

# SERMAYE PİYASASI HUKUKU AÇISINDAN ASİMETRİK BİLGİ SORUNLARI VE ÇÖZÜM YOLLARI

## ASYMMETRIC INFORMATION PROBLEMS IN CAPITAL MARKET LAW AND SOLUTION PATHS

Arş. Gör. Ahmet Fevzi KİBAR\*

### ÖZET

Doğru ve tam bilgi ile güven, sermaye piyasasının temel yapı taşlarıdır. Güvenin olmadığı bir piyasada yatırım olmaz. Bu sebeple bilgi yatırımcının güvenine ulaşmak için açılan bir yoldur. Yatırımcı güveni ile ihraççının sermaye isteği arasındaki uzak mesafeleri kavuşturan yol bilgidir. Bilgi, olmayan güveni ortaya çıkarır; mevcut güveni ise, korur. Netice olarak bilgi, güven içindir. Asimetrik bilgi diğer bir tabirle bilgi eksikliği, piyasadaki beklenen verimin alınmasına engel olur. Piyasa verimsiz ve meyvesiz bir ağaca döner. Asimetrik bilgi kuramı, yanlış, hileli veya eksik bilginin piyasayı nasıl etkilediğini ortaya koyan ve bu duruma çözüm yolları sunan modern bir görüştür. 1970 yılında ortaya atılan bu kuram, iktisat alanıyla ilgilenen birçok çevrede geniş yankı uyandırmış, iktisadi ve hukuki çevrelerde üzerinde uzun soluklu düşüncüler meydana getirmiştir. Bu düşüncüler asimetrik bilgi kavramını, bir teoriden öteye taşımış ve asimetrik bilgi iktisadi alanda vazgeçilmez bir temel unsur haline gelmiştir. Ayrıca asimetrik bilgi, sermaye piyasasının temel ilkesi olarak kabul edilen yatırımcının korunması ilkesine de apayrı bir yorum getirmiş; yatırımcının bilgi eksikliğinin giderilmesinin sermaye piyasası için ne kadar önemli olduğunu ortaya koymuştur. Asimetrik bilginin temel bir unsur olarak kabul edilmesi üzerine yatırımcının bilgi eksikliğini gidermek, böylece piyasaya olan mevcut güveni korumak ve olmayan güveni inşa etmek için Türk hukukunda çeşitli çözüm yolları geliştirilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Asimetrik Bilgi, Yatırımcının Korunması İlkesi, Piyasa Denetimi.

### ABSTRACT

Accurate and complete information and trust are the basic building blocks of the capital market. There is no investment in a market that is not trustworthy. For this reason, information is the way to build the trust of investors. It is the path that links the distances between investor's trust and the issuer's capital demand. Knowledge brings non-trust to light, while preserving existing trust. As a result, information is for trust. Asymmetric information, in other words the lack of information, prevents to get the efficiency of the expected yield from the market. The market turns inefficient and fruitless. In the framework of asymmetric information theory, it is a modern view that reveals how wrong, fraudulent or incomplete information affects the market and offers solutions to this situation. This theory, which was put forward in 1970, has created wide repercussions in many circles interested in the field of economics and has brought long-term thoughts on economical and judicial circles. These thoughts carried the asymmetric information position beyond the theoretically so that asymmetric information become an indispensable element in the economic field. In addition, asymmetric information has brought a new approach to the principle of investor protection, which is regarded as the fundamental principle of the capital market. In this direction, it has been revealed how important it is for the capital market to resolve the investor's lack of information. Asymmetric information has been regarded as a fundamental element and various solutions have been developed in Turkish law to resolve investor's lack of knowledge so as to maintain existing trust in the market and solve the non-trust.

**Keywords:** Asymmetric Information, Investor Protection Principle, Market Control.

\* Yalova Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Medeni Hukuk Anabilim Dalı Araştırma Görevlisi,  
(e-mail : ahmetfevzikipar@gmail.com) (Geliş Tarihi: 07.05.2018 / Kabul Tarihi: 01.10.2018).

## GİRİŞ

Çalışmamızın asıl konusu asimetrik bilginin sermaye piyasası hukuku açısından incelenmesidir. Asimetrik bilgi kuramı, sermaye piyasasında meydana gelen durgunluk ve daralmaları dolayısıyla kriz çıkmazlarını engellemeyi amaçlarken, diğer yandan bunun yatırımcının bilgi eksikliğinin giderilmesiyle mümkün olduğunu ortaya koymaktadır. Doğru bilgi, doğru yatırım; doğru yatırım ise, yatırımcının aldatılmasının önlenmesini doğurur. Dolayısıyla asimetrik bilgi kuramının ortaya koyduğu çözüm yatırımcının korunması ilkesine dayanmaktadır.

Yatırımcının korunması ilkesi sermaye piyasasıyla birlikte doğmuş ve gelişmiştir. Ancak asimetrik bilgi kuramı yatırımcının korunması ilkesine ayrı bir soluk getirmiştir. Zira bu kurama göre yatırımcının bilgi eksikliği doğrudan piyasayı etkilemekte ve kendisinden beklenen verim ve neticenin elde edilmesine engel olmaktadır. Bu sebeple yatırımcının doğru şekilde bilgilendirilmesi hem piyasanın istikrarı hem de yatırımcının korunması açısından öğretideki görüşler<sup>1</sup> tarafından kabul edilmiş bir kuramdır. Buna binaen önce yatırımcının korunması ilkesini inceleyeceğiz.

## I. YATIRIMCININ KORUNMASI İLKESİ

### A. ÖNEMİ

Sermaye piyasaları büyümenin ve iktisadi kalkınmanın temel birleşenlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Bu açıdan, sermaye piyasaları ihraççılar<sup>2</sup> ve yatırımcılar<sup>3</sup> için çok sayıda ve çeşitli

yatırım olanakları sunmaktadır. Öte yandan, güçlü ve etkin sermaye piyasası düzenlemeleri veya hukuku ise, bu piyasaların gelişimi ve piyasaya olan güvenin sağlanması bakımından hayati önem taşımaktadır.<sup>4</sup>

Sermaye piyasasına yönelik hukuki düzenlemelerin temel amacı ve en önemli konularından birisi yatırımcıların korunmasıdır.<sup>5</sup> Siyasal sistemler sermaye piyasalarındaki işlemlerin düzenlenmesi gereğini kabul etmişler ve bu düzenlemelerde yatırımcının korunması geleneksel amaç olmuştur.<sup>6</sup>

Sermaye piyasası şirketlerin fon ihtiyacını karşılamak amacıyla doğmuştur. Bu fonu sağlayacak olanlar yatırımcılardır. Yatırımcı bulunamazsa yahut mevcut yatırımcının piyasaya olan ilgi ve güveni kırılırsa, piyasaya sıcak para akışı sağlanamaz. Böylece sistem meyvesiz ağaca döner. Dolayısıyla yatırımcıyı ve güvenini korumak sermaye piyasasını işler halde tutmanın ön şartıdır. Bir diğer deyişle; güven yoksa para yok, para yoksa sermaye yok; sonuç olarak güven yoksa sermaye yoktur denilebilir. Aksi ifadeyle söylemek gerekirse; ne kadar güven, o kadar sermaye diyebiliriz. Sermaye piyasasında güven ile sermaye akışı arasında böyle çok sıkı bir bağ mevcuttur.

veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonlarını, (m.3/h), Kurul: Sermaye Piyasası Kurulunu (SPK), (m. 3/n) ifade eder (6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (30.12.2012), 28513 sayılı Resmî Gazete).

<sup>3</sup> Yatırımcı (*Investor*): Bir yatırım şirketine yatırım faaliyeti kapsamında nakit veya finansal araçlarını emanet eden gerçek veya tüzel kişiyi, Avrupa Birliği Konseyi (ABK) madde 1 gereğince ise, gelirini artırmak amacıyla, fon ihtiyacı içinde olan şirketlerce sunulan sermaye piyasası araçlarını satın alan kişi, kurum ve işletmeleri ifade etmektedir (**İhtiyar**, Mustafa (2006), Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, 1.Baskı, İstanbul, Beta Basım A.Ş., s. 107).

<sup>4</sup> **Çetin**, Nusret, "Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XV, 2011, s. 3-4.

<sup>5</sup> **Ünal**, Oğuz Kürşat (1988), Menkul Kıymetler (Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler), 1.Baskı, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 1.

<sup>6</sup> **Stigler**, George (1971), 'The Theory of Economic Regulation' Bell Journal of Economics and Management Science, Spring: pp. 3-21.

<sup>1</sup> G.A. **Akerlof** & M. **Spence** & J. **Stiglitz** vd.

[https://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2001/popular.html](https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/popular.html).

<sup>2</sup> İhraç (*ing. issue, emission*): sermaye piyasası araçlarının ihraççılar (özellikle anonim ortaklıklar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışını ifade eder (m.3/ğ),

İhraççı: Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan

Sermaye Piyasası, üç ayaklı bir masa gibidir. Bu masanın tabii iki ayağı şirketler ve yatırımcılar idi. Ancak 1930 Buhranında iki ayaklı olarak kurulan masa devrilmiş, üzerindeki birikimler dağılmıştır. Bu durum, masanın denge unsuru olacak ve her iki tarafın menfaat ve yararını gözetecek, birbirlerine zarar vermelerini engelleyecek bir denetçi ayağa olan ihtiyacı göstermiştir. Nitekim masanın zayıf ayağını güçlendirmek diğer sağlam ayağın da menfaatinedir, zira masanın çöküşü her bir ayağı yıkıma götürür. Bu sebeple yatırımcının korunması sermaye hukukunun doğmasında ve gelişmesinde esaslı bir işleve sahiptir.

Buhran sonrası farkına varılan durum üzerine, ABD’de çıkarılan 1934 tarihli yasada,<sup>7</sup> gerek menkul kıymetler borsalarında ve gerekse borsa dışı piyasalarda menkul kıymet alım satım işlemleri, yatırımcıların ve genelde kamuoyunun çıkarlarını korumak amacıyla çeşitli hükümlerle düzenlenmiştir. Bu hükümler, yanlış tanıtmaya (misrepresentations), aldatma (deceit), piyasa dolandırıcılığı (market manipulation) ve diğer hileli işlem ve uygulamaları önlemeye; açık, dürüst ve düzenli (open, fair and orderly) bir piyasanın oluşmasını sağlamak üzere, adil ve eşit (just and equitable) ticaret ilkelerini geliştirmeye, sürdürmeye ve böylece yatırımcıyı korumaya yöneliktir.<sup>8</sup> Bir diğer örnekse, ABD’de sermaye piyasasında aracı kurum ve komisyoncuların ödeme güçlüğüne düşmesi ve iflas etmesi nedeniyle yatırımcıların bu durumdan zarar görmesi üzerine, 1970 yılında Menkul Değerlere Yatırım Yapanların Korunmasına İlişkin Yasa (Securities Investor Protection Act of 1970-SIPA) çıkarılmıştır.<sup>9</sup>

Ülkemizde, yaşanan ‘bankerler krizi (80’ler)’ ve 90’larda yaşanan sarsıntılar<sup>10</sup> yatırımcının

korunmasının gerekliliğini ve önemini ortaya koymuştur. Bu durum kendini sonrasında yapılan hukuki çalışma ve düzenlemelerde göstermiştir. Örnek olarak kısaca SerPK’nın ilk maddesini gösterebiliriz: “*Bu Kanunun amacı; sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir.*”<sup>11</sup> Bu madde genel olarak sermaye piyasası hukukunun temel esaslarını ve felsefesini özetlemektedir.

Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonu Örgütü (The International Organization of Securities Commissions, IOSCO) tarafından yayımlanan Sermaye Piyasası Düzenlemelerinin Amaçları ve İlkeleri (Objectives and Principles of Securities Regulation) adlı raporda, sermaye piyasası düzenlemelerinin üç temel esas üzerine olduğu ifade edilmektedir. Bu esaslar; yatırımcının korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf oluşunun sağlanması ve sistemik riskin azaltılmasıdır. Bu üç esas arasında süreklilik arz eden yakın bir ilişki mevcuttur.<sup>12</sup>

Çetin,<sup>13</sup> sermaye piyasası düzenlemelerinin bu üç temel esası arasında aslında öncelik-sonralık

*Bu durum, piyasaya ve aracılık yapan kuruluşlara olan güveni sarsmıştır. Sarsılan güvenin yeniden sağlanması için 28.07.1981 tarihinde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kabul edilmiştir. Bu düzenleme ile sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması, yatırımcıların hak ve yararlarının korunması amaçlanmıştır (Mülga SerPK m.1). Fakat anılan düzenlemeler de tek başına yatırımcının korunması için yetersiz kalmıştır. Nitekim, 1994’te meydana gelen ve sermaye piyasalarını da etkileyen ekonomik kriz, çok sayıda aracı kurumun iflasına sebep olmuş ve yatırımcılar aracı kurumlarda bulunan menkul kıymetlerini ve nakitlerini alamamışlardır. Yatırımcıların uğradığı zararların bir kısmının karşılanması için, SerPK’ya 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanununun 23. maddesi ile eklenen 46/A hükmü ile “Yatırımcıları Koruma Fonu”nun kurulması öngörülmüştür” (Kaytaç, Ali İhsan (2016), “6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanununa Göre Yatırımcı Tazmin Sistemi”, MÜHF HAD, Cilt: 22, Sayı: 3, s. 1628).*

<sup>7</sup> Menkul Değerlerin Alım Satımı Yasası (Securities Exchange Act Of 1934), ABD.

<sup>8</sup> **Küçüksözen**, Cemal (1999), Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açından Değerlendirilmesi, 1. Baskı, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, s. 35

<sup>9</sup> **Küçüksözen**, s. 43

<sup>10</sup> “1980’li yılların başında bankerlerin tahvil vb. menkul kıymetleri kullanarak para toplamaları ve bunu yönetemeleri Türkiye’de sermaye piyasasını etkileyecek büyüklükte bankerler krizine sebep olmuştur. Bunun sonucunda birçok banker ve banka batmış, binlerce yatırımcı zarar görmüştür.

<sup>11</sup> SerPK m. 1.

<sup>12</sup> **Çetin**, s. 4; Detaylı bilgi için bakınız: The International Organization of Securities Commissions, IOSCO, “Objectives and Principles of Securities Regulation”, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, s.e.t. 28.09.2018.

