekonomisini etkilemektedir. Çünkü sermaye piyasaları ekonomilerin barometreleri konumundadır. Bir şirketin hisse senetlerinin borsada değer kazanması ya da kaybetmesi şirketin başarısının ve güvenilirliğinin ve ekonominin gidişatının göstergesi durumundadır (Bolak, 2001: 53) .

6.1. Bilginin Niteliği Açısından Kamuyu Aydınlatma

Bilginin niteliği açısından kamuyu aydınlatma şekli ve maddi kamuyu aydınlatma olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Şekli açıdan kamuyu aydınlatma, şirketler tarafından kamuya yapılan açıklamaların ve sunulan bilgilerin yayınlanması ve ilan edilmesini kapsamaktadır. Bu durum şirketlerin kamuya yapacakları açıklama ve bilgi sunumların da izlemeleri gereken prosedürü ortaya koymaktadır. Şekli anlamda kamuyu aydınlatma; açıklama ve bilgilerin yayınlanması (kamuya), bildirme (SPK ve İMKB’ye), tescil (Ticaret Siciline) ve ilan (Ticaret Sicil ve diğer gazeteler) etmede kamuyu şekli anlamda aydınlatma söz konusudur.

Şekli anlamda kamuyu aydınlatma şirketler tarafından hazırlanan bilgiler ne kadar eksiksiz, dikkatli ve doğru hazırlanırsa hazırlansın muhataplara ulaştırılmadığı takdirde bir anlam taşımayacaktır. Şekli anlamda kamuyu aydınlatma; muhataplar ile bilginin buluşmasını sağlamaktadır.

Şekli anlamda kamuyu aydınlatmayı tamamlar nitelikte olan maddi anlamda kamuyu aydınlatma; kamuya açıklanan ve sunulan bilgilerin niceliğine ait şartları yerine getirilirken içeriğinin, yeterliliğinin, doğruluğunun, açıklığının, karşılaştırılabilirliğinin ve zamanlamasının sağlanması ile şekli anlamda kamuyu aydınlatma ile istenen amacın gerçekleşmesine hizmet eder. Bu yönü ile maddi

anlamda kamuyu aydınlatma şekli anlamda kamuyu aydınlatmayı tamamlar niteliktedir.

Şekli anlamda kamuyu aydınlatma, açıklanan ve sunulan bilgilerin yayınlama, bildirme, tescil ve ilana ilişkin nicelik bakımından, maddi anlamda kamuyu aydınlatma ise açıklanan ve sunulan bilgilerin özü ile ilgilidir.

6.2. Bilginin Sunulma Zamanı Açısından Kamuyu Aydınlatma

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1992 yılında 3794 sayılı kanunda yapılan değişiklik ile koruyucu özelliği olan "izin sistemi" terk edilerek "kurul kaydına alma sistemi" benimsenmiştir. İzin sistemi ile Kurul, yatırımcıların zarara uğramasına yol açabilecek riskli araçların piyasaya çıkmasına izin vermeyerek, söz konusu araçlara yatırım yapılmasını engelleme amacını benimsemiştir. Sistemin en büyük sakıncası Kurul'un halka arzına izin verdiği araçlar yatırımcı için güvenilir bir yatırım aracı olarak kabul edilmesidir. Diğer taraftan başlangıçta halka açılmasına izin verilmeyen spekülasyon bulunan ve zaman içerisinde mali, iktisadi ve ticari faaliyetlerinde başarılı performans gösteren şirketler sistem gereği halka açılmamaktadır.

Yatırımcıların risk - getiri beklentilerindeki farklılıkların karşılanması (piyasanın farklı beklentilerine ve ihtiyaçlarına etkin bir şekilde cevap verebilecek araç ve kuruluşların oluşturulması), ve şirketlerin kaynak ihtiyaçlarının karşılanması için "kurul kaydına alma" başka bir ifade ile "kamunun aydınlatılması ilkesi" benimsenmiştir (Günel, 1997: 5).

Kurul kaydına alma sistemi ile Kurul liyakat izin sisteminden doğan eksiklerin ortadan kaldırılması, yatırımcının tam, zamanında, doğru ve dürüst bir şekilde bilgilendirilmesini benimsemiştir. Kurul sadece yatırımcıların karar aşamasında ihtiyaç duydukları "bilgiye" ulaşmalarını sağlayarak risk-getiri arasında ki tercihlerini kendilerine bırakmıştır. (Sayar, 2003: 71-72)

Sermaye Piyasası'nda bilginin sunulma zamanı açısından aydınlatma:

- Birincil Piyasalarda Kamuyu Aydınlatma,
- İkincil Piyasalarda Kamuyu Sürekli Aydınlatma,
- Anında Kamuyu Aydınlatma olmak üzere bölümlenebilir.

6.2.1. Birincil Piyasada Kamuyu Aydınlatma

İzin sisteminin terk edilerek kurul kaydına alma sistemini benimsemesi ile birlikte menkul kıymetleri ilk defa ve yeni halka arz yapacak şirketlerin bu araçları Kurul'a kayıt ettirmesi zorunlu hale gelmiştir. Birincil piyasa menkul kıymetleri ilk defa halka arz eden şirketler ile bu araçlara yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların ilk defa ve doğrudan doğruya karşılaştığı dönemdir. Birincil piyasada halka arz ile

kamuya açıklanan bilgiler bu özel duruma hastır ve sürekliliği bulunmamaktadır. Bu yüzden yatırımcı risk-getiri hakkında tercih yapma ve karar aşamasında bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Şirketlerin iktisadi, hukuki, yönetim, ortaklık vb. durumlarına ait bilgiyi doğru ve dürüst olarak yatırımcıya sundukları araçlar bulunmaktadır. Bu araçlar; izahname, sirküler ile İlan ve reklamlardır.

6.2.2. İkincil Piyasalarda Kamuyu Aydınlatma

Menkul kıymetlerin ilk defa halka arzında kamuyu aydınlatma ilkesi gereği sunulan bilgiler, halka arza ait ve sürekliliği olan bir bilgi özelliği taşımamaktadır. İlk halka arzda sağlanan bilgi statik olma özelliğine sahiptir. Fakat kamunun bilgi gereksinimi halka arzla başlamakta (birincil piyasalar) ve borsalarda (ikincil piyasalar) işlem görmeye başlamasıyla sürekli hale gelmektedir.

İkincil piyasalarda sürekli müzayede yöntemi ile menkul kıymetlerin değerlerinde sürekli olarak bir değişim söz konusudur. Ayrıca menkul kıymetlerini halka arz eden şirketlerde sürekli değişim ve gelişim içerisindedir. Şirketlerin bir kısmı mali ve mali olmayan yönlerden gelişmekte bir kısmının ise mevcut durumunun kötüye gitmekte olduğu görülmektedir.

Şirketler açısında ortaya çıkan olumlu veya olumsuz değişimleri sürekli ve anında yatırımcılara sunması gerekmektedir. Çünkü yatırımcının sağlıklı karar verebilmesi için zamanında, esaslı, eksiksiz ve tam bilgiye gereksinim duymaktadır.

Kamunun ikincil piyasalarda sürekli aydınlatılmasında iki temel yaklaşım benimsenmiştir. Birinci yaklaşımda; “kamuya açıklanacak bilgilerin tek tek belirlenmesi (a prescription approach)’ dir. Bu yaklaşımda otorite kamuya açıklanacak bilgilerin listesini ve açıklama zamanını vb. prosedürü tespit etmektedir. Bu yönleme örnek Japonya ve Amerika’dır. İkinci yaklaşım ise “Genel Yükümlülük Yaklaşımı (a general approach)’ dir.” Bu yaklaşımda ise otorite; yatırımcıların kararlarını, ilgili menkul kıymetin fiyatını, şirketin yönetim, ortaklık, mali vb. yapısını etkileyebilecek bilginin ortaya çıktığı anda kamuya ilan edilmesini benimsemiştir. Bu yaklaşım daha çok Avrupa Birliği üyesi ülkeler tarafından uygulanmaktadır (IOSCO, 2008; Atasoy ve Arıkan, 2004: Eroğlu, 2003: 35).