<sup>13</sup> **Çetin**, s. 4.

ilişkisinin bulunmadığı kabul etmekle beraber, yatırımcının korunması esasının diğerlerine oranla sermaye piyasası düzenlemelerinin merkezinde yer aldığını savunmak da mümkündür. Nitekim yatırımcının korunması, sermaye piyasalarında düzenleme yapmanın en önemli gerekçelerinden biridir. Yatırımcılar, sermaye piyasalarındaki faaliyetleri açısından üç farklı role sahiptirler: Bir ihracçının menkul kıymetlerine yatırım yaptıklarında katılımcı<sup>14</sup> sıfatına, ikincil piyasalarda<sup>15</sup> menkul kıymetlerin alım satımını yaparken piyasa oyuncusu sıfatına, finansal aracı kuruluşlarca sağlanan hizmetleri tüketirken bu kuruluşların müşterisi sıfatına haiz olurlar. Yatırımcının katılımcı sıfatıyla hareket etmesi neticesinde ortaya çıkan temel problem, yatırımcılar ile ihracçılar arasındaki asimetric bilgi sorunudur.<sup>16</sup>

İhraççıların, yatırımcılara nazaran kendileri ve ihrac ettikleri menkul kıymetler hakkında iyi ve yeterli bilgiye sahip oldukları açıktır. Bazı ihracçılar, sözü edilen konularını kötüye kullanarak, yatırımcılar için hayati önemi haiz bazı bilgileri gizlemek veya yanlış ve yanıltıcı bilgileri kamuya açıklamak suretiyle, yatırımcıları yanıltmaya, dolayısıyla onların bilgiye dayalı/bilgilenmiş bir şekilde yatırım kararı almalarını engellemeye çalışmaları ihtimal dâhilindedir. Bu asimetric bilgi sorununun yanı sıra, özellikle halka açık anonim ortaklıkların pay sahipleri, ortaklık kontrolünün ele geçirilmesi, el değiştirmesi ve buna ilişkin gelişmeler konusun-

da hassas ve zayıf durumdadırlar. Bu hassasiyet, bir yandan yatırımcıların ortaklığın kontrolüne ilişkin bilgilere erişimi konusunda asimetric bilgi sorununu oluştururken, diğer taraftan ortaklık kontrolünde meydana gelen değişimler sonucunda, yatırımcıların söz konusu değişimler karşısında çaresiz kalması, haksız uygulamalara maruz bırakılması gibi sorunlara da neden olabilmektedir.<sup>17</sup>

## B. TEORİLER

Yatırımcının korunmasının amaç edinildiği hukuki düzenlemelerde dikkat edilmesi gereken nokta; yapılan düzenlemelerin piyasada bulunan ihracçılara aşırı bir maliyet yükü çıkarmamasıdır. Lakin her ne kadar yeterli ve doğru bilgi yatırımcılara sunulsa da, yatırımcının yapacağı işlemlerde kârın yanında bir riskin de bulunduğu ticaretin yadsınamaz bir gerçeği olduğu unutulmamalıdır.<sup>18</sup> Bu gerçeklerden hareketle yatırımcıyı korumada iki farklı yaklaşıma ulaşılmıştır: Liyakat ve Kamuyu Aydınlatma yaklaşımlarıdır. Kanımızca bu iki teoriyi sırasıyla önleyici ve uyarıcı yaklaşım olarak vasıflandırabiliriz.

Önleyici nitelik arz eden liyakat yaklaşımına göre, kanunen görevlendirilen kamu kuruluşu riski yüksek yatırımların piyasaya çıkmasını önler ve henüz yatırım yapmadan önce yatırımcıyı korumayı amaç edinir.<sup>19</sup> Kamuyu aydınlatma yaklaşımında ise yatırımcıya yatırımın içerdiği risk derecesini değerlendirmesine olanak sağlayacak düzeyde bilgi verilmesi amaçlanır. Bu ilkeye göre yatırımcının, hem yatırım yapma anında hem de yatırım yaptıktan sonra bilgilendirilme yoluyla korunması amaçlanmaktadır.

Liyakat yaklaşımına göre, sermaye piyasası araçları, henüz piyasaya sürülmeden önce ilgili kamu kurumunca değerlendirmeye tabi tutulmaktadır. Bu değerlendirme sonucunda, sermaye piyasası aracını piyasaya sürmek isteyen şirketin yeter-

<sup>14</sup> Bu katılım ilişkisi sayesinde yatırımcılar, ihracçıların finansman ihtiyacını gidermeye katılmaktadırlar. Ancak, bu katılım ilişkisi neticesinde ortaya çıkan hukuki münasebetler, elde edilen menkul kıymetin niteliğine göre değişmektedir. Şöyle ki; pay senetlerine yatırım yapılması halinde, hissedarlık ilişkisi ortaya çıkarken, tahvil, bono gibi menkul kıymetlere yatırım yapılması halinde ise ihracçı ile yatırımcılar arasında alacaklı- borç ilişkisi ortaya çıkmaktadır (Çetin, s. 5).

<sup>15</sup> Birincil piyasalar; yeni ihrac olunan sermaye piyasası araçlarının, bu araçları satın alan kimselere (yatırımcılara), bedelleri karşılığında teslim edildiği piyasalara verilen addır. İhraççının sermaye piyasasından fon elde etmesi birinci el piyasalarda olur. İkincil piyasalar; daha önce çıkarılmış olan sermaye piyasası araçlarının alınıp satıldığı piyasalardır. İkincil piyasa, menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasaya talep oluşturur ve onun gelişmesini sağlar (Memiş, Tekin & Turan, Gökçen (2015), Sermaye Piyasası Hukuku, 1. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, s. 23-24).

<sup>16</sup> Çetin, s. 4.

<sup>17</sup> Çetin, s. 6.

<sup>18</sup> İhtiyar, s. 92 vd.

<sup>19</sup> Küçüksözen, s. 15; Kaytaz, Ali İhsan (2010), 'Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması', (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, s. 39.

lilik, karlılık ve verimlilik durumu ile yatırımın risk analizi yapılmaktadır. Bu değerlendirmeler kamu kuruluşu tarafından olumlu görülürse şirketin halka arz işlemine izin verilmektedir. Kamuyu aydınlatma ilkesine göre ise, piyasayı denetleyen ilgili kamu kuruluşu risk analizini yatırımcının kendisine bırakmaktadır. Bu ilkeye göre ilgili kamu kuruluşunun görevi, halka arz ile ilgili doğru, tam ve uygun zamanda bilgi verilip verilmediği hususunu denetlemektir. Böylece ilgili mevzuata uygun şekilde bilgilendirmede bulunan her şirket (hatta şirket iflas durumunda olsa bile) sermaye piyasası araçlarını halka arz edebilecektir.<sup>20</sup>

Liyakat yaklaşımı, yatırımcıyı korumak amacıyla ileri sürülen ilk yaklaşımdır.<sup>21</sup> Ancak günümüzde kamuyu aydınlatma yaklaşımı esas alınmaktadır. Türk Hukukuna ise 1992 tarihli kanun değişikliğiyle<sup>22</sup> girmiştir.

**Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı'nın Temel Felsefesi;** yatırım risklerini ortadan kaldırmak değil (ki bu durum sermaye piyasasının temel karakteriyle uyumsuz, bu piyasaya giren herkes karın yanında riskin de olduğunu tabii olarak bilir ve bilmelidir) tasarruf sahibini yapacağı yatırımlar hakkında bilgilendirmektir.

Kamuyu aydınlatma yaklaşımının üç farklı işlevi vardır. **Aydınlatıcı** işlevinde, yatırımcının kamuya açıklanan ve kolayca erişebileceği bilgiler üzerinden karar verebilmesi sağlanmaya çalışılmaktadır. **Koruyucu** işlevde, piyasadaki hile ve aldatmacalara karşı yatırımcının korunması fonksiyonunun yerine getirilmesi amaçlanmaktadır. **Caydırıcı** işlev ile de piyasada gerçekleşmesi ihtimal dâhilinde bulunan hile ve aldatmacalara karşı yatırımcıyı daha baştan uyarmak hedeflenmektedir.<sup>23</sup>

<sup>20</sup> İhtiyar, s. 109; Kaytaç, s. 39 vd.

<sup>21</sup> 1900'lü yılların ilk çeyreğinde, ABD'nin çeşitli eyaletlerinde çıkarılan "Blue Sky Laws" düzenlemelerinde kabul edilen yaklaşımdır. Ayrıca Türk hukukunda 2499 sayılı Kanun değişikliğe uğramadan önce bu yaklaşımı esas almaktaydı (Memiş & Turan, s. 50).

<sup>22</sup> 2499 sayılı Kanun'da 3794 sayılı Kanun'la yapılan değişikliktir.

<sup>23</sup> İhtiyar, s. 260; Kaytaç, s. 43.

Kanaatimizce yatırımcının korunması için temel ilke kamuyu aydınlatma yaklaşımı olmakla birlikte liyakat yaklaşımı da büsbütün terkedilmemeli asgari düzeyde de olsa uygulanmalıdır. İflasın eşliğindeki şirketlerin piyasaya dâhil olmasının önüne geçilmelidir. Çünkü sermaye piyasası bir güven ilişkisinin mahsulüdür. Bu güven bir bütün olarak sistemin sükûti tarafından tesis edilir, kolektif bir faaliyettir. Sistem içerisinde güven ve yatırımdan beklenen bilinç uzun zamanda tesis edilmektedir. Ancak bu güven birkaç şirketin meydana getireceği krizlerle yıkılıp, bütün sistemi bertaraf edebilir. Yani birkaç şirketin yapacağı yanlış, hile veya dolandırıcılık kendileriyle sınırlı kalmaksızın bütün bir sistemdeki varlık sükûti etkisi altına alacaktır.<sup>24</sup>

Yatırımcının korunması sermaye hukukunun temel amaçlarından olduğu gibi bu amaca ulaşmak için ortaya konulan araçlardan birisi de kamuyu aydınlatma ilkesidir.<sup>25</sup> Aralarında amaç-arac ilişkisi söz konusudur. Ayrıca bu ilke birazdan üzerine yoğunlaşacağımız asimetrik bilgi sorunsalının çözümünde de bize yol gösterecektir.

## II. ASİMETRİK BİLGİ (ASYMETRIC INFORMATION)<sup>26</sup>

Uzun süredir iktisat literatüründe yoğun tartışmalara sebep olan, asimetrik ve eksik bilgi-

<sup>24</sup> Bir şirketin faaliyetlerinin bütün sistemi etkilemesine Enron, Worldcom, Lehman Brothers Skandalları örnek olarak verilebilir. Enron Skandalı ile ilgili detaylı bilgi için bakınız; <http://www.hidrokarbonadam.com/global/enron-skandalı-bir-devin-cokusu/>, s.e.t. 27.09.2018; Worldcom haberi için bakınız; <http://www.amerikaninsesi.com/a/a-17-a-2002-06-27-8-1-87863442/797186.html>, s.e.t. 27.09.2018; Lehman Brothers detaylı bilgi için bakınız; <http://odatv.com/lehman-brothersin-iflas-etmesine-neden-goz-yumuldu-3009081200.html>, s.e.t. 27.09.2018.

<sup>25</sup> Kamuyu aydınlatma ilkesiyle ilgili detaylı bilgi için bakınız: İhtiyar, Mustafa (2006), Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, 1. Baskı, İstanbul, Beta Basım A.Ş.

<sup>26</sup> Kendine has yapısı gereği sermaye piyasasında iktisat ve hukuk öğretisi çok sıkı bir irtibat içindedir. Asimetrik bilgi kavramını da akademiye, iktisadi alanda çalışmalar yürüten akademisyenler kazandırmıştır. Kavram ilk olarak G.A. Akerlof'un "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and Market Mechanism (1970)" makalesi ile bilim sahasına adım atmıştır.

lendirme konularının, piyasa başarısızlığına neden olduğu artık neredeyse tüm iktisat akademilerinde kabul edilmiş bir gerçektir.<sup>27</sup> Asimetrik bilginin pek çok modellemeleri mevcuttur. Bu modellemeler genelde 2001 yılında Nobel ödülü kazanan *Akerlof, Stiglitz ve Spence*'in<sup>28</sup> düşünceleri temel alınarak geliştirilmiştir.<sup>29</sup> Asimetrik bilgi kuramı, yaşanan finansal krizleri açıklamayı amaçlayan, hastalığın sebebini teşhis etmeye çalışan modern bir teoridir.

Klasik anlamda asimetrik bilgi, herhangi bir işlem, olay ya da durumla ilgili olarak taraflardan birinin sahip olduğu bir bilgiye diğer tarafın sahip olmaması,<sup>30</sup> bir diğer deyişle taraflar arasındaki bilgi düzeyinin eşit olmaması yahut bilginin taraflar arasında simetrik dağılmaması durumudur. Sermaye piyasası açısından ise, asimetrik bilgi özetle, piyasada işlem yapmak isteyen tarafların, işlem konusu mal ve hizmetler hakkında aynı düzeyde bilgi sahibi olmamaları olarak ifade edilebilir. Örneğin, genellikle finansal bir sözleşmedeki tarafların sahip oldukları veya olabilecekleri bilgi eşit seviyede değildir. Borç alan (veya ihraççı), borç verene (veya yatırımcıya) göre daha avantajlıdır. Çünkü borç alan parayı aktardığı yatırımlar hakkında borç verenden daha fazla bilgiye sahiptir. Yani borç alan ve borç verenin elindeki bilgiler simetrik değildir. Bu durum borç verenin, yapacağı yatırıma güvensizliği sonucunu doğurur. Diğer bir ifadeyle az bilgi, az güveni; az güven ise, az parayı getirir. Netice itibarıyla; bilgi ne kadar az olursa piyasaya akan para da o kadar az olur. Sonuç olarak; ne kadar bilgi, o kadar sermayedir.

<sup>27</sup> **Alp, Salih & Karakaş, Adem** (2008), "Asimetrik Bilgi Teorisi Karşısında Hayek'in Ekonomik Yaklaşımları: Karşılaştırmalı Bir Analiz", *Liberal Düşünce Dergisi*, Sayı: 51-52, s. 215.

<sup>28</sup> *Spence*'in yazıları işgücü piyasasında ki 'sinyal' problemleri üzerine olmakla birlikte Akerlof daha çok limon piyasa modeline odaklanmıştır. Stiglitz ise perdeleme-ayırma (screening) üzerine yoğunlaşmıştır. Stiglitz ve Akerlof daha sonraları özellikle piyasa başarısızlığı ve asimetrik bilgi arasındaki bağlantı konusundaki çabalara odaklanmışlar ve bu akıma yön vermişlerdir. **Boottke, Peter J.** (2002), 'Information and Knowledge: Austrian Economics in Search of its Uniqueness', *The Review of Austrian Economics*, 15: 4, s. 269.

<sup>29</sup> **Alp & Karakaş**, s. 219.

<sup>30</sup> **Çetinkaya, Şahin** (2012), "Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizlerdeki Rolü", *Sakarya İktisat Dergisi*, 1(2), s. 48.

Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal kriz, finansal piyasalardaki bilgi akışının aksadığı ve bu yüzden finansal piyasaların görevlerini yapamadığı bir durumdur.<sup>31</sup> Bunun sonucu olarak fonlar verimli yatırımlara dönüşmez, yatırımlarından dönüt alamayan yatırımcı yatırımlarını azaltır ve sermaye akışının azalması da ekonominin daralması neticesini verir.

## A. TARİHÇESİ

18'inci yüzyıldan itibaren iktisat ilmine değer katmış birçok iktisatçı,<sup>32</sup> ekonomi üzerinde eksik bilginin ne denli büyük sonuçlar doğuracağına vakıf olmuştur. Örneğin; A. Smith, piyasadan para akışını sağlamak adına faiz oranlarını yükselten firmaların beklediğinin aksine, borçluların piyasadan çekildiğini gözlemlemiştir.<sup>33</sup> Bu durum mantıken çözümlenememiştir. Bir diğer deyişle, yüksek faiz daha büyük bir kar getirecek olmasına rağmen tarafları cezbetmek yerine korkutup kaçırmıştır. Zira piyasada yeterli bilgi mevcut değildir ve kişiler böyle yüksek bir faize şüphe ile yaklaşmaktadır. Böylece bu dönem iktisatçıları bilgilendirme problemlerinin farkına varmış ancak tam olarak bu durumu belirli bir disiplin altına da alamamışlardır.

20'nci yüzyılın 2'nci yarısına kadar, piyasadaki bilgilendirme problemi, piyasa başarısızlığının bir delili olarak ortaya konulmamıştır. Bu döneme kadar daha çok kamu malları (public good) ve dışsallıklar bir piyasa başarısızlığı olarak kabul edilmekteydi.<sup>34</sup> Ancak G. A. Akerlof'un "*The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and Market Mechanism (1970)*"<sup>35</sup> makalesi ile asimetrik bilginin bir piyasa başarısızlığı olduğu iktisat literatürüne girmiştir. İlk olarak ikinci el (limon) piyasalarında ardından sigortacılık sektöründe örneklerle 'ters seçim' ve 'ahlaki tehlike' temelinde şekillendirilen asimetrik bilgi kuramı diğer akademik çevrelerin

<sup>31</sup> **Mishkin, Frederic S.** (1999), "Lessons from the Tequila Crisis" *Journal of Banking & Finance* 23, 1521-1533, s. 1523.

<sup>32</sup> Adam Smith, A. Marshal, Weber, Sismondi gibi.

<sup>33</sup> **Alp & Karakaş**, s. 216.

<sup>34</sup> **Alp & Karakaş**, s. 217.

<sup>35</sup> [https://www.sas.upenn.edu/~hfang/teaching/socialinsurance/readings/fudan\\_hsbac/Akerlof70\(2.1\).pdf](https://www.sas.upenn.edu/~hfang/teaching/socialinsurance/readings/fudan_hsbac/Akerlof70(2.1).pdf), s.e.t. 27.09.2018.

de katılımıyla diğer birçok alanda (örneğin, hukuk) gözlemlenebilir hale gelmiştir<sup>36</sup>.

Sonuç olarak asimetrik bilgi kavramı, ters seçim (*adverse selection*) ve ahlaki riziko (*moral hazard*) olarak iki tür probleme yol açar. Ters seçim, finansal işlemden önce; ahlaki riziko ise, finansal işlemden sonra meydana gelir.

### 1. Ters Seçim: Limon (Lemons) Problemi

Ters seçim probleminin finansal piyasanın işleyişine nasıl etki ettiği G. A. Akerlof'un ünlü makalesinde<sup>37</sup> anlatılmıştır. Problemin limon olarak adlandırılmasının sebebi; araba piyasasındaki sorunlu arabaların<sup>38</sup> neden olduğu problemlere benzer nitelikte olmasındandır.

#### a. Genel Olarak

G. A. Akerlof'a göre, bu piyasada otomobil satıcısı potansiyel bir alıcıdan daha fazla bilgiye sahiptir ve bu bilgilendirme farklılığı bir 'ters seçim' (*adverse selection*) kaynağıdır. Akerlof, otomobil piyasasında 4 çeşit arabayı varsaymıştır: Henüz kullanılmamış 1. el arabalar, kullanılmış olan 2. el arabalar, iyi durumda olanlar ve limonlar (kötü durumdaki arabalar). Yeni bir otomobil, iyi veya limon olabilir. Aynı durum kullanılmış araçlar için de geçerlidir. Piyasadan otomobil almak isteyen kişiler, arabanın iyi mi yoksa limon mu olduğunu bil(e)meden bir otomobil satın alırlar. Bu şartlarda araçların durumu hakkında yeterli bilgiye sahip olmayan potansiyel alıcı, ortalama kalitedeki bir araca verilebilecek ortalama bir fiyat ödemeye kendisini hazır edecektir. Böylece otomobilleri iyi nitelikte olan satıcılar, araçlarını ortalama fiyattan satmak istemeyecekleri için piyasadan araçlarını çekeceklerdir. Ancak otomobillerinin limon niteliğinde olduğunu bilen satıcılar için bu ortalama fiyat, gayet iyi bir teklif olacak ve araçlarını satacaklardır. Sonuçta iyi nitelikteki otomobiller piyasayı terk edip kötü nitelikteki otomobiller (limonlar) piyasaya hâkim olacaktır. Kötü arabalar piyasaya hâkim olunca da ters seçim

problemi doğacaktır.<sup>39</sup> Böylece kötü nitelikteki arabalar hak ettiği değer üzerinde ödemeye hazır alıcıyı bulurken; iyi nitelikteki araç için, hak ettiği değeri ödeyen alıcı bulunamayacaktır.

Örnekte görüldüğü üzere ters seçim problemi taraflar arasında yapılması planlanan işlem yapılmadan önce (örneğin, satış sözleşmesi akdedilmeden önce) ortaya çıkmaktadır.<sup>40</sup> Problemin doğmasına sebep olan şey ise, bilgi eksikliğinin bizatihi kendisidir. Eğer taraflar simetrik (eşit) bilgiye sahip olsalardı (örneğin, alıcılar satıcılar kadar araçlar hakkında bilgi sahibi olsaydı) iyi araçlara yüksek fiyatlar, kötü araçlara düşük fiyatlar teklif edilecekti. Böylece iyi araçlar piyasadan çekilmeyecek ve piyasadan beklenen verim elde edilecekti.

#### b. Finansal Piyasada

Akerlof, yukarıda izah edildiği üzere araba piyasasında ortaya çıkan durumun, finansal piyasalarda da olabileceğini ileri sürmüş ve sigorta piyasasını örnek göstermiştir. Örneğin, 65 yaşın üzerindeki insanların sağlık sigortası yaptırmak istemedikleri bilinen bir gerçektir. Zira artan sağlık riski sigortacıları yüksek primler belirlemeye sevk etmektedir. Ortaya çıkan bu durum için doğası gereğidir ve başlangıçta mantıklı olan da bu çözüm gibi durmaktadır. Ancak sigorta fiyatları, riski karşılayacak kadar yüksek belirlenirse ters seçim etkisi ortaya çıkacaktır.<sup>41</sup>

Sigortanın fiyatı arttıkça, sigorta yaptırmak isteyen kişiler gerçekten sigortalanmaya ihtiyacı olduğunu hisseden insanlar olacaktır. Nitekim bu durum sigorta yaptıran kişilerin, sağlık durumu ortalamadan daha kötü olan insanlar olması neticesini doğuracaktır. Zira sigorta yaptıracak şahıslar kendi sağlık risklerini, sigorta şirketinden daha iyi bilmektedirler. Böylece sigorta şirketi riski karşılamak amacıyla fiyatları yükselttikçe, fiyat yüksekliğinden çekinen daha sağlıklı insanlar sigorta yaptırmaktan vazgeçecektir. Netice itibarıyla sigorta yaptırmak isteyenler sadece sağlık riski yüksek

<sup>36</sup> Sarıkaya, Murat (2002), "Asimetrik Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler" Cumhuriyet Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 3, Sayı 2, s. 99.

<sup>37</sup> The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and Market Mechanism (1970).

<sup>38</sup> ABD'de konuşma dilinde bu tür otomobiller limon diye adlandırılmaktadır.

<sup>39</sup> Akerlof, George A. (1970), The Market For 'Lemons': Quality Uncertainty And The Market Mechanism, Vol. 84, No. 3, s. 489 vd.

<sup>40</sup> Sarıkaya, s. 100.

<sup>41</sup> Akerlof, s. 492.

olan kişiler olacaktır.<sup>42</sup> Bu durum ise, sigorta şirketinin aleyhine sonuçlanacaktır.

Limon problemi, borç piyasaları ve pay senedi piyasaları gibi finansal piyasalarda da ortaya çıkabilir. Pay senedi almayı düşünen potansiyel yatırımcıların geneli,<sup>43</sup> kâr getirisi yüksek ihtimalli ve düşük riskli (iyi) bir pay senedi ile kâr getiri ihtimali düşük ve yüksek riskli (kötü) bir pay senedi arasındaki farkı ayırt edemez. Bu sebeple yatırımcının ödemeye hazır olduğu fiyat, ortalama kalitedeki (kâr getirisi ve riski dengede olan) bir pay senedi fiyatı kadar olacaktır. Bu fiyat, kötü kalitede hisse senedi ihraç eden firmanın hisse senedinin fiyatı ile iyi kalitede pay senedi ihraç eden firmanın hisse senedinin fiyatı arasındaki bir fiyat olacaktır. Bu durumda pay senetlerinin iyi kalitede olduğunun farkında olan (iyi) ihraççılar senetlerini bu fiyattan satmaya razı olan şirketler ise, elinde kötü kalitede pay senedi bulunan (kötü) ihraççılar olacaktır. Böylece taraflar arasında oluşan bilgi düzeyindeki eşitsizlik nedeniyle finansal piyasada ters seçim etkisi piyasasının etkin çalışmasına engel olacaktır.

Yatırımcının bilgi eksikliği firmaların sermaye piyasasından bekledikleri verimi elde edememesi sonucunu doğuracaktır. Bu durum firmaların, yatırımcıdan daha büyük bir zarar görmelerini netice verecektir. Piyasaların etkin düzeyde çalışmaması, ayrıca ülke ekonomisini olumsuz yönde etkileyecektir. Dolayısıyla yatırımcının bilgi eksikliğinin giderilmesi kamusal bir yarardır. Sanılanın aksine, sözleşmenin zayıf tarafı görünen, güçlü görünenden etki gücü olarak daha güçlüdür.

Sonuç olarak; meşhur bir atasözü olan '*insanı yaşat ki devlet yaşasın*' sözünü burada '*yatırımcıyı koru ki piyasa işlesin*' olarak revize edebiliriz.

## 2. Ahlaki Riziko

Ahlaki riziko, taraflar arasında işlem gerçekleştirildikten sonra ortaya çıkan bir asimetric bilgi problemidir. Borç verenler (veya yatırımcı), borç alanların (veya ihraççının) yatırım projelerinin

kalitesini belirleme güçlüğü yaşarlar. Borç alanlar, borç vereni zarara uğratabilecek, riskli ve temerrüt olasılığını artıran faaliyetlerle uğraşma güdüsüne sahiptirler.<sup>44</sup> Ahlaki tehlike sorunlarına kredi ve finans piyasalarında oldukça sık rastlanabilmektedir. Bu noktada kredi alan (veya ihraççı), kredi verene (veya yatırımcıya) karşı ahlaki olmayan (arzu edilmeyen) faaliyetlerde bulunarak, kredi verenin çıkarını zedelemektedir. Yatırımcının bilgisi dışında yapılacak bu riskli davranış ve faaliyetler, yatırımcının sağladığı krediyi geri ödenme riski altına sokmaktadır. Ahlaki riziko durumunda, krediyi alan ihraççı kısa zamanda çok kazanç elde edilebilecek ancak riski yüksek projelere yatırım yapmaktadır. Böylece proje başarılı olursa yüksek kar elde edecek ve bundan kazançlı çıkacaktır ancak eğer sermayeyi kaybederse kaybın getireceği zararın büyük kısmına yatırımcı katlanacaktır.<sup>45</sup>

Sonuç olarak: Eksik bilgi, sahibinin ters seçim (adverse selection) yapmasına ve fazla bilgi sahibi bakımından da bunun kötüye kullanılmasına (moral hazard) zemin hazırlar. Öte yandan, bu problem profesyonel yönetim ilişkilerinde (özellikle anonim şirket yönetimlerinde), yöneticinin sahip olduğu asimetric bilgiyi, kendi lehine, fakat şirket aleyhine kullanması problemine de kapı aralamaktadır.<sup>46</sup>

## B. ASİMETRİK BİLGİYİ DOĞURAN ESAS SEBEPLER<sup>47</sup>

### 1. Yatırımcının Bilgi Eksikliği

#### a. Finansal Okur-yazarlığın Eksikliği (İç Etken)

Büyük bir ekonomik değişim alanı olan sermaye piyasası "*profesyonel*" nitelikte bilgi gerektiren bir alandır. Zira mali tablo ve raporların, izahname gibi bilgi araçlarının gereği gibi anlaşılıp

<sup>42</sup> Akerlof, s. 493.

<sup>43</sup> Bu değerlendirme yatırımcıların büyük çoğunluğunun finansal okuryazarlık seviyesinin düşük olduğu göz önünde bulundurulmuş yapılmıştır.

<sup>44</sup> Mishkin (1999), s. 1523 vd. ; ayrıca detaylı bilgi için bakınız: Mishkin, Frederic. S. (1990), "*Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective*", NBER Working Papers Series, Working Paper No. 3400, pp. 1-38.

<sup>45</sup> Aras, Güler & Müslümov, Alövsat (2004), "*Kredi Piyasalarında Asimetric Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri*", İktisat, İşletme - Finans Dergisi, Sayı: 222, s. 57.

<sup>46</sup> Memiş & Turan, s. 35.

<sup>47</sup> Zikrettiğimiz ve hakkında açıklama yaptığımız sebepler, esas sebepler olup tahdidi değil tadadi bir izah söz konusudur.



değerlendirilebilmesi için öncelikle yatırımcı belli başlı bazı bilgilere sahip olmalıdır. Bu sebeple, piyasada işlem yapmak isteyen yatırımcının kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında piyasaya sunulan bilgileri değerlendirebilecek eğitime sahip olması gerekir.<sup>48</sup> Nitekim bu piyasa sağladığı büyük kârın yanında büyük riskleri de bünyesinde barındırmaktadır. Ancak uygulamaya bakıldığında kolektif yatırımcıların aksine bireysel yatırımcıların genelinde finansal okuryazarlık seviyesinin<sup>49</sup> düşük olduğu gözlemlenmektedir. Bu durum ise kamuyu aydınlatma ilkesinin arzu edilen neticeyi (asimetrik bilgi sorununu ortadan kaldırmak) sağlamasına engel olmaktadır.

Ülke ekonomisinin refahı bireylerin refahını doğrudan etkilediği gibi bireylerin de refahı ülke ekonomisini doğrudan etkilemektedir. Bu durum inkâr edilemez bir gerçektir. Nitekim finansal okur-yazarlığın artması sadece bireysel refahı değil, toplumsal refahı da beraberinde getirecektir. Bir başka açıdan bakıldığında, finansal okuryazarlığın eksikliği asimetrik bilgiyi, asimetrik bilgi ise yanlış ve verimsiz yatırımlara neden olacağı için bireylerin tasarruflarını yitirmesi ile sonuçlanacaktır. Tasarruflarını verimsiz yatırımlara sarf eden bireylerin refah seviyesi düşecektir. Bu durum ise sermaye piyasasına yapılabilecek sonraki yatırımların önünü kesecek ve dolayısıyla sermaye piyasasında, nihayetinde ülke ekonomisinde zarara sebep olacaktır.