Yaklaşımlarda ki farklılık ülkelerin sermaye piyasaları ve ona ait yasal düzenlemelerinden ortaya çıkmaktadır. Yaklaşımlar farklılıklar taşımakla beraber doğalarında kamuya açıklanacak olan bilginin üretilmesi ve sunulması amacı ile benzerlik arz etmektedirler. Başka bir ifade ile şirket bünyesinde üretilen veya ortaya çıkan esaslı bilginin kamuya duyurulması her iki yaklaşım içinde söz konusudur.

İkincil piyasalarda kamuyu aydınlatma mali tablolar, bağımsız denetim raporları, faaliyet raporları vb raporlar aracılığı ile anında ve periyodik olarak yapılmaktadır.

6.2.3.Anında Kamuyu Aydınlatma

Kamuyu sürekli (dönemsel) aydınlatma şirketin belli bir dönem itibariyle yapmış olduğu faaliyetler sonucunda elde ettiği finansal ve finansal olmayan bilgileri içermektedir. Bu bilgiler; faaliyetlerin sonuçlarını o an itibariyle gösterdiği için statik bir özellik taşımaktadır. Örneğin 3 aylık hazırlanan ara mali tablolar 01 Ocak-31 Mart'a ait ara hesap dönemini (veya özel hesap dönemi) kapsamaktadır. Mali tablolar ara dönemi kapsayan 4 hafta içerisinde Kurul'a ve borsa bültenine yayınlanmak üzere hisse senetlerinin işlem gördüğü borsalara gönderilir. Bağımsız denetimden geçmiş ara mali tablolar ise 6 hafta içinde gönderilir (20.07.2003 tarih ve 25174 sayılı Resmi Gazete, seri: VIII, No:39).

Şirketlerin sürekli bir faaliyet içerisinde olmaları sebebiyle değişim ve gelişim içerisinde dilerler. Kamuyu sürekli aydınlatma yöntemi sonucu sunulan bilgiler bu durumu ortaya koymaktan uzak durumdadır. Aynı zamanda bilgilerin geçmişe ait olması geleceğe ait etkilerinin de sınırlı olması doğası gereğidir.

Kamu içerisinde yer alan ilgililerin zamanında bilgilendirilmesi ve sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içerisinde işleyişinin sağlanması amacıyla yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin ortaya çıktığı anda açıklanması zorunludur.

Bu bilgiler (26.07.1989 tarihli ve 20233 sayılı Resmi Gazete, Seri: XI, No: 3);

- Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler,
- Maddi duran varlık alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi, aynı sermaye olarak konulması,
- Ortaklığın faaliyetlerine ilişkin değişiklikler,
- Ortaklığın yatırımlarına ilişkin değişiklikler,
- Ortaklığın mali yapısına ilişkin değişiklikler,
- Finansal duran varlıklara ilişkin değişiklikler,
- İdari konulara ilişkin değişiklikler,
- Diğer değişiklikler hakkında bilgi sunulmaktadır.

Şirketin, sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetlerinin fiyatlarında ve işlem miktarlarında olağan piyasa koşullarından farklı ve önemli değişiklikler meydana geldiği anlarda, kamuya açıklanması gerekli bir özel durumun olmadığı açıklanır (SerPK, mad.7).

Şirket hakkında, görsel ve yazılı basında çıkan ve yatırımcıların kararları ile menkul kıymetlerin fiyatlarını etkileyecek şirketi temsile yetkili kişiler kaynaklı olmayan haber ve söylentilerin varlığı durumunda, bu bilgilerin doğruluğu ve yeterliliği konusunda şirket yetkilileri tarafından açıklama yapılması zorunludur (SerPK, mad. 8).

Kamuyu anında aydınlatma kapsamında sunulan bilgilerin, kamunun karar vermesine yardımcı olacak ölçüde, zamanında, doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir ve yeterli olmalıdır.

Anında bilgilendirme kapsamında sunulan bilgilere ilişkin durumlarda meydana gelen değişim ve gelişmeler kamuya duyurulur. (SerPK, mad. 10)

Açıklanması zorunlu aşamaya gelmiş olmakla birlikte miktar, tutar veya işlem vb. durumlara ilişkin belirsizlikleri içeren özel durumlar; belirsizlikler ve belirsizliklere ait tüm koşullar kamuya açıklanır.

Özel ve önemli bilgi ortaya çıktığı anda en seri haberleşme araçları ile Borsa ve Kurul'a bildirilir. (SerPK, mad. 12)

Kamunun gerek sürekli gerekse anında aydınlatılması süreci ile piyasada meydana gelmesi muhtemel olağanüstü, beklenmeyen ve istenmeyen olaylara ilişkin erken uyarı sisteminin hayata geçirilmesi amaçlanmıştır. Daima bilgilendirme, denetim ve gözetim mekanizması sayesinde sermaye piyasasının güvenli ve açık çalışması ile kamunun tümünün korunması imkanı elde edilecektir (Yanlı, 2005: 136).

Ayrıca kamunun anında bilgilendirilmesi süreci (zamanında) ile bu bilgileri önceden öğrenerek kendilerine menfaat sağlayacak kişi ve kuruluşların davranışlarının önüne geçilme imkanı elde edilecektir. Bu durum kamunun sermaye piyasasına olan güveni artıracaktır.

6.3. Kamuyu Zorunlu ve Gönüllü Olarak Aydınlatma

Zorunlu kamuyu aydınlatma; yasalar çerçevesinde kamuya açıklanması zorunlu bilgilerin yine yasalar çerçevesinde belirtilen şirketin mali, yönetim, ortaklık vb. durumlarının belirtilen yer ve zaman içerisinde ilan edilmesidir. Şirketler tarafından kamuya yapılan zorunlu açıklamalar (mandatory disclosure) kanuni bir zorunluluktan doğmaktadır.

Türkiye'de zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamalarına ilişkin düzenlemeler SPK tarafından yapılmaktadır. Şirketlerin birincil halka arz aşamasında izahname ve sirküler hazırlama ve ilan etme yükümlülüğü iyi bir örnektir. Kurul bu düzenleme ile menkul kıymetlere ilgi duyan yatırımcıların risk ve getiri aşamasında karar vermelerine teşkil edecek bilgiye ulaşmalarını amaçlamaktadır.

İkincil piyasada ise şirketler dönem içerisinde bağımsız denetimden geçmiş 6 aylık ve yıllık mali tabloları ile bağımsız denetimden geçmemiş, 3 ve 9 aylık mali tabloları ve yıllık faaliyet raporlarının yayınlanması yükümlülüğünü getirmiştir.

Ayrıca Kurul, özel durumların ortaya çıktığı andan itibaren en kısa zamanda Kurul'a bildirilmesi ve ilanın yükümlülüğünü de getirmiştir.

Bu düzenlemeler ile mevcut yatırımcılar, yatırımlarının gelişme seyrini, potansiyel yatırımcılar ise şirket hakkında değerlendirme ve benzer şirketlerin performansları ile kıyaslama imkânını temin etmeye çalışmaktadır.

Şirket çevresi, değerlendirme ve analizlerinde finansal bilgilerin yanında finansal olmayan bilgiye de ihtiyaç duymaktadır. Muhasebe sistemi finansal bilgilerin üretildiği merkez olarak kabul edilmektedir. Bir finansal bilginin üretilebilmesi için para ile ölçülebilir olması gerekmektedir. Bu ölçü itibarı ile finansal olmayan bir bilginin mali tablolarda yer alması söz konusu olmayacaktır. Bu durum muhasebe sisteminin önemli bir eksikliği olarak gözükmektedir. Çünkü şirket performansının değerlendirilmesi ve gerçek piyasa değerinin tespitinde finansal olmayan bilgi en az finansal bilgi kadar önemli olmaktadır. Örneğin şirketin sahip olduğu entelektüel kaynaklar içerisinde yer alan yetişmiş personeli, halkla ilişkiler, insan kaynakları yönetimi, gelecek yatırım planları vb birçok bilgi mali tablolarda yer almamaktadır.