<sup>48</sup> **İhtiyar**, s. 113.

<sup>49</sup> *"İnsanların gelişen ve değişen günümüz sosyoekonomik koşullarından, kullanılabilir finansal ürün/hizmetlerin artan çeşitliliği ve karmaşıklığı ile baş edebilmek ve hayatta kalabilmek için finansal okuryazarlık becerilerini geliştirmeleri kaçınılmaz hale gelmiştir. Finansal okuryazarlık becerilerine sahip olmak, hem finansal problemleri çözmek hem de bunları daha önceden öngörüp kaçınabilmek için önemlidir. Bireyler hayatlarının her anında çeşitli kararlar almaktadır. Finansal kararlar ise bireyin geleceğini şekillendiren önemli kararlardır. Parası olan herkes küçük ya da büyük olsun finansal karar almak zorundadır. Burada önemli olan bilinçli ve doğru kararlar alabilmektedir. Bilinçlenmek, tecrübeyle olabileceği gibi eğitimi de olabilmektedir. Ancak tecrübeler her zaman iyi sonuçları netice vermeyebilir."* (Öztürk, Elvan & Demir, Yusuf (2015), "Finansal Okuryazarlık ve Para Yönetimi: Süleyman Demirel Üniversitesi Akademik Personel Üzerine Bir Uygulama", Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD), Ekim 2015 sayısı, s. 114) Bu sebeple pratiğe dönük eğitimler, finansal bilinçlenmeyi netice verebilecek en etkili çözümlerdendir.

Son yıllarda finansal okur-yazarlığın önemi gelişmiş ülkelerce fark edilmiştir. Bireyler hayatları boyunca en basit tasarruflarında<sup>50</sup> dahi finansal kararlar almak zorundadırlar. Bu kararlar sadece bireyi değil toplumu ve ülke ekonomisini topyekün olarak etkilemektedir. Dolayısıyla finansal okur-yazarlık seviyesinin toplum genelinde artmasında ihraççıların ve devlet ekonomisinin büyük menfaati vardır.

## b. Dış Etkenler

Dış etkenler, yatırımcıların kendilerinden kaynaklanmayan bilgi eksikliğidir. Özellikle ihraççılar, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi gereği kamuya sunmaları gereken belge ve bilgileri sunmalarını yahut eksik, hatalı, yanlış olarak sunmaları sonucu, asimetrik bilginin ortaya çıkmasına sebebiyet verirler. Ayrıca ahlaki riziko probleminde de izah edildiği üzere ihraççıların yapılan yatırımları tehlikeye atacak riskli işler yapabilmesi ve ihraççı şirketlerin yöneticilerinin kendi menfaatleri lehine yatırımcıların aleyhine işlemler yürütebilmesi ve bu durumların yatırımcılar tarafından takip edilememesi asimetrik bilginin ortaya çıkmasında diğer bir boyutu teşkil eder.

## 2. Piyasa Dolandırıcılığı (Manipülasyon)

Piyasa dolandırıcılığı (manipülasyon) kavramının, üzerinde uzlaşmış, genel kabul gören evrensel bir tanımı mevcut değildir. Manipülasyon Fransızca kökenli bir kelimedir. Türkçede karşılığı olarak öngörülen sözcük "yönlendirme"<sup>51</sup>dir. Ancak yönlendirme kelime anlamı bakımından olumlu bir manayı haizdir. Halbuki manipülasyon kavramı mana olarak olumsuz bir işlemi nitelemektedir. Dolayısıyla "yönlendirme" kelimesi, manipü-

<sup>50</sup> Mesela bir öğrenci daha küçük yaşlardayken bir kalemi hangi kırtasiyeden alacağına ve hangisinden aldığına daha karlı çıkacağına karar vermektedir. Kırtasiyenin ayakta kalabilmesi için öğrencilerin kendinden alışveriş yapması gerekmektedir. Öğrenciler alışverişleriyle kırtasiyenin geleceğini şekillendirmektedirler. Bu sebeple kırtasiyeciler öğrencilerin kendisinden alışveriş yapılmasını cazip hale getirmelidir. Eğer küçük yaşlardayken, o küçük görünen alışverişlerin neleri netice vereceği kendisine öğretilbilirse olgun bir birey haline geldiğinde tasarruflarını daha etkin ve verimli kullanabilecektir.

<sup>51</sup> Türk Dil Kurumu, Güncel Türkçe Sözlük, [http://tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5bacc0a3ee25b4.58533102](http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5bacc0a3ee25b4.58533102), s.e.t. 27.09.2018.

lasyon kavramını istenilen şekilde karşılayamamaktadır.<sup>52</sup> Bu sebeple öğretilde, manipülasyonun karşılığı olarak; “*sermaye piyasası araçlarının değerlerini etkileyebilecek hileli hareketler yapmak*”<sup>53</sup> tanımlamaları karşımıza çıkmaktadır. Ancak manipülasyon sadece hareketlerle yapılmaz. Bazen hareketsiz kalınarak da manipülatif neticeler ortaya konabilir. Bu sebeple 6362 sayılı SerPK’ da “*manipülasyon*” terimi yerine “*piyasa dolandırıcılığı*” kavramı kullanılmaktadır.

Piyasa dolandırıcılığının (manipülasyonun) hukuki unsurları özellikle ABD yargı kararlarında olmak üzere öğretilde tartışmalıdır.<sup>54</sup> Piyasa dolandırıcılığının maddi unsurunu hareket noktası kabul eden kararlar olduğu gibi manevi unsurunu esas alan görüşler de mevcuttur. Ancak özü itibarıyla piyasa dolandırıcılığı; serbest piyasada arz ve talebe göre fiyat oluşumunu engelleyen, fiyat oluşum mekanizmasına hileli olarak müdahalede bulunan işlemlerdir. Gerçek arz ve taleple bağlantılı olmadığı halde piyasada belli bir yönde hareket olduğu şeklinde yanlış izlenim oluşturma sonucu doğuran veya salt fiyatlarla oynama amacı taşıyan işlemler, manipülatif kabul edilmiştir. Piyasa dolandırıcılığını sadece görünürdeki işlemlerle sınırlı olarak değerlendirmemek gerekir. Görünürde manipülatif nitelik taşımadığı, dolayısıyla gerçek bir piyasa işleminden farklı görünmediği halde, işlem yapanın amacı, fiyatı yükseltmek veya düşürmek olduğunda bu işlemler de manipülatif kabul edilmektedir.<sup>55</sup> Böylece piyasa dolandırıcılığı, yanlış ve hileli bilgilerin piyasaya karışmasına sebep olduğu için asimetrik bilgiye sebep olmaktadır.

Piyasa dolandırıcılığına benzer bazı kavramlar mevcuttur. Örneğin; fiyat istikrar işlemleri de manipülatif niteliktedir. Zira fiyat istikrar işlemleri de piyasada yapay bir fiyat oluşumuna sebep olur ve yatırımcıyı aldatabilecek bir durum oluşturmaktadır. Ancak fiyat istikrar işlemlerini piyasa dolandırıcılığından ayıran özellik olumsuz anlamda yönlendirme olmayışıdır. Çünkü bu işlemler fiyatı yükseltmek ya da düşürmek amacıyla değil, düşüşü engellemek saikiyle yapılmaktadır.<sup>56</sup> İki kavramı birbirinden ayırmak adına, ABD hukukunda, hilenin, piyasa dolandırıcılığının zorunlu bir unsuru olduğu kabul edilmektedir.<sup>57</sup>

Sermaye piyasasının gelişimini ve güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyen en önemli etken, piyasanın kötüye kullanılması yönündeki işlemlerdir. Bu sebeple piyasa fiyatının korunması kamusal bir görev olarak kanunkoyucu tarafından öngörülmüştür. Piyasa fiyatının yapay ve yanlış olarak oluşmasına sebep olan manipülatif işlemleri önlemek için hukuki, cezai ve idari yaptırımlar<sup>58</sup> Sermaye Piyasası Kanunu’nda öngörülmüştür.

### 3. Bilgi Suistimali (İçerden Öğrenenlerin Ticareti)

Yatırımcılar, finansal piyasada işlem yapmadan önce sahip oldukları yahut yatırım yapmak istedikleri sermaye piyasası araçlarının değerini doğrudan yahut dolaylı biçimde etkileyebilecek bilgileri ve spekülasyonları öncelikle göz önünde bulundururlar. Yatırım kararları açısından sermaye piyasası aracına yahut ihraççısına dair bilgiler son derece önemlidir. Bu sebeple ihraççının faaliyetlerine ilişkin bilgiler düzenli olarak halka açıklanmaktadır.<sup>59</sup> Bu bilgilendirme faaliyeti kamuyu aydınlatma ilkesi gereği aynı zamanda bir kanuni zorunluluk<sup>60</sup> teşkil etmektedir.

<sup>52</sup> **Manavgat**, Çağlar (2008), Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, 1. Baskı, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 7, 89.

<sup>53</sup> **Evik**, Ali Hakan (2004), Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları, 1. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, s. 76.

<sup>54</sup> Bu konuda detaylı bilgi edinmek için bakınız: **Manavgat**, Çağlar (2008), Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, 1. Baskı, Ankara, Bankacılık ve Ticaret H. A. E.

<sup>55</sup> **Manavgat**, s. 11 vd.

<sup>56</sup> **Manavgat**, s. 47.

<sup>57</sup> **Manavgat**, s. 55.

<sup>58</sup> SerPK m. 107, m. 104; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üyelikine ve Üyelik Esaslarına İlişkin Yönetmelik (8 Aralık 2012 tarihli ve 28491 sayılı Resmi Gazete) m. 23, 24, 53/d; detaylı bilgi için bakınız: **Şensoy**, Deniz (2013), “Manipülasyon; Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar”, Ankara Barosu Dergisi, S. 3, s. 369-402.

<sup>59</sup> **Esen**, M. Fevzi (2015), “Finansal Piyasalarda Bilgi Asimetrisi Kaynakları ve İçerideki Bilgi”, Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, cilt: 8, sayı: 40, s. 703.

<sup>60</sup> SerPK m. 4 ve 14.

İhraççı veya sermaye piyasası araçlarına dair bilgiler sermaye piyasalarında ekonomik getiri ve kayba kolayca dönüşebilmektedir. Bu sebeple henüz kamuya açıklanmamış “içerideki bilgi”lere<sup>61</sup> kolayca erişebilecek veya erişim sağlayan şahısların,<sup>62</sup> bu bilgileri kullanarak menfaat elde etmeye çalışması sonucunda, piyasada bilgi asimetrisi oluşmaktadır. Öğretide içerden öğrenenlerin ticareti olarak isimlendirilen faaliyet, Sermaye Piyasası Kanunu’nda bilgi suistimali suçu (m. 106) olarak düzenlenmektedir.

Piyasalardaki bilgi kaynaklı problemlerden olan içeriden öğrenenlerin ticareti, piyasada şeffaflık ilkesinin uygulanmasını engellemekte, yatırımcıların eşit şartlarda, aynı bilgilere sahip olarak rekabet etmesinin önüne geçmekte, bunun sonucu olarak yatırımcıların piyasaya olan güvenini sarsmaktadır.

Örneğin, bilgi asimetrisine sebebiyet veren bu tür bilgi suiistimalleri dolayısıyla ABD ekonomisi her yıl altı yüz milyar doların üzerinde bir zarara uğramaktadır. Manipülasyonlar, içerden öğrenenlerin ticaretleri gibi bilgi asimetrisine sebebiyet veren problemlerin, ekonomide meydana getirdiği bu denli büyük hasarlar dikkate alındığında, piyasanın ihtiyacı olan doğru, tam ve amaca uygun bilginin sermaye piyasası için ne denli gerekli bir temel yapı taşı olduğu anlaşılabilir.<sup>63</sup>

### C. SİMETRİK BİLGİYİ ve YATIRIMCININ GÜVENİNİ SAĞLAMAYA YÖNELİK ÇÖZÜMLER<sup>64</sup>

Sermaye piyasası sistemine dâhil olan ihraççı, yatırımcı ve diğer tarafların aralarındaki doğru ve tam bilgi aktarımını sağlayabilecek güvenli yolların geliştirilmesi ile piyasalarda ortaya çıkabilecek bilgi asimetrisi asgari seviyeye indirebilecektir. Bundan maksat, hem sermaye piyasasına katılan tarafların (özellikle zayıf konumdaki yatırımcının) haklarını korumak hem de piyasaya dâhil edilmeye çalışılan atıl fonları ülke ekonomisinin gelişmesine katkı sağlayabilecek verimlilikte kullanabilmektir.<sup>65</sup> “Günümüzde ekonomiler için sermaye piyasaları, sermaye piyasaları için de anlamlı ve doğru bilginin önemi her geçen gün artmaktadır. Sermaye piyasalarının etkin bir şekilde çalışabilmesi için fon arz edenlerle fon talep edenler arasında bilgi alışverişinin tam ve kusursuz olması gerekmektedir.”<sup>66</sup> Tam ve kesin bilgiyi sağlamak bir idealdir. Çoğu zaman bu kadar kesin ve tam bilgi aktarımı sağlanamamaktadır. Bu durumda taraflar arasındaki eksikliği tamamlayacak yegâne unsur yatırımcıya temin edilecek yahut yatırımcıda oluşturulacak güvendir. Çoğu zaman yatırımcıda oluşturulacak güven bilgiden daha önemli hale gelmektedir. Yatırımcıların çok azı finansal okur-yazarlığına dayanarak araştırma yapıp yatırım kararı almaktadır. Oysaki yatırımcıların çoğunluğu kendisinde güven oluşturan ihraççıyı seçerek yatırım yapmaktadır.

#### 1. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkeleri

Sermaye piyasası hukukunun en temel ilkelerinden biri kamuyu aydınlatma ilkesi, bir diğeri de şeffaflık ilkesidir. Bu ilkeler, bir yandan sermaye piyasasından beklenen verimi alabilmenin aracı

<sup>61</sup> “Sermaye piyasasında, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyen en önemli unsurlardan birisi bilgidir. Fiyat üzerinde etkili olabilecek, kamuya açıklanmamış bir bilgiye daha önce sahip olan ve bunu kullanan kişi ve kurumların, diğer yatırımcıların aleyhine haksız kazançlar elde etmesi mümkündür. Bunun önüne geçmek için, yatırımcılara tam, doğru ve ayrıntılı bilgilerin eş zamanlı olarak sunulmasını ve yatırımcıların da bu bilgiler ışığında karar vermelerini sağlayan kamuyu aydınlatma ilkesi kabul edilmiştir.” Kaytaç, s. 138.

<sup>62</sup> Kanunda sayıldığı üzere; “a) İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarının yöneticileri, b) İhraççıların veya bunların bağlı veya hâkim ortaklıklarında pay sahibi olmaları nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, c) İş, meslek ve görevlerinin icrası nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, ç) Bu bilgileri suç işlemek suretiyle elde eden kişiler, d) Sahip oldukları bilginin bu fıkra da belirtilen nitelikte bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişiler” (SerPK m. 106).

<sup>63</sup> Esen, s. 706.

<sup>64</sup> Çalışmamızda ifade ettiğimiz çözümler tahdidi değil taddadidir. Asimetrik bilgi sorunsalını çözmeye yönelik hukuki tedbir ve düzenlemeler bunlarla sınırlı değildir ve sınırlı da kalmayacaktır. Sermaye piyasası düzenlemeleri her geçen gün üzerine katarak ilerleyen bir hukuki alandır.

<sup>65</sup> Çörtük, Orcan & Erten, Mustafa (2016), “Türkiye’de Kamuyu Aydınlatmanın Sermaye Piyasasına Etkisi”, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt:45, Sayı:1, s. 65.

<sup>66</sup> Çörtük & Erten, s. 66.

iken, diğer yandan sermaye piyasası hukukunun birer amacıdır. Zira yatırımcının hür iradesiyle yatırım kararı alabilmesi ancak şeffaf bir ortamın sağlanması ile mümkün olabilecektir.<sup>67</sup> Nitekim kamuyu aydınlatma ilkesi ve şeffaflık ilkesi öngörülüş amaçlarına uygun kullanıldıklarında, piyasada faaliyet göstermek isteyenlerin gerçekleştireceği işlemlere ilişkin kamunun erişimine sunulması gereken bilgiler gerçekte olduğu gibi aktarılacak olacaktır.

İki ilke her ne kadar birlikte zikredilse de birbirlerinden ayrıldıkları yönleri mevcuttur. İki ilkenin amacı da asimetrik bilgi sonucu oluşan olumsuzluğu gidermek ise de; kamuyu aydınlatma, belirli bilgilerin kanunen öngörülmüş şekillerde kamuya aktarılmasını sağlarken, şeffaflık ise, piyasa işlemlerinde işlemlerin ve işlemleri icra edenlerin bilinebilmesi ve anlaşılabilmesine hizmet eder. Bu sebeple şeffaflık ilkesi; yatırımcıya tasarrufta bulunacağı sermaye piyasası aracının iyi ve kötü yanlarını aynı anda sunmayı gerektirir.<sup>68</sup>

Uygulamada daha çok kamuyu aydınlatma ilkesinin aktif olarak işletildiği göze çarpmaktadır. Şeffaflık ilkesi henüz bu kadar gelişmemiştir. Ancak 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Genel Gereğesininin 68. paragrafında şu şekilde bir analiz yapılmıştır: “Kamuyu aydınlatma esasında yılsonu finansal tabloları bağlamında ortaya atılmış ve gelişmiş bir öğretilerdir. Daha sonra anonim şirketlerle ilgili her konuda uygulanır bir kapsam kazanmıştır. Kamuyu aydınlatma bugün yerini oldukça büyük bir oranda daha anlaşılır bir kavram olan şeffaflığa bırakmıştır. Şeffaflığın yöneldiği hedef kitleler daha geniştir. Şeffaflık halka açık anonim şirketleri merkez alan bir anlayışın değil, bilgi toplumu yaklaşımının bir ürünüdür. Her iki terimde son elli yıldan beri anonim şirketler hukukunda gün geçtikçe ağırlığını artıran değerleridir.”<sup>69</sup> Gereğesinden de anlaşılacağı üzere şirketler kamuyu aydınlatma ilkesi gereği yükümlü oldukları izahname gibi hukuki araçları kamuya sunmakla hukuki mesuliyetlerinden kurtulurlar. Kamuya sunulan bu hukuki izahlar kamunun bilgilendirilmesi konusunda şirketler

esas alınarak öngörülmüştür. Ancak yatırımcıların birçoğunun finansal okur-yazarlık seviyesi bu izahları anlamaya yetmeyebilir. Bu sebeple kamuya sunulan bilgilerin bir kesim yatırımcıya değil, geneline hitap etme amacıyla kaleme alınması ve şekillendirilmesi, şeffaflık ilkesinin gereğidir. Yani şeffaflık ilkesi kamunun bilgilendirilmesinde yatırımcıyı esas alır.

Şeffaflık kavramı, “sermaye piyasaları açısından, açıklanan bilginin ilgilileri tarafından karar verme süreçlerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit bir biçimde kamunun kullanımına sunulmasıdır.”<sup>70</sup> İdeal manasının bu şekilde ifade edildiği şeffaflık kavramının, piyasalarda kendisinden beklenen olumlu etkinin doğabilmesi için bazı ön şartlar mevcut olmalıdır. Bunlardan biri, piyasaya bilgilendirme yapanların bu konuda yeterli ve istekli olmalarıdır. Bir diğer şart ise, bilgilendirmenin muhatabı olan tarafların, sunulan bilgiler vasıtasıyla bilgilendirme yapan tarafı kolaylıkla değerlendirebilmesidir.<sup>71</sup>

“Öğretide, kamuyu aydınlatma ilkesini ifade etmek üzere; ‘halkın ayrıntılı bir biçimde aydınlatılması’, ‘aleniyeti de içeren genel, toplayıcı bir kavram’, ‘üçüncü kişilerin menfaatlerini koruyan bir ilke’, ‘sermaye piyasasının özünü ruhunu oluşturan bir hukuki müessesese’, ‘menfaat sahiplerinin özel bilgi alma hakkı’ şeklinde açıklamalar yapılmaktadır.”<sup>72</sup> Ancak İhtiyar’a<sup>73</sup> göre bu ifadeler, bütünü kapsamak yerine kavramın çeşitli yönlerini ele almaktadır ve bu sebeple yeterli değildir.

Her ne kadar birbirlerinden ayrı fonksiyonlar içerseler de kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri birbiriyle ilişkili kavramlardır. Bildirimi yapanlar açısından şeffaflık özümzendikçe yapmış oldukları bildirimler nitelik ve nicelik yönünden gelişim gösterecektir. Diğer yandan, sermaye piyasalarını düzenleyici ve denetleyici otoriteler tarafından, bildirimlerin kamuya duyurulma yöntemi

<sup>67</sup> Memiş & Turan, s. 33.

<sup>68</sup> Memiş & Turan, s. 33-34.

<sup>69</sup> 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Gereğesi – no: 068.

<sup>70</sup> Çörtük & Erten, s. 68.

<sup>71</sup> Çörtük & Erten, s. 68.

<sup>72</sup> İhtiyar, s. 60

<sup>73</sup> İhtiyar, s. 61

ve içeriği belirlenerek etkinliği artırıldıkça, şirketlerin şeffaflık düzeyleri de artacaktır.<sup>74</sup>

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren kurum, kuruluş ve şirketler bu iki ilkeye ne kadar uygun hareket ederlerse sermaye piyasası o kadar verimli işler. Bu ilkeler, asimetrik bilgiyi en aza indirmek amacıyla ortaya konulan en etkili çözümlerdir.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesinin iki önemli aracı vardır. Bunlar izahname ve izahnamenin özetidir.

#### a. İzahname

Yatırımcıların piyasaya sürülen (halka arz edilen) sermaye piyasası araçları ve bunların ihraççıları hakkında bilgi sahibi olabileceği en önemli kamuyu aydınlatma araçlarından biri olan izahname,<sup>75</sup> SPK tarafından içeriği tespit edilen ve piyasa araçlarının halka arzında açıklanması gereken bilgileri yatırımcıya sunan bir belge niteliğindedir.<sup>76</sup> Ayrıca izahnamenin hukuki niteliği öğretide tartışmalıdır.<sup>77</sup>

İzahnamede yer alan bilgiler yatırımcılar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve değerlendirilebilecek şekilde sunulmalıdır (SerPK m. 4/2). İzahname, ihraççıya ve ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgiler ile bir özet bölümü de içermek üzere bir veya birden fazla belge şeklinde düzenlenebilir. Özet bölümü ihraççıya, varsa garantöre, garantinin niteliğine ve ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin temel özellik, hak ve riskleri içerecek şekilde kısa, açık ve anlaşılır ifadelerden oluşmalıdır (SerPK 4/4).

İzahname açısından vurgulanması gereken en önemli husus; *“izahname menkul kıymetlerin halka arzında kullanılması gereken en önemli kamuyu aydınlatma aracıdır. Yatırımcının aldatılmasının önlenmesinde en etkili yol, sağlıklı karar vere-*

*bilmesini sağlayıcı bilgilerle donatılmış bir izahnamenin eline geçmesinin sağlanabilmesidir.”*<sup>78</sup> İkinci önemli husus ise izahnameyle yatırımcının buluşma anıdır. Zira izahnamenin yatırımcıyla buluşmaması kamuyu aydınlatma ilkesine aykırı olduğu gibi izahnamenin yatırımcının eline öngörülen vakitte ulaşmaması da ilkeye ters düşen bir durumdur. Çünkü bu durumda da yatırımcı, yatırım kararını eksik bilgilerle verecek ve zarara uğrama riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Bu sebeple izahname, *“yatırım kararı verilmeden önce ve ihraççı şirket tarafından sermaye piyasası aracı satış teklifinin yapıldığı anda yatırımcıya tevdi edilmelidir.”*<sup>79</sup>

İhraççı tarafından sermaye piyasası araçları halka arz edilmeden önce, sermaye piyasası kurulunun belirlediği usul ve esaslara uygun şekilde bir izahname hazırlanması zorunludur (SerPK m.5). *“Kurul, İzahnamede yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen izahname standartlarına göre eksiksiz olduğunun tespiti halinde izahnamenin onaylanmasına karar verir”* (SerPK m.6). İzahnamelerin hepsinde bulunması gereken ortak hususlar şunlardır:<sup>80</sup>

**i. Ortaklık Hakkında Bilgiler:** Şirketin ticaret unvanı, kuruluş tarihi, süresi, merkezi ve şubeleri ile ortak sayısı gibi bilgilerdir. Bu bilgiler arasında, şirketin mevcut sermaye yapısı ve paylarına ilişkin hususlar da bulunmalıdır. İhraççının hangi sermaye sistemini kabul etmiş olduğu bilgisi de bu bölümde yatırımcıya sunulmalıdır.

**ii. Artırılan Sermaye Payları ve Halka Arza İlişkin Bilgiler:** Bu kısımda hisse senetlerinin tertibi, türleri, toplam tutarı, imtiyazlı hisse senedi ihraç edilecek ise, bunlara tanınan imtiyazların niteliği gibi konularda izahnamede yeterli bilgi yer almalıdır. Ayrıca mevcut ortakların yeni pay alma haklarını hangi usul ve esaslara uyarak kullanacakları ve mevcut ortaklara hisse senedi dağıtımından

<sup>74</sup> Arsoy, A.P. (2008), *“Kurumsal Şeffaflık ve Muhasebe Standartları”* Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: X, Sayı: II, s. 24.

<sup>75</sup> Çatakoğlu, Buket (2016), *“Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk”*, Kastamonu Üniversitesi İ.İ.B.F.D., Cilt: 11, Sayı:1, s. 118.

<sup>76</sup> İhtiyar, s. 121.

<sup>77</sup> Bu tartışmalar için bakınız: İhtiyar, s. 122, dipnot 16; Çatakoğlu, s. 120 vd.

<sup>78</sup> Somer, Mehmet (1990), *Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerindeki Etkileri*, 1. Baskı, İstanbul, Kazancı Hukuk Yayınları, s. 75.

<sup>79</sup> Kabaalioglu, Haluk A. (1985), *Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, 1. Baskı, İstanbul, s. 156.

<sup>80</sup> İzahnamelerde bulunması gereken ortak hususlar yazılıken; İhtiyar, s. 124 vd.’ dan yararlanılmıştır. Detaylı bilgi için bakınız: İhtiyar, s. 124 vd.

sonra kalan payların halka ne şekilde arz edileceği hususu da ayrıntılı olarak belirtilmelidir.

**iii. Satış Hakkında Bilgiler:** İzahnamenin bu kısmında halka arz sürecine yönelik ayrıntılar ve özellikle satış işlemi hakkında bilgiler bulunmalıdır. İlk olarak, satış fiyatı ile fiyat tespiti yöntemleri açıklanmalıdır. Özellikle hisselerini ilk kez halka arz edecek ihraççılarda fiyatlandırma ciddi bir sorundur.<sup>81</sup> Ayrıca, aracılık yapan kurumların Unvanı, adresi, yetki belgelerinin tarih ve numarası ile sermaye durumları belirtilmeli ve aracılığın niteliği,<sup>82</sup> aracı kuruma ödenecek komisyon miktarı da gösterilmelidir. Belirtilen husulara ek olarak satış sonucunda elde edilebilecek gelir tahmini ve bu gelirin hangi alanlarda kullanılacağı da yatırımcıların bilgisine sunulmalıdır.

**iv. Mali Durum Bilgileri:** Yatırımcıların belki de en merak ettiği konu ihraççının mali durumudur. Hiç kimse finansal olarak düşüşte olan yahut batık durumdaki bir ihraççının sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak istemez. Dolayısıyla ihraççı kendine ait bilanço ve gelir tablosunu genel kabul görmüş muhasebe ilke ve esaslarına göre yatırımcıya izahnamenin ilgili bölümünde sunmalıdır. Kurulca hazırlanan izahname örneklerinde bilanço ve gelir tabloları ihraççının son üç yılını kapsamaktadır. Ancak kamuya sunulan bu bilgiler ne kadar uzun süreyi kapsarsa asimetrik bilgi sorunsalını çözmede o kadar faydalı olacaktır.

**v. Mali Tablolara İlişkin Bilgiler:** İzahnamenin bu kısmında, mali tablo kalemlerine ilişkin ayrıntılı bilgi verilerek tablolarda yer alan her bir unsurun karşılıkları ayrı ayrı gösterilmelidir. Özellikle amortismanlar, kıdem tazminatları, sigorta primleri, personel giderleri gibi hususlar net miktarlar şeklinde gösterilmelidir. Öte yandan, şirketin sahip olduğu kaynaklar gösterilerek bunların öz ve yabancı kaynak olup olmadığı da belirtilmelidir.<sup>83</sup> Bu kısımda ayrıca belirtilmesi gereken ve yatırımcının büyük önem verdiği husus, ihraççının dağıtmış olduğu geçmiş dönemlere ait kâr miktarıdır.

Bunun yanında sunulan bilgilerin doğruluğuna olan güveni sağlamak için bağımsız denetime ilişkin bilgiler de sunulmalıdır. Denetçinin kim olduğu ve ne kadar ücret aldığı konusunda yatırımcı bilgilendirilmelidir. Son olarak ihraççının dâhil olduğu iştirakler varsa bunlar da ayrıntılı olarak yatırımcıların bilgisine sunulmalıdır.