Diğer taraftan muhasebe sisteminde veriler maliyet esasına göre kayıt edildiği için üretilen finansal bilgiler tarihi nitelik taşımakta ve geçmiş o ana ilişkin durum ve şartları ifade etmektedir. Yapılacak değerlendirme ve analiz de bu hususların göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Buna karşılık dünya ekonomisinin küresel bir köy haline dönmesi ekonominin ve dolayısıyla şirketlerin sürekli değişim ve gelişim içerisinde olduğu için kamunun ihtiyacı olan güncel bilgileri, tarihi nitelikte hazırlanan mali tablolar, etkin ve yeterli bilgi sunma yeteneğinden yoksundur.

Ayrıca şirketlerin ticari faaliyetlerinden doğan riskleri yönetmek amacıyla yaptıkları bilanço dışı işlemler; bilanço dipnotlarında ve yıllık faaliyet raporlarında kamuya açıklanmaktadır. Yıllık faaliyet raporlarında sınırlı bir sunum yerine kurumsal risk raporlarında kamuya sunulması finans teorisi ve yatırımcı açısından riski tolere etme ve yatırım kararlarında maksimum faydayı sağlamada yardımcı olacaktır. Bu raporda verilen bilgi; yönetim değişiklikleri yapma, sermaye maliyetini düşürme ve geleceğe ilişkin iş projeksiyonlarının sunumunda şirket yönetimine yardımcı olur. Şirketin risk profili üzerindeki bilgi yatırımcının şirketin piyasa değeri hakkında karar vermesinde yardımcı olacaktır (Abrahoam ve Cox, 2007).

Bu açıdan finansal olmayan ve güncel bilgi üretimi sağlayan gönüllü kamuyu aydınlatma ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Şirketler bu sayede geçmişe ait bilgiler ile geleceğe ait stratejilerini de açıklayarak gerçek durumlarını ortaya koyma imkânı elde etmektedirler (Çelik, 2002).

Günümüzde şirketlerin çevresine duyarlı bir organizasyon olarak kabul edilmektedir. Kamu, şirketlerin performanslarını değerlendirirken finansal ve finansal olmayan bilgilerin yanında çevresel performansını da göz önünde bulundurmaktadır. Örneğin üretim sonucu ortaya çıkan toksin vb atık maddelerin geri dönüşümü, saklanması üzerine yapılan yatırım ve stratejilere ait gönüllü bilgi sunumu çevresel performansın değerlendirilmesinde önemli göstergeler olmaktadır. Çünkü şirketler çevresine verdiği zararlar dolayısıyla büyük tazminatlar ödeme durumu ile karşı karşıya kalmaktadır (Clarkson ve diğerleri, 2007).

Hindistan Bhopal (1984)' de tarım ilaçları üreten fabrikada gaz sızıntısı nedeniyle 5.000 kişinin ölümü ve 150.000 kişinin sakat kalmış. Ukrayna' da Çernobil nükleer santralinde (1986) ve 2010 yılında British Petroluem' ün Mekiska kıyılarında meydana gelen petrol paltformunun batması sonucu hem insanlığa hem çevreye hem de şirketlere büyük zararlar vermiştir (Özgüç, 2005: 5).

Bugün geldiğimiz noktada ise şirketler içinde yaşadıkları topluma karşı sosyal sorumluluk hissetmektedir. Toplumda eğitimden, sağlığa, tarıma, kültüre vb birçok projenin hayata geçirilmesi konusunda kaynak ayırmaktadır. Bu sayede uzun vadede marka değerinin maksimize etmektedir (Bekçioğlu ve ark., 2006). Örneğin ETİ Türkiye' de Konya ovasının kurtulması için her bir burçak bisküvisi alımında kaynak aktarmakta ve tüketiciyi de bu projeye katılmaya teşvik etmektedir.

Yasal olarak açıklanacak bilgilerin dışında şirketler tarafından kamuya gönüllü olarak açıklamalar yapma gereği hissetmektedirler (voluntary disclosure). Gönüllü kamuya açıklamaların içerisinde şirketlerin geleceğe ilişkin plan ve stratejileri, yatırım politikalarındaki değişim ve gelişmeler, rekabet yapısı vb. konular hakkında bilgiler yer almaktadır. Teorik olarak literatürde gönüllü açıklamaların içerisinde iyi haberlerden farklı olarak kötü haberlerinde sunulması ve böylece ilgi çevresinin olası risklere karşı karar alma sürecine yardımcı olması istenir.

Gönüllü kamuyu aydınlatma; şirket yönetiminin tercihleri doğrultusunda bilgilendirme ihtiyacından da ortaya çıkmaktadır (Ağca ve Önder, 2007). Örneğin yöneticiler, mevcut hissedarların yönetim becerilerinin farkına varması ve davranışlarının ve performanslarının yanlış değerlendirilmesinin önüne geçmek amacıyla kamuyu gönüllü olarak aydınlatma amacındadırlar. Bu durum sayesinde kötü performans gösteren şirketlerin yönetsel zafiyeti ortaya konmaktadır (Iatridis,2008).

Bu yüzden bu bilgilerin içeriği, türü ile açıklama zamanına ilişkin bütün yetki yönetimin elindedir. Fakat burada dikkat edilmesi nokta ise kamuya açıklanacak bilgilerin yanıltıcı, abartılı, eksik, taraflı olmaması zorunludur. Zorunlu kamuyu aydınlatmada sunulacak bilgilerin özellikleri, yeri ve zamanı kurul tarafından yasalar ve tebliğler ile belirlenmiştir.

6.4. Kamuyu Aydınlatmanın Şirket ve Çevresi Üzerindeki Etkileri

Kamunun, zorunlu bilginin yanında gönüllü olarak aydınlatılması ile piyasalarda var olan asimetrik bilgiden doğan rekabet dezavantajının minimize edilmesini sağlayacaktır. Gönüllü olarak kamuya açıklanan bilgi seviyesi arttıkça asimetrik bilginin kamunun tarafları arasında ki etkisi kaldırılabilir. Günümüzde artan gönüllü aydınlatma seviyesi özellikle mevcut ve potansiyel yatırımcıların dikkatini çekmekte ve yatırımcılar için bu tür şirketler şeffaflık boyutu ile çekici olmaktadır. Bu durum hisse senedi piyasa fiyatının daha etkin tespiti ve düşük sermaye maliyeti olarak geri dönmektedir (Petersen ve Plenborg, 2006).

Son dönemlerde yapılan ampirik çalışmalarda kamuya sunulan bilginin zamanlılığı ve detayı özkaynak ve borçlanma maliyetini düşürdüğü tespit edilmiştir. Çünkü yatırımcılar ve borç verenler gelecekte olumsuz bir durumla karşılaşmamak amacıyla; yatırımın ve kredinin getirileri ile birlikte geri dönüşümünü garanti almak amacıyla güvenilir, kamuyu aydınlatmada şeffaf ve zamanında bilgi sunan şirketleri tercih etmektedir. Özellikle şirketlerin kamuyu aydınlatma sürecinde sundukları bilgi sermaye ve borçlanma maliyetlerinin düşürülmesinde önemli bir göstergedir (Mazumdar ve Sengupta, 2005). Bu tür bilgi sunumları ile yatırımcılar arasında asimetrik bilgiden doğan rekabet dezavantajı düşürülmektedir (Butler ve diğerleri, 2007).