**vi. Mali Analize İlişkin Bilgiler:** Bu kısımda, yatırımcılara ihraççı hakkında finansal analiz yapmayı sağlayacak bilgiler sunulur. Ancak bu analizleri yapabilmek finansal okur-yazarlığa bağlı olduğundan bu bilgiler, bireysel yatırımcılardan ziyade kurumsal yatırımcılara hitap etmektedir.

**vii. Yönetime İlişkin Bilgiler:** Bu kısımda ihraççının yönetim ve temsilinde görev alan kişiler yatırımcının bilgisine sunulur. Yönetim kurulu üyelerinin kimliği, görevi, mesleği, özgeçmişleri kamuya açıklanmalıdır. Bu kısımda açıklanan bilgilerde yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Çünkü yatırımcılar, yaptıkları yatırımın mesleğinde uzman kişilerce yönetilip kendilerine kâr olarak dönmesini isterler. Yönetici olan kişilerin kamuya verdiği güven, yatırımcıların, yatırım kararı almalarında büyük etkiye sahip olmaktadır. Ayrıca yöneticilere, ihraççı tarafından tanınan imkânlar da belirtilmelidir. Eğer şirket yeni kurulmuşsa yöneticilerden ziyade kurucuların kamuya verdiği güven yatırımcının karar vermesini etkileyecektir. Bu sebeple, yeni kurulan şirketlerde kurucular da yatırımcılara tanıtılmalıdır.

**viii. İhraççının Faaliyet Alanı Hakkında Bilgiler:** İhraççı faaliyet gösterdiği sektörü, sektördeki durumu (varsa rakiplerine kıyasla başarıları, başarısızlıkları), faaliyet konuları ve teknolojik seviyesini bu kısımda kamuya açıklamalıdır. İhraççının, şirketin planladığı yeni ürün ve geliştirmek istediği teknolojiler hakkında da bilgi vermesi gerekmektedir. Ancak bu bilgiler abartıya kaçmadan riskleri ve güçlükleri de anlatılarak ifade edilmelidir. Aksi halde bu durum asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmak yerine piyasa dolandırıcılığına sebep olur ve yatırımcının iradesi abartılı ve yanıltıcı beyanlarla yönlendirilmiş olur. Yatırımcı, yatırımından büyük kârlar beklerken aksi bir durum ortaya çıkabilir. Bu durum yatırımcının piyasaya küsmesine sebep olabilir. Bunlara ek olarak, ihraççının sahip olduğu malvarlığı değerleri (fabri-

<sup>81</sup> İhtiyar, s. 128.

<sup>82</sup> Aracılığın türleri; 'Tam Aracılık', 'Kesin Bağlantı Aracılığı' ve 'En İyi Gayret Aracılığı' olarak üçe ayrılmaktadır. Bu konuda detaylı bilgi için bakınız: Çağlar **Manavgat**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, s. 64-66.

<sup>83</sup> İhtiyar, s. 131.

kalar, tesisler, taşınır ve taşınmazlar, ürünler, varsa marka, patent vs.) açıklanmalı ve ihracçı kuruluş istihdam ettiği çalışan sayısını ve son üç yıldaki çalışan değişiklikleri hakkında da bilgi vermelidir. Son olarak belirtilmesi son derece önemli olan bilgiler ise ihracçının uyumsuzluklarıdır. Zira bu uyumsuzluklar sonucunda ihracçı kuruluş aleyhine önemli miktarlarda tazminat veya vergi borcu ödemek zorunda kalabilir. Bu durum ise, ihracçının ekonomik yapısı üzerinde olumsuz sonuç doğurur. Bu sebeple bu uyumsuzlukların seyri ve ihracçı üzerinde doğurabileceği ekonomik külfetler hakkında en kötü ihtimaller değerlendirilerek belirtilmelidir. Nitekim birçok ihracçının üzerinde birikmiş yüklü miktarda vergi borcu bulunabilmektedir. Hatta bu durum ihracçıyı iflasa kadar götürebilmektedir.

**ix. Grup Bilgileri:** Şirket bir grup içinde yer alıyorsa grubun faaliyet alanı ve ihracçının gruptaki konumu hakkında izahnamede gerekli açıklamalar yapılmalıdır. Grup içindeki ticari ilişki de ortaya konulmalıdır. Şirketler arası mali bağlar, grup içi yönetim de bilgilendirme kapsamına alınmalıdır.

**x. Vergilendirilmeye İlişkin Esasların Bilgileri:** Piyasada faaliyette bulunan tüm yatırımcılar, dağıtılan kâr ve temettü avansları sebebiyle vergi mükellefi konumuna gelebilirler. Bu sebepten ötürü belirtilen vergilendirme işlemleri hakkında izahnamede yeterli bilgiler yer almalıdır.<sup>84</sup>

**xi. Diğer Hususlar:** Bu kısımda şirket esas sözleşmesi, faaliyet raporu, denetim raporu ve mali tabloların incelemeye açık tutulduğu yerler gösterilmeli, ayrıca yapılan beyanlar şirket yöneticileri, aracı kurum yetkilileri ve bağımsız denetim elemanlarınca imzalanarak sorumluluk üstlenen kişiler belirtilmelidir.<sup>85</sup>

Kamuyu aydınlatma ilkesi açısından izahnameyi hazırlayan ihracçı şirketin yönetimi, izahnamedeki bilgilerin doğru, dürüst, yalandan ve abartıdan uzak, açık ve anlaşılır olmasına, içerisinde muğlak ve kesinliği tartışılır bilgilere yer veril-

memesine dikkat etmelidirler. Ayrıca şirket yöneticileri bu konuda yeterli bilince sahip olmalı ve sermaye piyasasının özünü teşkil eden yatırımcının güvenini kazanmak için kurulca şart koşulmamış bilgileri dahi, bilgi eksikliğini ortadan kaldırarak güveni tesis etmek için izahnameye eklemelidirler.

### b. İzahnamenin Özeti

İzahname, ihracçıya ve ihrac edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgiler ile bir özet bölümü de içermek üzere bir veya birden fazla belge şeklinde düzenlenebilir. Özet bölümü ihracçıya, varsa garantöre, garantinin niteliğine ve ihrac edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin temel özellik, hak ve riskleri içerecek şekilde kısa, açık ve anlaşılır ifadelerden oluşur (SerPK m. 4/4). Birçok yatırımcı için çok uzun gelen ve değerlendirilmesi için finansal okur-yazarlık seviyesi gerektiren izahnamenin böyle bir özet bölümünde kısaltılarak yatırımcıya sunulması gayet akıllıcadır. Böylece uzun izahnameyi okumak istemeyen yatırımcılar, izahnamenin özetini okuyarak yatırım yapmak istedikleri sermaye piyasası aracı hakkında bilgi sahibi olabilmektedirler.<sup>86</sup>

### 2. Kurumsal Yönetim İlkesi

Kurumsal yönetim, işletmelerin tüm paydaşların haklarının eşit ve adil oranda korunduğu bir yönetim anlayışıyla yönetilmesini esas alan ilkeler bütünüdür.<sup>87</sup>

Günümüz işletmecilik anlayışında artık işletmeleri pay sahipleri değil profesyonel yöneticiler yönetmektedir. Bu durum beraberinde asimetric bilgi ve temsil problemlerini doğurmaktadır. “*Smaili ve Labelle*” ye göre, yöneticilerin mevcut pozisyonlarını kullanarak finansal raporlamada usulsüzlük ve hile yaparak piyasaya sunulacak bilgileri manipüle etmeleri sonucunda ters seçim, şirket sözleşmesinde belirlenen projeler dışındaki projeleri üstlenmeleri durumunda ahlaki riziko proble-

<sup>84</sup> Bu konuda detaylı bilgi için bakınız: **Akbulak, Sevinç & Akbulak**, Yavuz (2004), Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, 1.Baskı, İstanbul, Beta Basım A.Ş.

<sup>85</sup> **İhtiyar**, s. 138.

<sup>86</sup> Örnek bir izahname özeti için bakınız: [https://www.ziraatbank.com.tr/yatirimciliskileri-ZB/duyurular-ve-aciklamalar/OzelDurumAciklamalari/YurticiBorclanmaAracihracinailiskinSPKTarafındanOnaylananOzet\\_13022017.pdf](https://www.ziraatbank.com.tr/yatirimciliskileri-ZB/duyurular-ve-aciklamalar/OzelDurumAciklamalari/YurticiBorclanmaAracihracinailiskinSPKTarafındanOnaylananOzet_13022017.pdf) , s.e.t. 27.09.2018.

<sup>87</sup> **Karğın**, Mahmut & **Aktaş**, Rabia & **Arıcı**, Nuray Demirel (2015), “*Kurumsal Yönetimin Finansal Raporlama Kalitesindeki Rolü: Borsa İstanbul Üzerine Karşılaştırmalı Bir Uygulama*”, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: 22, Sayı: 2, s. 501.

mi ortaya çıkacaktır.<sup>88</sup> İşletmenin yönetiminin pay sahipleri dışındaki üçüncü bir kişiye bırakılmasının ortaya çıkarabileceği ters seçim ve ahlaki riziko problemleri piyasalardaki güven ortamını zedelemektedir. Nitekim bu durum piyasalardan beklenen verimi düşürmektedir. Bu problemlere bir çözüm sunmak adına "*kurumsal yönetim*" kavramı ileri sürülmüş ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından 1999 yılında geliştirilmiş ve 2004 yılında güncellenmiştir.<sup>89</sup>

Modern kurumsal yönetim anlayışına göre, işletmelerin yönetim ve faaliyetlerindeki amaç genişlemiştir. Geleneksel işletme anlayışında amaç, işletmenin kâr elde edebilmesi ve pay sahipleri arasında kâr paylaşımıydı. Oysa kurumsal yönetim ilkesi bu geleneksel anlayışa, işletmeyle ilişki içerisindeki tüm kişilerin menfaatlerinin ve haklarının korunması gayesini katmayı amaçlamaktadır. İşletme ile ilişki içerisindeki kişilere örnek olarak kısaca; pay sahipleri, çalışanlar, müşteriler, yatırımcılar, kredi verenler sayılabilir.<sup>90</sup> Ancak kurumsal yönetim anlayışına nihai açıdan bakıldığında bir bütün halinde toplumun menfaatini gözetmeyi esas alır. Kurumsal yönetim anlayışı belirtilen bu amaca ulaşmak için şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk adı altında dört etik ilke üzerine kurulmuştur.<sup>91</sup>

Kanun koyucu kurumsal yönetim ilkesinin uygulanabilmesi adına birçok düzenleme yapmıştır. Örneğin, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na, 657 Sayılı KHK ile 2011 yılında 22/1-z hükmü eklenmiştir. Eski düzenleme döneminde, kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan şirketlerin, bunun gerekçelerini açıklaması yeterliydi. Ancak yeni düzenlemeye göre, borsada işlem

gören halka açık anonim ortaklıklar kurumsal yönetim ilkelerine uymakla yükümlü tutulmuştu. Nitekim 2012 yılında kabul edilen yeni Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK m. 17/2) de aynı ideal üzerine düzenlenmiştir. Ayrıca kurumsal yönetim ilkelerinden bazıları, kurumsal yönetimden beklenen faydayı sağlamak amacıyla emredici nitelikte öngörülmüştür. Örneğin; birisi, hem icrada görevli olan ve hem de olmayan üyelerin yönetim kurulunda bulunması ancak yönetim kurulunun çoğunluğunun icrada görevli olmayan üyelerden oluşması ilkesidir. Ayrıca bir diğer önemli ilke, yönetim kurulunda bulunacak icrada görevli olmayan üyelerin içinde hiçbir etki altında kalmadan görevini yapabileme niteliğine sahip bağımsız üyelerin bulunmasıdır. Bir diğer önemli ilke ise, yönetim kurulunun sağlıklı şekilde görev ve sorumluluklarını yürütebilmesi için şartlar elverişliliği ve şirket gerekleri göz önünde bulundurularak yeterli sayıda komite ve komisyonların oluşturulmasıdır.<sup>92</sup>

Kurumsal yönetimde öngörülen etik ilkeler ve kanunda yer alan emredici hükümler, asimetric bilginin iki türü olan ters seçimi ve ahlaki rizikoyu ortadan kaldırmak için öngörülmüş etkili çözümlerdir. Öngörüldüğü gibi uygulanırsa bu konuda sermaye piyasasına büyük katkı sağlayacak ve vizyon katacaktır. Örneğin; şeffaflık ilkesi gereği ihraççı şirketlerin internet ortamına bilgileri aktarma ve web sitesi kurma zorunluluğu vardır. Bu zorunluluk yatırımcıların bilgiye daha kolay ve hızlı erişimini sağlayarak taraflar arasındaki bilgi eksikliğinin giderilmesine katkı sağlayacaktır. Hesap verilebilirlik ilkesi gereği yönetimin, yaptığı işlerle ilgili kararlarını açıklayabilmesi, bu işlemleri haklı sebebe dayandırması gerekecektir. Böylece ahlaki riziko sorununun çözümüne katkı sağlayacaktır. Ayrıca SerPK (m. 17) ve SPK tarafından çıkarılan Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, No: 56)'da,<sup>93</sup> yönetimde bağımsız üyelerin bulunması ve komisyonların oluşturulması ve komisyonlarda bağımsız üyelerin ağırlığını öngören hüküm-

<sup>88</sup> Karğın & Aktaş & Arıcı, s. 502.

<sup>89</sup> G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD'nin G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanlarına Raporu, Ankara, Eylül 2015, s. 4; "İyi kurumsal yönetim kendi başına bir amaç değildir. Uzun dönemli yatırım için öz sermayeye erişime ihtiyaç duyan şirketler için gerekli olan piyasa güveninin ve iş dürüstlüğü'nün yaratılması için bir araçtır.", s. 3, <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-TUR.pdf> s.e.t. 10.03.2018.

<sup>90</sup> Öztürk, Mutlu Başaran & Demirgüneş, Kartal (2008), "*Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye*", Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı: 19, s. 396.

<sup>91</sup> Bu dört kolonun izahı için bakınız: Türk Ticaret Kanunu Genel Gerekeçe, no: 89.

<sup>92</sup> Aksoy, Mehmet Ali (2013), "*Türk Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu*", Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Cilt: XVII, Sayı: 1-2, s. 45.

<sup>93</sup> 03.01.2014 tarihli, 28871 sayılı Resmî Gazete.



lerin bulunması yönetimdeki şahısların keyfi ve gayri ahlaki fiil ve işlemlerine set olma noktasında gayet makul çözümlerdir. Bu çözümler asimetrik bilgi sonucu yatırımcı aleyhine bozulan ekonomik dengeyi sağlamaya yöneliktir.

### 3. Piyasanın Denetimi

Sermaye piyasasının çeşitli yollarla denetime tabi tutulması öngörülmüştür. Bunlardan başlıcaları; SPK'nın kamusal denetimi, bağımsız denetim kuruluşlarınca bağımsız denetimi ve piyasada faaliyet gösteren kuruluşların meslek ilke ve kurallarına uygunluğunun öz düzenleyici kuruluş tarafından denetimidir.

#### a. Kamusal Denetim

Sermaye piyasasının güven, şeffaflık, istikrar içinde ve adilane bir ortamda işlemesi, yatırımcıların piyasada eşit şartlar altında işlem yapabilmesi ve haklarını koruyabilmesi ancak piyasanın öngörüldüğü şekilde işlemesi için getirilen kuralların uygulanıp uygulanmadığının devamlı ve ciddi bir şekilde denetlenmesiyle mümkün olabilir. Sermaye piyasasıyla ilgili kanun ve hükümlerinin uygulanması ile her türlü piyasa faaliyetinin denetim yetkisi kanunen Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir. Kurul, bu denetimi yetkili ve uzman kadrolarıyla gerçekleştirir (SerPK m. 88).

Kurul, öncelikle halka arz aşamasında izahnameyi denetleme ve onaylama yetkisine (SerPK m. 4,5,6); izahnameye ilişkin ilan ve reklamların denetlenme yetkisine (m. 8), ihraççılara ilişkin finansal tabloları denetleme yetkisine (m. 14) sahiptir. Bu denetimlerin sayısı Kanun'da fazladır. Kurul'un asıl denetim yetkisine ilişkin düzenlemeler ise, SerPK m. 88 ve devamı hükümlerinde izah edilmiştir. Kamusal denetimin öngörülmesinin esas sebebi şudur: İhraççılar ticarete kâr elde etmek saikiyle kendi menfaatleri doğrultusunda hareket ederler. Kendi menfaatini gaye edindiği için yatırımcıların menfaatlerini göz ardı edebilirler. Bu ihtimal, ihraççı ve yatırımcının menfaatini dengeleyecek ve böylece ekonomik dengeyi muhafaza edecek kamusal bir kuruma olan ihtiyacı doğurmaktadır. Ayrıca asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmak için kanunen öngörülen çözümlerin nasıl uygulanacağını usul ve ilkelerini belirlemek,

bu çözümlerin kanuna uygun olarak yerine getirilip getirilmediğini denetlemek ve bu çözümleri uygulanabilir kılmak için yöntemler sunmak amacıyla böyle bir kamusal denetim sistemi öngörülmüş ve Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Yukarıda sermaye piyasasını üç ayaklı bir masaya benzetmiştik. İşte bu masada diğer iki ayak arasındaki menfaat dengesini sağlayan denetim ayağının en önemli unsurlarından biri, Türk hukukunda SPK'dır.

#### b. Bağımsız Denetim<sup>94</sup>

Eski TTK<sup>95</sup> döneminde halka açık anonim şirketlerin denetimi kendi bünyelerindeki denetim organı tarafından yapılmaktaydı. Ancak bu sistem kendisinden beklenen faydayı gösteremedi. Bu sebeple yeni TTK döneminde, denetime tâbi halka açık anonim şirketlerin denetim işlemlerinin, şirketten bağımsız birimler tarafından yapılması öngörülmüştür. Nitekim bağımsız denetim sistemi, milletlerarası kabul gören denetim ilkeleri çerçevesinde gerçekleştirildiği için daha objektif ve sağlıklıdır.<sup>96</sup>

SerPK'nda da bağımsız denetime yer verilmiştir. "İhraççılar düzenleyecekleri finansal tablo ve raporlardan Türkiye Muhasebe Standartları kapsamında Kurulca belirlenenleri, bu Kanun uyarınca listeye alınan bağımsız denetim kuruluşlarına, Türkiye Denetim Standartları çerçevesinde

<sup>94</sup> "Enron şirketi, Amerika Birleşik Devletlerinin yedinci büyük şirketi ve yeni ekonominin adeta simgelerinden biriydi. 2001 yılında kurulan şirket, 16 yıl içinde aktiflerini 10 kat artırarak 63,4 milyar dolara çıkarmıştır. Çok hızlı bir şekilde büyüyen bu şirket yine beklenmedik bir şekilde iflas etmiştir. Amerikan ekonomisinde ciddi bir kayba sebep olmuştur. Enron-Anderson Skandalı; başlangıçta büyümesi tamamen gerçekçi iken bir süre sonra piyasaya rakiplerin girmesiyle başlayan pazar sıkışması karşısında, Enron büyümesini spekülasyon olarak gerçekleştirme çabalarına girmiştir. Bu büyüme, Enron'un bağımsız denetim firması olan Arthur Anderson tarafından da göz ardı edilmiştir. Bağımsız denetçi Anderson' şirketin ayrıca danışmanlığını yaptığı ve gelirinin büyük bir kısmının Enron tarafından karşılanması sebebiyle Enron'a bağımlı hale gelmiş ve bağımsızlığını kaybetmiştir. Bu durum Anderson'un bu spekülasyon büyüme görmezden gelmesindeki en büyük etkidir." (Memiş & Turan s. 117-118)

<sup>95</sup> 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 29.06.1956 tarihli 9353 sayılı Resmi Gazete.

<sup>96</sup> Memiş & Turan, s. 114.

*bilgilerin gerçeği doğru ve dürüst bir biçimde yansıtması ilkesine uygunluğu bakımından inceleyerek bir bağımsız denetim raporu almak zorundadır” (m. 14/3). Ayrıca “Bağımsız denetim kuruluşları ile derecelendirme ve değerlendirme kuruluşları, faaliyetleri neticesinde düzenledikleri raporlarda yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler dolayısıyla yatırımcıların ve alacaklıların zararına sebep olurlarsa bu zararlarından dolayı sorumlulukları vardır” (m. 63).*

Bağımsız denetimler, Kanun’da öngörülen şekle uygun olarak doğru ve dürüst bir şekilde yapıldığı takdirde, ihraççılar tarafından piyasaya doğru bilgilerin sunulmasını sağlayabilecek sağlıklı bir yöntemdir. Piyasaya çıkan doğru bilgiler yatırımcıları doğru ve verimli yatırımlara yönlendirmede faydalı olacaktır. Böylece ters seçim sorunu minimize edilebilir. Dolayısıyla bağımsız denetim asimetrik bilgi sorunsalına karşı sunulan önemli çözümlerden biridir. Ancak bu denetimler Kanun’da öngörüldüğü şekilde yapılmadığı takdirde piyasada ciddi piyasa dolandırıcılıklarına ve krizlere yol açabilirler.<sup>97</sup>

#### **c. Öz Düzenleyici Kuruluşların ve Borsanın Denetimi**

Öz düzenleyici kuruluşların<sup>98</sup> ve borsanın denetimi, kamusal ve bağımsız denetim kadar etkili olmasa da piyasada faaliyette bulunmak isteyen kuruluşları belli noktalarda dikkatli davranmaya ve kurallara uymaya sevk etmektedir. Örneğin, yatırım kuruluşları borsaya üye olmadan işlem yapamamaktadırlar. Bu sebeple, yatırım kuruluşu üye olduğu borsanın üyelik şartlarına sıkı bir şekilde uymak zorundadır. Aksi halde borsada faaliyet göstermesi zorlaşır veya ortadan kalkabilir. Bu durum yatırım kuruluşlarının faaliyetlerini özenle ve yatırımcıların hak ve menfaatlerini öngörerek yerine getirmelerinde önemli bir role sahiptir. Sermaye piyasasında, öz düzenleyici kuruluşlar ve borsalar vasıtasıyla oluşan bu ilke ve gözetimler,

yatırımcının piyasaya olan güvenini artırmaktadır. Ayrıca üyelerinin Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB)’nin verdiği kararlara uymamasına karşın SerPK m. 103/5’de idari yaptırım cezası öngörülmüştür. Böylece TSPB’nin üyeleri üzerindeki etkisi artırılmaya çalışılmıştır.

#### **4. Yatırımcının Tazmini**

Sermaye piyasasının temel felsefesi yatırımcının korunmasıdır. Bu nedenle sermaye piyasası mevzuatında yatırımcının korunması için birçok tedbir öngörülmüştür. Ancak bütün önleyici tedbirlere rağmen yatırımcı zarara uğrayabilir. Kanunda öngörülen şartların gerçekleştiği belli hallerde<sup>99</sup> bu zararın Kanun’da öngörülen azami miktarla<sup>100</sup> sınırlı olarak tazmin edilmesi amacıyla bir merkez<sup>101</sup> ve ayrı bir fon teşkil edilmiştir. Kanun’da tazmin süreci detaylandırılmıştır. Böyle bir yapılanmaya gidilmesinin esas gayesi, yatırımcıların Kanun’da öngörülen şartların varlığı halinde zararlarının karşılanarak sermaye piyasasına olan güvenlerinin korunmasıdır.

#### **5. Kollektif Yatırım Kuruluşları**

Kollektif yatırım kuruluşları piyasada profesyonel yatırım hizmeti sunan sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu kuruluşlar bireysel yatırımcıların kendi güvenlerine sunduğu sermayeyi belli bir portföy (cüzdan) veya birden fazla farklı cüzdanlarda biriktirirler. Bundan maksat, yatırım riskini azaltmak ve kâr miktarını azami seviyede tutabilmektir.<sup>102</sup> Bir diğer deyişle, kollektif yatırım kuruluşlarının amacı, yatırımcılardan toplanan sermayeyle oluşturulan cüzdanın, riskin en aza indirgenmesi prensibiyle uzmanlar tarafından işletilmesidir.<sup>103</sup> Böylece piyasada yatırım yapmak isteyen ancak piyasa hakkında bilgisi zayıf, finansal okuryazarlık seviyesi düşük olan yatırımcılar, kollektif yatırım kuruluşları aracılığıyla verimli yatırımlar

<sup>99</sup> SerPK m. 82.

<sup>100</sup> Azami tazmin tutarı yüz bin Türk Lirasıdır (m. 84/5).

<sup>101</sup> Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM).

<sup>102</sup> Memiş & Turan, s. 158.

<sup>103</sup> Nomer Ertan, Füsün (2013) “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kollektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, İÜHF, Cilt: 71, Sayı: 2, s. 131.

<sup>97</sup> Örneğin; Enron Skandalı ve sonrasında ekonomide ortaya çıkan finansal krizde olduğu gibi.

<sup>98</sup> Örneğin, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) (SerPK m. 74), Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği (SerPK m. 76) gibi.

yapabilmektedir. Bu durum ise asimetrik bilgi sonucu piyasada oluşabilecek olumsuzluklara bir çözüm sunmaktadır.

## 6. Sermaye Piyasası Hukukunda Öngörülen Tedbir, Kabahat ve Suçlar

### a. Tedbirler

Kurul, meslek personelleri aracılığıyla yapacağı denetimler sonucunda tespit edilen ihlaller ve hukuksuzluklar konusunda, cezai sorumluluk hükümlerinden ayrı olarak, çeşitli tedbirler almaya da yetkili kılınmıştır. Kanun’ da Kurul’ un alabileceği tedbirler ayrı başlıklar altında düzenlenmiştir (SerPK m. 91 - m. 101). Bu tedbirler doğrudan yahut dolaylı yoldan ters seçim ve ahlaki rizikoyu azaltmaya katkı sağlayacak hukuki önlemler içermektedir. Örneğin, madde 91’ de, kanuna aykırı şekilde sermaye piyasası aracı ihraç ettiği veya buna teşebbüs ettiği tespit edilenler hakkında Kurul, ihtiyati haciz ve ihtiyati tedbir istemeye yetkili kılınmıştır. Ayrıca ilgili madde fıkra 2 ve 3’ de Kurul’a, Kanuna aykırı ihracın doğurduğu sonuçları ortadan kaldırması için bazı yetkiler tanınmıştır. Böylece Kanun, piyasaya kanuna aykırı şekilde sermaye piyasası araçlarının girmesine engel olmak veya kanuna aykırı şekilde piyasaya girmiş araçların ortadan kaldırılması amaçlamaktadır. Kanun’un 99. maddesinde ise izinsiz sermaye piyasası faaliyet ve işlemlerinde uygulanacak tedbirler öngörülmüştür. Kuruldan izin almaksızın gerçekleştirilen faaliyetler ve işlemlerin doğurduğu sonuçların iptali ve nakit veya sermaye piyasası araçlarının hak sahiplerine iadesi için dava açma yetkisi gibi tedbirler ilgili maddede Kurul’a tanınmıştır. Böylece Kanun, piyasada izinsiz faaliyet ve işlemlerin yapılmasına ve bu faaliyet ve işlemlerin doğurduğu sonuçları ortadan kaldırarak yatırımcının hak kaybına engel olunması amaçlamaktadır. SerPK’ nın kamuyu aydınlatma (m. 14-15) ve şeffaflık (m. 1) ilkelerini esas alarak sermaye piyasası araçlarının ihracını düzenlediği gerçeği göz önüne alındığında; kanuna uygun ihraçların asimetrik bilgi oluşumunu engelleyici, kanuna aykırı ihraç ve izinsiz piyasa faaliyet ve işlemlerinin ise asimetrik bilgi oluşumunu tetikleyici olduğu çıkarımına varılacaktır. Nitekim kanuna aykırı ihraçlara ve izinsiz piyasa faaliyet ve işlemlerine karşı

bahsi geçen tedbirlerin öngörülmesi de asimetrik bilgi oluşumunu engellemeye yönelik bir tutumdur.

### b. Kabahat ve Suçlar<sup>104</sup>

Kabahat deyiminden, 5326 sayılı Kabahatler Kanunu’nun 2. maddesine göre; “*kanunun, karşılığında idarî yaptırım uygulanmasını öngördüğü haksızlık anlaşılır*”. Bir diğer deyişle, suç kabul edilecek ağırlıkta olmayan lakin cezasız (yaptırımsız) bırakılmayacak ağırlıkta olan kamu düzenini bozucu fiiller, kabahat olarak görülmektedir ve bu fiillere bir nevi ceza hükmünde idari yaptırımlar öngörülmüştür.<sup>105</sup> Bu bağlamda SerPK’ da idari yaptırıma tabi kabahatler, idari para cezası gerektiren fiiller başlığı altında toplanmıştır (m. 103 vd.).<sup>106</sup>

SerPK’ da öngörülen konumuz açısından önem arz eden kabahatlerden biri “*piyasa bozucu eylemler*” dir (m.104). Bu kabahatin öngörülmesinin amacı, asimetrik bilgi sorununun esas sebeplerinden olan piyasa dolandırıcılığının her türlüsüne engel olabilmektir. Bir diğer deyişle, öngörülen bu kabahat ve yaptırımı ile piyasa dolandırıcılığı suçu kapsamına girecek ağırlıkta olmayan lakin piyasa dolandırıcılığına benzer şekilde piyasayı etkileyen fiillere engel olabilmektir. Bir diğer önemli kabahat ise, 103. maddenin 6. fıkrasında öngörülen, “*belli nitelikteki örtülü kazanç aktarımları*” dir. Öngörülen bu kabahat ile amaçlanan, halka açık ortaklıklar ve kolektif yatırım kuruluşlarının, yatırımcı aleyhine ahlaki riziko doğurabilecek ihmallerine engel olabilmektir.