Bir bilginin sunumunun rekabet dezavantajı yaratıp yaratmadığının belirlenmesinde üç temel faktör önemli olmaktadır. Bunlar bilginin tipi, detayı ve açıklama zamanıdır.

Şirketin rutin işlerine ilişkin açıklanan bilgiler, daha az rekabet dezavantajının doğmasına yol açarken, örneğin yeni ürün veya teknoloji geliştirme çalışmaları hakkındaki bilgi daha fazla rekabet dezavantajının doğmasına yol açacaktır. Buna karşılık şirketlerin ürün geliştirme planları hakkında bilgiler sunulmaktadır. Kamuya açıklanan bilginin detay seviyesi de rekabet dezavantajına sebep olup olmama konusunda ters orantılıdır.

Bilginin açıklama zamanı da rekabet dezavantajını potansiyel olarak etkileyebilir (FASB, 2001: 29). Fakat şirket yönetiminin kötü haberleri geç açıklama buna karşılık iyi haberleri ortaya çıktığı anda açıklama eğiliminde oldukları tespit

edilmiştir. Yöneticilerin bu eğilimi taraflardan bir kısmını korurken diğer tarafların zararına olacağı için rekabet dezavantajına yol açmaktadır. Bilginin geç açıklanması ile kamuyu aydınlatmadan beklenen faydanın önüne geçilmektedir. Çünkü bilgi değerini kaybetmiştir. Bu durumun önüne geçebilmek amacıyla SEC, 2002 yılında yıllık raporların bildirimini 90 günden 60 güne, 3 aylık dönemler itibarı ile açıklanan bilgilerin açıklanma zamanını 45 günden 35 güne indirmiştir (Sengupta, 2004).

Kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında şirketler tarafından sunulan bilgilerin etkisi şirket ve sahipleri ile genel ekonomi üzerinde olmak üzere iki boyutlu olarak ele alınmaktadır (FASB, 2001: 27-28).

Şirket ve şirket sahipleri üzerindeki faydası:

- Ortalama sermaye maliyetini düşürür,
- Kredi değerliliği artar ve yatırımcılar ile ilişkiler gelişir,
- Sınırlı fiyat hareketleri ve işlemleri arasında daha fazla likit piyasalara kabul edilme,
- Yatırım kararlarını daha iyi alabilme olasılığı,
- Kamuya açıklanan bilgilerden dolayı eksik bilgi sunumu gerekçesi ile daha az dava tehlikesi ile karşı karşıya kalır ve savunma daha akılcı ve gerçekçi yapılır.

Genel ekonomiye faydaları:

- Sermaye paylarının daha etkin dağılımını sağlar,
- Düşük sermaye maliyeti yatırımları artırır,
- Sermaye piyasasının daha fazla likit olmasını sağlar.

Şirket ve şirket sahipleri üzerindeki maliyetleri

- Kamuya açıklanan bilgilerden dolayı rekabet dezavantajı ortaya çıkabilir,
- Kamuya açıklanan tedarikçiler, müşteriler ve çalışanlara ait bilgilerden dolayı iş anlaşmalarının ortaya çıkması,
- Kamuya açıklanan eksik bilgiden dolayı iddia edilecek davalarla karşı karşıya kalınabilir.

Genel ekonomiye maliyetleri:

- Kamuya açıklanacak bilgilerin geliştirilmesi, sunulması ve analizine ilişkin maliyetler,
- Kamuya açıklanan bilgilerin eksik olduğuna dair iddiaların büyümesidir.

Zorunlu ve gönüllü açıklamalar kapsamında sunulan bilgiler sayesinde şirketin şeffaflaşmasını başka bir ifade ile camdan bir evde oturmasını sağlayacaktır. Bu durum kamunun ihtiyacı olan bilgiye ulaşmasını; sermaye piyasasına ve şirketlere

olan güven ortamının oluşmasını sağlayacaktır. Yatırımcılar elde ettikleri bilgiler ile beklentilerini reel olarak revize etme imkanı bulmaktadırlar. Bu sayede menkul kıymetlerin piyasa fiyatı gerçekçi olarak tespit edilebilmektedir (Tong, 2007).

Kamuya sunulan finansal ve finansal olmayan bilgilerin incelenmesi, analiz edilmesi, değerlendirilmesi için yatırımcıların belirli bir genel ekonomi, finans vb. konularda asgari bilgi birikimine sahip olması gerekmektedir. Aksi takdirde kamunun aydınlatılması kapsamında bireysel yatırımcının korunması amacıyla yapılan düzenleme ile sunulan bilgilerden istenilen fayda sağlanamayacaktır ve dolayısı ile istenmeyen zararlar ortaya çıkacaktır

Kamuya gönüllü sunulan bilginin sınırının belirlenmesinde herhangi bir ölçüt olmaması ise önemli bir noktadır. Çünkü kamunun farklı beklentileri sonucu farklı bilgi ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Bu durum şirketlerin kamuya sürekli ve anında bilgi sunumu ile maliyetlerin artmasına ve daha önemlisi şirket için sır olarak kabul edilen bilgilerin açıklanması ile rekabet dezavantajının doğmasına yol açabilecektir. Örneğin yeni bir ürün veya teknoloji geliştirme hakkında teknik bilgi sunumu.

Kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde şirket ve ilgi çevresi arasında sağlıklı ve güvene bağlı bir diyalogun kurulması temel stratejidir. Bu stratejinin etkin ve verimli bir şekilde yerine getirilmesi kamuya bilgi sunumunda kullanılan finansal ve finansal olmayan raporlar ile özel bilgilerin açıklama zamanı büyük önem arz etmektedir.

Şirket ve çevresi ile kurulan sağlıklı ilişki sayesinde yönetime ilişkin asil vekil problemi en aza inmekte, farklı piyasalardan düşük sermaye maliyeti ile fonlar temin etme ve şirketin gerçek piyasa değerini tespit etme imkanı sağlar (Aksu ve Köseadağ, 2006: 220). Eğer bu araçlar ile şirket ve ilgi çevresi arasında sağlıklı bir ilişki kurulamazsa bilgiyi hazırlayan şirket yönetimi ve bu bilgiden en fazla etkilenen hissedarların kararları ve davranışları etkilenecektir.

Çünkü raporlama sürecinde hissedarlar arzuladıkları amaca ulaşıp ulaşmadığı konusunda daha fazla bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Bu baskı ve stres şirket organizasyonu ve aktivitelerini etkilemektedir (Cooper ve Owen, 2007).

Günümüzde kamunun ihtiyaç duyduğu finansal bilgi muhasebe departmanı tarafından üretilmektedir. Elde edilen finansal bilgilere bağlı olarak düzenlenen mali tablolar, yıllık faaliyet ve bağımsız denetim raporları şirket ve çevresi arasında ki en önemli iletişim kaynağıdır. Bu iletişimin sağlıklı ve etkin olabilmesi; şirket içerisinde üretilen finansal bilgilerin yürürlükteki yasal mevzuata, GKGMİ ve politikalarına uygun, geçerli ve tarafsız bir belgeye dayanması, ticari faaliyetlere ait muhasebe işlem ve kayıtların eksiksiz, tam, doğru ve zamanında hazırlanması ve bağımsız

denetimden geçmiş olması ile mümkündür. Aksi halde hem şirket yönetimi hem de çevresi yanlış kararlar alma durumu ile karşı karşıya kalacaktır.

7. Kamunun Aydınlatılması Uygulaması

Şirketler yürürlükteki mevzuat gereği çevresine zorunlu (mandatory) ve gönüllü (voluntary) olarak düzenli ve sürekli bilgi akışı sağlamaktadır. Şirket çevresine sunulan olumlu ve olumsuz bilgiler şirketin piyasa değeri üzerinde bir takım etkiler meydana getirmektedir.

Yürürlükteki mevzuat ile mevcut ve potansiyel yatırımcılar, kreditorler, satıcılar vb şirket ilgililerine olumlu bilgilerin yanında olumsuz bilgilerinde zamanında, eksiksiz ve doğru olarak sunulması gerekir. Şirket bünyesinde üretilen ve kamuya sunulmayan bilgi (olumlu yada olumsuz) şirket çevresinin yanlış kararlar almasına daha da önemlisi şirket ve çevresi arasında ki sağlıklı bilgi akışının ve iletişimin kaybolmasına yol açacaktır. Bu durum ise şirkete olan güvenin ortadan kalkmasına, sermaye maliyetinin artmasına, gelecekte uygun kaynaklara ulaşamama, şirketin piyasa değerinin altında değerlendirilmesine yol açacaktır. Genel ekonomi açısından ise kıt kaynakların etkin ve verimli alanlara yatırılmasını sınırlandırıcı bir etki meydana getirecektir.

Bu bağlamda şirket bünyesinde üretilen finansal ve finansal olmayan “önemli bilginin” zamanında, eksiksiz, tarafsız ve doğru sunulması ile gelecekte doğacak daha büyük risklerden ve tehlikelerden şirketi koruyacaktır. Örneğin Enron üst yönetiminin kötü yönetimi ile zarar eden şirketleri yıllarca karlı gösterilmiş ve yatırımcılar yanıltılmıştır. Şirket yönetimi gerçek durumu açıklamak yerine muhasebe numaralarına başvurmuş ve bunu bağımsız denetim şirketi ile birlikte yürütmüştür. Gerçek durum açıklanmadığı için şirket ve çevresi arasında güven problemi ortaya çıkmış hisse senetlerinin piyasa değeri 90 \$’ dan hızla düşmeye başlamış ve 50 cente kadar gerilemiştir. Fiktif kar dağıtımı ile şirket kaynakları tüketilmiş ve dünyanın en büyük şirketlerinden birinin iflası ile sonuçlanmıştır.

7.1. Araştırmanın Amacı

Bu bölümde yapılan araştırmanın amacı OECD tarafından kabul edilen ve Türkiye’ de SPK’ nın ilk olarak Temmuz 2003’ te kabul ettiği ve OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’ ne uyum çerçevesinde Şubat 2005 yılında revize ettiği “Kurumsal Yönetim İlkeleri” çerçevesinde kamuyu aydınlatma performansı ölçülmeye çalışılacaktır.

7.2. Araştırmanın Önemi

Araştırma şirket ve çevresi arasında sağlıklı bir iletişimin kurulabilmesi için şirket bünyesinde üretilen bilginin istenilen zamanda, eksiksiz, doğru ve tutarlı bir şekilde sunulması ile mümkündür. Ayrıca sunulan bilginin gerek şirketin performansı gerekse benzer rakiplerle performansının “karşılaştırılabilir” olması büyük önem arz etmektedir. Şirket bünyesinde üretilen ve sunulan bilgi:

- Şirket yönetiminin performansını değerlendirmesi,
- Mevcut hissedarların beklentilerini karşılama düzeyi, yatırıma devam etme etmeme kararı alınması,
- Potansiyel yatırımcıların yatırım kararı alması,
- Kaynakların etkin ve verimli yatırım alanlarına yönlendirilmesi,
- Şirketin daha ucuz ve kolayca yeni kaynaklara ulaşması,
- Şirketin gelecekteki muhtemel fırsat ve risklerinin tahmin edilmesi,
- Şirket varlıklarının etkin ve verimli kullanılıp kullanılmadığını tespiti,
- Şirket ve çevresi arasında sağlıklı bir iletişimin kurulması ve güvenin sağlanması fonksiyonunu icra eder.

Bu bağlamda şirket bünyesinde üretilen bilginin en hızlı iletişim araçları ile şirket çevresine ulaştırılması sağlanmalıdır. Türkiye’ de üretilen bilginin nasıl ulaştırılacağı ve önemli bilginin özellikleri “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin” tebliğ ile düzenlenmiştir.

7.3. Araştırmanın Kapsamı ve Örneklemi

Araştırmanın ana kütesi OECD tarafından açıklanan Kurumsal Yönetim İlkeleri’ ne uyum çerçevesinde SPK’ nun 2005 yılında yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkelerine bağlı olarak İ.M.K.B.’ sına kayıtlı 286 şirketten oluşmaktadır. 132 şirkete ait 2005-2008 yıllarında faaliyet raporu, temel mali tabloları çerçevesinde örneklem modele dahil edilmiştir.

Tablo 4.1: Araştırma Katılan Şirketlerin Endüstriyel Dağılımı

Endüstri ve Kodu	Endüstride Yer Alan Şirket Sayısı	Yüzdeler Dilim %	Araştırmaya Dahil Edilen Şirket Sayısı	Yüzdeler Dilim %
Kağıt ve kağıt ürünleri basım yayım	13	0,066	10	0,075
Gıda ,İçki ,Tütün	24	0,123	15	0,113
Dokuma Giyim piyasası ve Deri	30	0,153	25	0,189
Orman ürünleri ve mobilya	3	0,015	2	0,015
Kimya,Petrol ve Plastik ürünler	26	0,133	17	0,128
Taş,toprak ve dayalı sanayi	25	0,128	21	0,159
Metal aren sanayi	15	0,076	7	0,053
Metal eşya ,makine ve araç yapımı	26	0,133	18	0,136
Diğer imalat sanayi	4	0,020	3	0,022
İnşaat ve bayındırlık	2	0,010	1	0,007
Bilişim	9	0,046	2	0,015
Perakende Ticaret	6	0,030	3	0,022
Lokanta ve oteller	7	0,035	4	0,030
Elektrik gaz ve su	5	0,025	1	0,007
Ulaştırma, Haberleşme ve depolama	4	0,020	3	0,022
Toplam	195	1	132	1

7.4. Araştırma Değişkenlerinin Belirlenmesi ve Model Kurulması

Araştırma kamuyu aydınlatma ilkesini kapsamında ihtiyaç duyulan bilginin özelliklerinin tespiti için Major ve Marques (2008)' in Portekiz şirketleri üzerinde yaptığı araştırmada ki model kullanılmıştır.

7.4.1. Kamuyu Aydınlatma Değişkenlerinin Belirlenmesi ve Modelin Kurulması

Türkiye' de kamunun aydınlatılması ve onu kapsayan kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması halka açık anonim şirketler için 2004 yılında zorunlu hale getirilmiştir. SPK' u bu düzenlemenin yanında kamunun aydınlatılması kapsamında 2009 yılında “ Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile kamuya sunulacak önemli bilgileri tanımlamıştır.

Bu bağlamda Major ve Marques (2008)' in kurumsal yönetim indeksi modeli araştırmada 2005- 2008 yıllarını kapsayacak şekilde oluşturulmuştur. Bağımlı

değişken kurumsal yönetim indeksi (KYİn)' nin hesaplanmasında kullanılan gösterge kodlar:

- Ortaklık hakları,
- Menfaat sahiplerinin haklarının korunması konusunda değerlendirme,
- Kamuyu aydınlatma konusunda değerlendirme,
- Risk Analizi
- Yönetim kurulunun yapısı ve işleyişine ilişkin sunulan bilgiler

SPK' u tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında tespit edilen gösterge kodlar (GK) değerlendirmesi:

Pay sahiplerine haklarını kullanmada kolaylık sağlanıyorsa 1 Pay sahiplerine haklarını kullanmada kolaylık sağlanmıyorsa 0 Bu haklar oy kullanma, azınlık hakları, kar payı, bilgi alma ve inceleme vb.	
Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık: Kamuya şirket yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri ve pay sahipleri arasında ki ilişkiler, periyodik olarak mali tablo ve bağımsız denetim raporlarının sunulması, ticari sır dışındaki önemli olaylar ve içeriden öğrenenler hakkında bilgi	sağlanıyorsa 1 sağlanmıyorsa 0
Menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası: Müşteri ve tedarikçiler ile ilişkiler, şirket mal varlığını korunması, etik kurallar, sosyal sorumluluk vb konularda bilgi	sağlanıyorsa 1 sağlanmıyorsa 0
Yönetim Kurulu: Yönetim kurulunun temel fonksiyonları, faaliyet esasları, görev ve sorumlulukları, oluşumu ve seçimi, yönetim kuruluna sağlanan haklar, oluşturulan komitelerin bağımsızlığı ve yöneticiler hakkında bilgi	sağlanıyorsa 1 sağlanmıyorsa 0
Paylar arasında imtiyaz	sağlanıyorsa 1 sağlanmıyorsa 0

Kurumsal yönetime ait sayılan bilgiler şirket faaliyet raporlarında, kurumsal yönetim raporlarında, kendi ve kamuyu aydınlatma platformu sitesinde yer alıyorsa 1 bu bilgiler yer almıyor ise 0 olarak kodlanmıştır. Yıllar itibarı ile toplanan değişkenlerin aritmetik ortalaması alınarak örnekleme katılan her bir şirkete ait KYİ kat sayısı hesaplanmıştır.

KYİN' ni etkileyen finansal ve finansal olmayan bağımsız değişkenler:

- 2005 ve 2008 yıllarında şirket: kurumsal yönetim raporlarında gösterge kodlar yer alıyor ise 1 kurumsal yönetim raporlarında gösterge kodlar yer almıyor ise 0
- Kontrol (Private - KONT): Şirket özel bir grubun elinde değil ise 1 Şirket özel bir grubun elinde değil ise 0
- Büyüme (Growth - BYM): Satışlar
- Büyüklük (Size - BYKL): Şirket Aktif Toplamı
- Sermaye Yapısı (Capital Structure – SRMYP): Toplam Borç / Toplam Aktif
- Denetim Firması (Audite – DENFR): 5 büyük denetim şirketi tarafından denetleniyorsa 1 5 büyük denetim şirketi tarafından denetlenmiyorsa 0
IFRS: Uluslar arası finansal raporlama standartları uygulanıyor ise 1 Uluslar arası finansal raporlama standartları uygulanmıyor ise 0

Değişkenlerin modele dahil edilmesinde:

- Büyüme (Growth): Satışlar $\longrightarrow (Sat_t - Sat_{t-1}) / Sat_{t-1}$

- Büyüklük (Size): Şirket Aktif Toplamının logaritması

- Sermaye Yapısı (Capital Structure): Toplam Borç / Toplam Aktif

- Denetim Firması (Audite): Beş Büyük denetim şirketi Pricewaterhouse Cooper, Deloitte, Ernst&Young, BDO ve KPMG olarak kabul edilmiş ve gerekli standartlaştırmalar yapılmıştır.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması zorunlu olduğu için İ.M.K.B.' ye kayıtlı şirketlerin pay sahiplerinin haklarını kullanmada, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat ilişkilerine ilişkin şirket politikası ve yönetim kurulu konusunda şirket çevresini aydınlattığı tespit edilmiştir. Bu gösterge kodların açıklanması zorunlu olduğu için dikkate alınmamıştır. Son gösterge kod olan hissedarlar arasındaki adi / imtiyazlı hisse senedine bağlı olarak β_1 oluşturulmuştur. Çünkü hissedarlara kar payı, yönetim kurulu seçimi, oy kullanma ve denetçi seçiminde vb imtiyazlar sağlandığı için şirket politikalarına müdahale ve diğer gösterge kodları şirket çevresinin aleyhine bozma imkânı oluşmaktadır. Bu gösterge kod baz olarak alınmıştır. Bu bağlamda kurumsal yönetim indeksi (KYİN):

$$KYİN_{it} = \beta_0 + \beta_1 GK_{it} + \beta_2 KONT_{it} + \beta_3 BYM_{it} + \beta_4 BYKL_{it} + \beta_5 SRMYP_{it} + \beta_6 DENFR_{it} + \beta_7 IFRS_{it} \quad (7.1)$$

şeklinde model oluşturulmuştur. Yıllar itibarı ile gösterge kodların aritmetik ortalaması alınarak standart değer haline getirilmiştir.

7.4.2. Verilerin Analiz Edilmesi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,694 ^a	,481	,456	,09209

a. Predictors: (Constant), Göster kod, Hisse yapısı, ortsat, ortsat Ortaktif,ortsermaye, ortdeneti

b. Dependent Variable: VAR00001

Modele dâhil edilen bağımsız değişkenler kurumsal yönetim indeksini % 48,1 düzeyinde açıklamaktadır. Bu bağlamda kurumsal yönetim indeksi ile bağımsız değişkenler arasında ilişki bulunmaktadır.

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,982	6	,164	19,306	,000 ^a
	Residual	1,060	125	,008		
	Total	2,042	131			

a. Predictors: (Constant), Göster kod, Hisse yapısı, ortsat, ortsat, ortaktif, ortsermaye, ortdeneti

b. Dependent Variable: kurumsal yönetim indeksi

Kurumsal yönetim indeksi modelinde sig< 0,05 olduğu için model genel olarak anlamlı bulunmuştur. Kurumsal yönetim indeksi ile bağımsız değişkenler arasındaki en önemli ilişki hissedar yapısı arasındadır. Modelin sonucuna göre yatırımcılar şirket hakkında ki kararları üzerinde şirketin ortaklık yapısına ilişkin bilgileri önemli gördükleri ortaya çıkmaktadır. Bu bilginin istenme sebebinde ise şirket özel bir grubun elinde ise şirketin mevcut ve geleceğe ilişkin politikaların belirleme yetkisini elinde bulundurma, yönetim kadrosunun seçimi, temettü politikasını belirleme vb karar alma sürecini elinde tutmasıdır. Ertuna ve Tükel (1997) çalışmasında kamuyu aydınlatma ile yabancı yatırımcılar arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Şamiloğlu ve Ünlü (2010) şirket sahipliği ile şirket performansı arasında zayıf bir ilişki tespit etmiştir. Çalışmada net kar / aktif varlık toplamı olan ROA en iyi açıklamaktadır. Bizim çalışmamız bu yönü ile Ertuna ve Tükel' i desteklemektedir.

Ayrıca Türkiye' de son yıllarda aile şirketlerinde meydana gelen yolsuzluklar bu tür şirketlere olan güveni ortadan kaldırmıştır. Ayrıca şirket çevresinin faaliyet raporlarında ve internet sitelerinde yer alan raporlarında gösterge kodlar sayesinde kamuyu aydınlatma ve aktif kalitesi de kurumsal yönetim indeksi üzerinde etkilidir.

Sonuç olarak yatırımcılar şirketin karlılığı üzerinde odaklanmadığı buna karşılıklı yatırım yaptığı şirketle arasında güven ortamının oluşması için finansal

bilginin yanında finansal olamayan bilgiyi de istediği ortaya çıkmaktadır. Bu durum gerek yatırımının risk – getiri arasında değerlendirme yapma aynı zamanda uzun vadeli bir ortaklık yatırımı olarak değerlendirilebilir.

Coefficients ^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,933	,120		7,756	,000
	Göster kodl	,028	,018	,101	1,533	,128
	Hisse yapısı	,184	,018	,704	10,296	,000
	ortsat	,002	,016	,008	,127	,899
	ortaktif	-,020	,015	-,096	-1,365	,175
	ortsermaye	-,007	,012	-,039	-,593	,554
	ortdeneti	,022	,020	,084	1,130	,261

a. Dependent Variable: kurumsal yönetim indeksi

Kamuyu aydınlatma modeline ilişkin regresyon sonuçlarına bağlı olarak regresyon formülü:

$$y = 0,933 + 0,28 * x_1 + 0,184 * x_2 + 0,002 * x_3 - 0,020x_4 - 0,007 * x_5 + 0,022 * x_6$$

yazılır.

8. Sonuç ve Değerlendirme

Kamunun aydınlatılmasını da kapsayan İMKB' nin 2005 yılında yayınladığı kurumsal yönetim ilkelerine bağlı olarak kurumsal yönetim indeksi hesaplanmış ve kurulan regresyon modeli ile kurumsal yönetim indeksi üzerinde etkili olan faktörler ortaya konmuştur.

KAMUYU AYDINLATMA								
Bağımsız değişken	Gösterge kodlar	Kontrol	Büyüme	Büyüklik	Sermaye yapısı	Denetim şirketi	IFRS	KYİ
Kurumsal yönetim indeksi	Etkisi var	Etkisi var	Etkisi yok	Etkisi var	Etkisi yok	Etkisi yok	Etkisi yok	-

Model sonucunda şirketin kurumsal yönetim indeksi kapsamında yatırımcıların sadece karlılık üzerinde odaklanmadığı buna karşılıklı yatırım yaptığı şirketle arasında güven ortamının oluşması ve şirket performansının ölçülmesi için finansal bilginin yanında finansal olamayan bilgiyi de istediği ortaya çıkmaktadır. Bu durum mevcut ve potansiyel yatırımcıların karlılık üzerinde odaklanarak kısa vadeli gelir yerine uzun vadede servetlerini maksimize edecek kalıcı bir ortaklık üzerinde odaklandıkları şeklinde ifade edilebilir.

Ayrıca, yatırımcılar şirketin mevcut ve geleceğe ilişkin şirket politikalarını belirleme, yönetim kurulunu, denetim komitesini ve bağımsız denetçi seçme işleminin bir grup hissedarın mı yoksa genel kurulun mu belirlediği konusunda odaklanmaktadır. Çünkü azınlık hissedarlarına ilişkin haklar, kullanma kolaylığı ve bu hakların büyük hissedarlar tarafından kendi menfaatleri gereği ihmal edilmekte ve kazanç transferi gerçekleştirilmektedir. Bu işlemler ise büyük hissedarların seçtiği yönetim kurulu ile yerine getirilmektedir.

Aktif büyüklüğü şirketin kontrolü ile doğrudan ilişkilidir. Çünkü varlık yapısı büyüdükçe özel bir grubun kontrolü zorlaşmaktadır. Bu durum ortaklığı ve yönetimi paylaşma durumunu da beraberinde getirecektir.

KAYNAKÇA

- Abdioğlu, Hasan (2006), Denetimde Önemlilik Planlaması ve Risk Olgusu Çerçevesinde Vergi Denetimi, Vergi Raporu, Yıl:14, Sayı:86.
- Abrahoam, Santhosh- Cox, Paul (2007), “Analysing The Determinants Of Narrative Risk Information In UK FTSE 100 Annual Reports”, The British Accounting Review, No 39.
- Ağca, Mehmet- Önder, Şerife (2007) “Türkiye’ De Gönüllü Kamuyu Aydınlatma: İ.M.K.B.’ De Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Araştırma”, Muhasebe Ve Finansman Dergisi, Sayı 34.
- Akdoğan, Nalan -Aydın, Hamdi (1987), Muhasebe Teorileri, Gazi Üniversitesi Yayın No:98, İ.İ.B.F. Yayın No:44, Ankara.
- Akerlof, George A.(1970), “The Market For “ Lemons” Qualitativ Uncertainty And The Market Mechanism”, Quarterly Journal Of Economics, Vol. 84, No.3.
- Akgüç, Öztin (1998), Finansal Yönetim, Muhasebe Enstitüsü Yayını, Yayın No:65, Avcıol Basım Yayım, Yenilenmiş 7. Baskı, İstanbul.
- Aksoy, Tamer(2005), “Bağımsız Denetim Şirketleri İçin Ulusal Ve Uluslararası Düzenlemelere Uyumlu Çok Yönlü Bir İç Kontrol Anketi Formu Önerisi”, Mali Çözüm, İSMMM Yayın Organı, Sayı 73.
- Anwer S. Ahmed- Richard A. Schneible Jr. (2007), “The Impact Of Regulation Fair Disclosure On Investors’ Prior Information Quality-Evidence From An Analysis Of Changes In Trading Volume And Stock Price Reactions To Earnings Announcements”, Journal Of Corporate Finance, No.13.
- Ashiq, Ali- Chen, Tai Yuan- Radhakrishnan (2007), “Corporate Disclosures By Family Firms”, Journal Of Accounting And Economics, No. 44.
- Atasoy, Yasemin- Arıkan, Özlem (2004), “İkincil Piyasalarda Kamunun Sürekli Aydınlatılması”, İktisat İşletme Ve Finans Dergisi.
- Ay, Ünal (2003), İşletmelerde Etik Ve Sosyal Sorumluluk, Nobel Kitabevi, İstanbul.
- Bekçioğlu S.- Öztürk M.- Açıkgöz B. (2006), “Muhasebe Otamındaki Güncel Değişmeler Ve Finansal Olmayan Raporlama (Golbal Raporlama Girişimi Ve Bir Örnek Olay)”, Muhasebe Ve Denetime Bakış, Sayı 28.
- Bolak, Mehmet (2001), Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler Ve Portföy Analizi, Beta Basım Yayım, 4.Basım, İstanbul.
- Brealey, Richard- Myers C. Stewart (1991), Principles Of Corporate Finance, Mc Graw Hill,4. Baskı, New York.
- Butler, Marty- Kraft, Arthur- Weiss Ira S. (2007), “The Effect Of Reporting Frequency On The Timeliness Of Earnings: The Cases Of Voluntary And Mandatory Interim Reports”, Journal Of Accounting & Economics, Sayı 43.

- Canbaş, Serpil- Doğukanlı, Hatice (2001), Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar Sermaye Piyasası Analizleri, Beta Yayınevi, Genişletilmiş 3. Baskı, İstanbul.
- Cemalcılar, Özgül- Önce, Saime (1999), Muhasebenin Kuramsal Yapısı,2. Baskı, Eskiřehir.
- Civan, Mehmet (2007), Sermaye Piyasası Analizleri Ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Civelek, Mehmet A.- Durukan M. Banu (2001), Muhasebe Mesleğinin Ve Muhasebecinin Türkiye’ nin Kalkınmasındaki Rolü, 5. Muhasebe Denetim Sempozyumu, 2001.
- Clarkson, Peter M.- Li, Yue- Richardson, Gordon D., Vasvari, Florin P. (2007), “Revisiting The Realition Enviromental Performance And Enviromental Disclosure: An Empricial Analysis, Accounting Organisations And Society”, www.Doi:10.1016/J.Aos.2007.05.003 (01.02.2008).
- Cooper,M. Stuart -Owen David L. (2007), “Corporate Social Reporting And Stakeholder Accountability: The Missing Link”, Accounting Organisation And Society, No. 32.
- Cukacı, Yusuf C. (2006), “Kamuyu Aydınlatmada Muhasebe Meslek Elemanının Etik Anlayışı Ve İzmir İlinde Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 8, Sayı 1.
- Çapanoğlu, Birol Mustafa (1993), Türkiye Ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleřtirme Uygulamaları Ve Menkul Kıymet Borsaları, Beta Basım Yayın, İstanbul.
- Çelik, Orhan (2002), “Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuyu Açıklama”, Muhasebe Ve Denetime Bakış, s.76-77.
- Çürük, Turgut, “Muhasebe şeffaflığına Bağımsız Dış Denetimin Etkisi Üzerine Uygulamalı Bir Çalışma”, 6. Muhasebe Denetimi Sempozyumu.
- Debrençy, Roger- Rahman,Asheq (2005), “Firm- Specipic Determinants Of Continuous Corporate Disclosures”, The International Journal Of Accounting, No. 40.
- Durukan, M. Banu- İkiz, A. Kapucugil (2007), Denetim Kalitesi Ve Hizmet Kalitesine İlişkin Modeller: Kavramsal Çerçeve, Mali Çözüm, İSMMM Yayını, Sayı 82.
- Erdoğan, Nurten (2006), “Muhasebe Denetiminde Niteliksel Önemliliđin Gerekliliđi”, Muhasebe Ve Finansman Dergisi, Sayı 31.
- Eroğlu, Cengiz Alp (2003), Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması, Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Ertuna, Bengi- Tükel, Ali (1997), “şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı Ve Kurumsal Yönetimin Etkileri”, İMKB Dergisi, Cilt 10, Sayı 40.
- Ferteçkilgil, Azmi (2000), Türkiye’de Borsanın Tarihçesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayını, İstanbul.
- Financial Accounting Standarts Board (FASB) (2006), Financial Accounting Series, No:1260-001, Norwalk.
- Fischer, E. Paul- Verrecchia, Robert E. (2004), “Disclosure Bia”, Journal Of Accounting And Economics, No. 38.
- Gomes A.,Gorton, Gary- Leonardo Modureira (2007), “SEC Regulation Fair Disclosure, Information And The Cost Of Capital”, Journal Of Corporate Finance, No. 13.
- Günel, Vural (1997), Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar),İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul.
- Hunton, James E.- Robert, Libby- Mazza, Cherı H. (2006), “Financal Reporting Transparencyand Earnings Management”, The Accounting Review, Vol.81, No.1.

- Iatridis, George (2008), "Accounting Disclosure And Firms' Attributes: Evidence From The UK Stock Market", International Review Of Financial Analysis, No. 17.
- IOSCO, Principles For Ongoing Disclosure And Material Development Reporting By Listed Entities, s.3,<http://Www.Iosco.Org/Library/Pubdocs/Pdf/Ioscopd132.Pdf> (01.02.2008).
- İMKB (1997), Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İ.M.K.B Yayınları, Yayın No:1,12. Basım, İstanbul.
- İhtiyar, Mustafa (2006), Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta Yayınevi, İstanbul.
- Karacabey, A. Argun (2004),. Düşen Enflasyon Ortamında Şirket Yönetimi, Ankara Sanayi Odası Yayını, Ankara.
- Kaya, Arslan (2001),. Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.
- Koç, İ. Özlem (1998), Şirketlerin Halka Açılması Ve Bir Uygulama, Spk Yayınları, Yayın No. 118, Ankara.
- Konuralp, Gürel (2001), Sermaye Piyasaları Analizler Kuramlar Ve Portföy Yönetimi, Alfa Basım Yayım, İstanbul.
- Libby, Robert- Tan, Hung Ton- Hunton, James E. (2006), "Does The Form Of Management's Earnings Guidance Affect Analysts' Earnings Forecasts?", The Accounting Review, Vol. 81, No 1.
- Marc, Levinson (2007), Finansal Bilgiler Kılavuzu, Çeviren: Ege, İlhan Ve Diğerleri, Liberte Yayınları, Yayın No 134, Ankara.
- Mazumdar, C.Suman- Sengupta, Partha (2005), "Disclosure And The Loan Spread On Private Debt", Financial Analysts Journal, No. 61.
- OECD (2004), Principles Of Corporate Governance, Oecd Publications Service.
- Orens, Raf- Lybaert, Nadine (2007), "Does The Financial Analysts' Usage Of Non-Tinancial Information Influence The Analysts' Forecast Accuracy? Some Evidence From The Belgian Sell-Side Financial Analyst", The International Journal Of Accounting, No. 42.
- Önder, Türkan (2001), Amerika' Da Yatırımcılar Nasıl Korunmaktadır? Bağımsız Denetimde Bağımsızlık İlkesinin SEC (Securities And Exchange Commission) Ve SPK Açısından İncelenmesi, İSMMO Yayınları:32, 5. Muhasebe Sempozyumu.
- Özbay, Emrah (2004), Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, Spk Yeterlilik Etüdü, İstanbul.
- Özgüç, Erkan, Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Spk Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği, 20/07/2003 Tarih Ve 25174 Sayılı Resmi Gazete, Seri: VIII, No:39.
- Petersen, Cristian- Plenborg, Thomas (2006), "Voluntary Dislosure And Information Asymetry In Denmark", Journal Of International Accounting Auditing & Taxationsayı, No.15.
- Pirgaip, Burak (2004), Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartlarının Uluslar Arası Denetim Standartları İle Harmonizasyonu, SPK Yeterlilik Etüdü, Mayıs, Ankara.
- Sayar, A. R. Zafer (2003), Bankaların Halka Açılması Ve Banka Yatırımcılarının Korunması, SPK Yayınları, Yayın No:146, Ankara.
- Securities And Exchange Commission (SEC) (2000), Revision Of The Commission's Auditor Independence Requirements, Iv. Discussion Of Final Rules A. The Preliminary Note 17 Cfr Parts 210 And 240, <http://Www.Sec.Gov/Rules/Final/33-7919.Htm> (08.02.2008).
- Selda, Aytekin (2003), Muhasebe Açısından Şirket Yönetimine, Düzenleyici, Otoriteye Ve Denetçiye Düşen Sorumluluklar, 6. Muhasebe Denetim Sempozyumu.
- Sengupta, Partha (2004), "Dislosure Timing: Determinants Of Quarterly Earnings Release Date", Journal Of Accounting And Public Policy, No. 23.

- Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği, 20/07/2003 Tarih Ve 25174 Sayılı Resmi Gazete, Seri: VIII, No.39.
- 3794 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.
- Sermaye Piyasasında Ara Mali Tablolar İlişkin İlke Ve Kurallar Hakkında Tebliği,26.7.1989 Tarihli Ve 20233 Sayılı Resmi Gazete, Seri XI, No:3.
- Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ, 21/12/2004 Ve 25677 Sayılı Resmi Gazete, Seri: XI, No. 25.
- Sevic, Zeljko (2005), “Voluntary Disclosure, Transparency, And Market Quailiy: Evidence From Emerging Market Adrs”, Journal Of Mutinational Financial Management, Sayı 15.
- Sevilengül, Orhan (2000), Tek Düzen Muhasebe Sistemi İle Uyumlu Genel Muhasebe, Gazi Kitabevi,9. Baskı, Ankara.
- Şamiloğlu, Famil- Ünlü, Ulaş (2010), “Sahiplik Yapısı Ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: İMKB 100 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, Muhasebe Ve Finansman Dergisi, Sayı 46.
- Talu, Hülya (2001), Muhasebe Mesleğinin Para Ve Sermaye Piyasalarındaki Yeri Ve Önemi, 5. Muhasebe Denetim Sempozyumu, www.İstanbul.Smmmodasi.Org.Tr/Sempozyumkonu.Asp (14.02.2008).
- Tezcanlı, Meral Varış (1996), İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Ve Manipülasyonlar, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul.
- Tong, Hui (2007),“Disclosure Standarts And Market Efficiency: Evidence From Analysts’ Forecast”, Journal Of International Economics, Sayı 72.
- Yanlı, Veliye (2005), Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler Ve Kamunun Aydınlatılması, 1. Basım, Beta Yayınevi, Mart, İstanbul.
- Yeğinboy, E. Yasemin (2001), “Küreselleşen Dünya’da Türkiye’deki Muhasebe Denetimi Gerçeği”, Mali Çözüm, İSMMM Yayın Organı, Sayı 55, s.48.
- Yıldır, Ayşe Gül (2005), “İşletmelerde Borçlanma Düzeyindeki Değişimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri”, D.E.Ü İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 20, Sayı 1.
- Yu Fang (Frank) (2008), “Analyst Coverage And Earnings Management”,Journal Of Economics Finance, Sayı 88.