SerPK’ da öngörülen ve konumuz açısından önem arz eden suçlardan “*bilgi suiistimali suçu*” ile “*piyasa dolandırıcılığı*” suçunu yukarıda incelediğimiz için tekrara düşmemek adına burada değinmeyeceğiz. Bu iki suç dışında konumuz açısından

<sup>104</sup> Bu kısımda sadece asimetrik bilgi sorununa doğrudan çözüm sunan kabahat ve suçlara değineceğiz.

<sup>105</sup> Bu konuda öğretilerde mevcut kavramsal tartışmalarla ilgili bakınız: **Erdinç**, Burcu, “*İdari Yaptırımların Kavramsal Çerçevesi ve Cezai Yaptırımlarla Karşılaştırılması*”, Ankara Barosu Dergisi, 2012 (2), s. 239-276; **Gişi**, Selçuk (2017), “*Kabahatleri Suç Olmaktan Çıkarma Eğilimi ve Kabahatler Kanunu*”, İnÜHFD, Cilt: 8, Sayı: 1, 129-152.

<sup>106</sup> **Memiş & Turan**, s. 194.

önem arz eden suçlar; “*usulsüz halka arz ve izinsiz sermaye piyasası faaliyeti*” ile “*görevi kötüye kullanma*” dır. Bu suçların öngörülmesinin asimetrik bilgi oluşumuna nasıl engel olacağı ilgili başlıkları altında değerlendirilecektir.

#### i. Piyasa Bozucu Eylemler (m. 104)

Piyasa bozucu eylemler, 6362 sayılı SerPK m. 104 ile mevzuatımıza kazandırılmış bir kavramdır. Piyasa bozucu eylemler, piyasa dolandırıcılığı suçu teşkil edecek boyutta olmayan ancak yine de piyasanın sağlıklı işleyişini bozan fiillerdir. Bu eylemler, eylemleri yapanlar lehine piyasayı bozmaktadır. Zira bu eylemler sonucu yatırımcıların yatırım iradeleri, bu eylemleri gerçekleştirenler lehine değişmektedir. Bu sebeple bu tür eylemler kabahat kapsamında değerlendirilmekte ve tespit edildikleri hallerde idari para cezası yaptırımını netice vermektedir. Böylece piyasanın sıhhatli işleyişini bozan ancak suç kapsamına girmediği için cezasız kalacak bu tür eylemler hukuki anlamda engellenmeye çalışılmıştır.<sup>107</sup> Kanunkoyucu m. 104’ te piyasa bozucu fiiller hakkında “*makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamama*” ölçütünü koymuştur. Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği’ nde de, piyasa bozucu eylemler dört çeşit sınıflandırmaya<sup>108</sup> tâbi tutulmuştur.

#### ii. Belli Nitelikteki Örtüle Kazanç Aktarımları

SerPK m.103/6’ ya göre, “*Halka açık ortaklıklar ve kolektif yatırım kuruluşları ile bunların iştirak ve bağlı ortaklıklarının, esas sözleşmeleri veya iç tüzükleri çerçevesinde basiretli ve dürüst bir tacir olarak veya piyasa teamülleri uyarınca kârlarını ya da malvarlıklarını korumak veya artırmak için yapmaları beklenen faaliyetleri yapmamaları yoluyla ilişkili oldukları gerçek veya tüzel kişilerin kârlarının ya da malvarlıklarının artmasının sağ-*

*lanması hâlinde ilgili tüzel kişiye Kurul tarafından yirmi bin Türk Lirasından iki yüz elli bin Türk Lirasına kadar idari para cezası verilir. Ancak, verilecek idari para cezasının miktarı elde edilen menfaatin iki katından az olamaz*”. Fıkraya göre, bu kabahat, ihmali hareketler ile işlenebilmektedir.

#### iii. Usulsüz Halka Arz ve İzinsiz Sermaye Piyasası Faaliyeti Suçları (m. 109)

SerPK m. 109/1’ e göre, “*Onaylı izahname yayımlama yükümlülüğünü yerine getirmeksizin sermaye piyasası araçlarını halka arz edenler ya da onaylı ihraç belgesi olmaksızın sermaye piyasası araçlarını satanlar iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar*”. İlgili maddenin 1. Fıkrasında usulsüz halka arz suçunun nasıl olacağı belirtilmiştir. Fıkraya göre, kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında öngörülen izahname yayımlama yükümlülüğünün korunması amaçlanmaktadır. Böylece piyasada halka arz edilen araçlar hakkında yatırımcılar doğru ve tam bilgi sahibi olabilecektir. Bunun sonucunda yatırımcı ile ihraççı arasında mümkün mertebe simetrik bir bilgi düzeyi oluşabilecektir.

Madde 109/2’ de ise, piyasada izinsiz faaliyette bulunanlar hakkında hapis ve adli para cezası öngörülmüştür. Böylece simetrik bilgiyi sağlamak gayesi taşıyan kanuni izinlere ihraççıların riayet etmesi sağlanacaktır.

#### iv. Görevi Kötüye Kullanma Suçu (m. 110)

SerPK m. 110’da sermaye piyasasında işlem gören kurumlara (halka açık ortaklıklar, kolektif yatırım kuruluşu gibi) yatırımcılar tarafından tevdi edilen varlıkların, yatırımcıların bilgisi ve rızası dışında başka işlemlerde kullanılması ve örtülü kazanç aktarımı, güveni kötüye kullanma suçunun sermaye piyasasındaki görünüm şekillerindedir.<sup>109</sup> Madde 110/1-a’ da yatırımcı varlıkları üzerindeki izinsiz tasarrufların oluşturduğu güveni kötüye kullanma suçu düzenlenmiştir. SerPK m. 21’ de öngörülmüş örtülü kazanç aktarımı yasağının, 110/1-b ve c bentlerinde aktif fiillerle işlenmesi güveni kötüye kullanma suçunun önemli görünüm şekillerinden biridir. Güveni kötüye kullanma

<sup>107</sup> Memiş & Turan, s. 201; Çetin, Nusret & Töremiş, Hatice Ebru & Cantimur, Zeynep (2014), 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’ nun Sistemik Analizi, Ankara, 1. Baskı, Yetkin Yayınları, s. 228.

<sup>109</sup> Tebliğe göre piyasa bozucu eylemler; 1- İçsel bilgi veya sürekli bilgilere ilişkin piyasa bozucu eylemler, 2- Emir veya işlemlere ilişkin piyasa bozucu eylemler, 3- İletişim veya haberleşme yoluyla işlenen piyasa bozucu eylemler, 4- Diğer piyasa bozucu eylemler olmak üzere dört ayrı gruba ayrılmıştır.

<sup>109</sup> Memiş & Turan, s. 214.

suçunun bahsi geçen iki tür görünüm şekli de asimetrik bilgi kuramının işlem sonrası görünüm biçimi olan ahlaki rizikoya sebebiyet verebilmektedir. Nitekim bu iki durumun suç olarak Kanunda düzenlenmesi ahlaki rizikoyu engellemek adına önemli bir yaptırımdır.

## SONUÇ

Çalışmamızda, asimetrik bilgi sonucu piyasada ortaya çıkabilecek ters seçim ve ahlaki riziko problemleri yukarıda detaylı olarak izah edilmiştir. Bu problemleri doğuran esas sebeplerin yatırımcının bilgi eksikliği, piyasa dolandırıcılığı ve bilgi suiistimali olduğunu belirtmiştik. Simetrik bilgiyi ve yatırımcının güvenini sağlamak amacıyla Türk hukukunda öngörülen temel çözümler ise; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri doğrultusunda izahname ve izahname özeti hazırlanması zorunluluğu, kurumsal yönetim ilkesi, piyasanın kamusal ve bağımsız denetimi, yatırımcının tazmini kurumu, kolektif yatırım kuruluşları ve sermaye piyasası hukukunda düzenlenen tedbir, kabahat ve suçlardır.

Çalışmamızda ulaştığımız bazı sonuç ve değerlendirmelerimiz mevcuttur. Yatırımcının bilgi eksikliği probleminin iç etkeni olarak görülen finansal okur-yazarlık eksikliğini gidermek amacıyla bireylere finansal okur-yazarlık eğitiminin küçük yaşlardayken temel bilgi düzeyinde verilmesi etkili bir çözüm olabilir. Bu durum aynı zamanda hukuken asimetrik bilgiyi ortadan kaldırmaya yönelik olarak öngörülen çözümleri<sup>110</sup> daha etkin hale getirecektir. Zira unutulmamalıdır ki hukuki düzenlemeler ne kadar iyi olursa olsun, kanunu işler kılacak bireyler yetişmedikçe faydasızdır.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleriyle ilgili değerlendirmemiz sonucunda asimetrik bilginin failinin yatırımcıdan ziyade ihraççılar olduğu kanaatine varmaktayız. Bu sebeple yatırımcıdan daha fazla ihraççıların bilinçlenmeye ve bilinçlendirilmeye ihtiyacı vardır. Zira sermaye piyasalarında asimetrik bilgi sonucu oluşan zararlardan yatırımcıdan daha fazla kendileri zarar görmektedir.

Yatırımcılar küçük meblağlar kaybederken, ihraççılar milyonları hatta milyarları<sup>111</sup> kaybedebilmektedir. Ayrıca bu konuda yapılan çalışmalar sonucu kamuyu daha fazla aydınlatan şirketlerin paylarının kurumsal yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiği de ortaya konulmuştur.<sup>112</sup> Diğer bir araştırma ise, 97 şirket üzerinde yapılmıştır. Çalışmada şirketlerin kamuyu aydınlatma düzeyleri arttıkça şirket hisselerinin getirilerinde, kurumsal yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edildiği ve hissenin likidite düzeyinde artışlar olduğu gözlemlenmiştir.<sup>113</sup> Sonuç olarak, yukarıdaki değerlendirmeler ışığında geleceğe yönelik öngörümüz şudur ki; eğer yatırımcı ve özellikle ihraççılarda arzu edilen bilinçlenme uyanırsa, sermaye piyasası pratikte bilgiyi talep eden, arayan yatırımcıdan, bilgiyi sunan, bilgiye ulaşmayı kolaylaştıran ihraççıya doğru süratli bir gidişin içine girecektir. Gelecekte şirketlerin vizyonu; müşterilerine (yatırımcılarına) bilgiyi, çay, kahve ikram eder gibi sunmak olacaktır.

İzahname ve izahname özeti hakkındaki değerlendirmemiz sonucunda, bilgi asimetrisini minimize edebilmek için izahname özetleri üzerinde durulmalı ve bu konuda daha fazla hukuki düzenleme ve araştırma yapılmalıdır. Zira internet çağında yaşayan günümüz insanı, internetin yaygınlaşmasıyla farklı bir bilgi edinme karakterine sahip olmuştur. Günümüz insanların çoğu bilgiye ulaşmanın kolay ve kısa yollarını sevmektedir. Hukuki hükümler ise, toplumun geneli göz önünde bulundurularak düzenlenir. Genelin dışındakiler için istisnalar öngörülür. Bu sebeple kısa ancak öz bilgilerin yatırımcıya özet bilgiler halinde sunulması esas kabul edilip, kurumsal yatırımcılar gibi finansal okuryazarlık seviyesi yüksek yatırımcılar için de izahnamenin kendisi kamuya sunulmalıdır.

<sup>111</sup> Enron şirketi gibi.

<sup>112</sup> **Bushe**, B. J. & **Noe**, C. F. (2000), "Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility", *Journal of Accounting Research*, 38, s. 171-202.

<sup>113</sup> **Heally**, P.M., **Hutton**, A. P., **Palepu**, K.G. (1999), "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure", *Contemporary Accounting Research*, 16 (3), s. 485-520.

<sup>110</sup> Örneğin, kamuyu aydınlatma ilkesi gereği kamuya açıklanan bilgiler.

Kurumsal yönetim ilkeleri hakkındaki değerlendirmemiz sonucunda, bu ilkenin en çok da yatırımcılara güven temin ederek asimetric bilginin ortaya çıkardığı sorunlara engel olduğu kanaatindeyiz. Zira kurumsal kimliğin varlığı, yatırımcıda, ihraççı lehine bir güven tesis etmektedir. Özellikle finansal okur-yazarlığı zayıf olan yatırımcılar için bu kimlik önemli bir tercih sebebi olabilmektedir. Bu sebepten ötürü, ihraççıların kurumsal kimlik vizyonlarını artırmaları yatırımcıların kendilerini tercih etmeleri sonucunu doğuracaktır. Yeterli bilgi sonucu ortaya çıkan güven yahut doğrudan güveni temin eden unsurlar ile asimetric bilgi sonucunda ortaya çıkan sorunlar ortadan kaldırılabılır. Bazen bilgiden ziyade yatırımcıda

oluşturulacak güven dahi tek başına bu sorunları ortadan kaldırmaktadır (Bu ihtimal, özellikle finansal okur-yazarlığı zayıf olan bireysel yatırımcılar için söz konusudur. Zira bu durumdaki yatırımcılar bilgiden ziyade güvene dayanarak tasarruflarda bulunurlar).

Son olarak, Kanunda asimetric bilgi problemlerini engellemek ve ortadan kaldırmak için öngörülen temel çözüm yolları (her kanunda olduğu gibi bazı aksaklıkları olmakla beraber) eğer gereği gibi işletilir, yatırımcı ile ihraççıda gereken bilinç düzeyi oluşturulur ve sermaye piyasasının denetçi ayağı görevini layıkıyla yerine getirirse asimetric bilgi problemlerinin ortay çıkma ihtimalinin en aza indirgeneceği söylenebilir.

## KAYNAKÇA

- Akerlof**, George A. (1970), “*The Market For Lemons: Quality Uncertainty And The Market Mechanism*”, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500.
- Akbulak**, Sevinç & **Akbulak**, Yavuz (2004), Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, 1.Baskı, İstanbul, Beta Basım A.Ş.
- Aksoy**, Mehmet Ali (2013), “*Türk Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu*” Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Cilt: XVII, Sayı: 1-2, s. 45-76.
- Alp**, Salih & **Karakaş**, Adem (2008), “*Asimetrik Bilgi Teorisi Karşısında Hayek’in Ekonomik Yaklaşımları: Karşılaştırmalı Bir Analiz*”, Liberal Düşünce Dergisi, Sayı: 51-52, s. 215-230.
- Aras**, Güler & **Müslümov**, Alövsat (2004), “*Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri*”, İktisat, İşletme-Finans Dergisi, Sayı: 222, s. 55-65.
- Arsoy**, A.P. (2008). “*Kurumsal Şeffaflık Ve Muhasebe Standartları*”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: X, Sayı: II, s. 17-35.
- Boottke**, Peter J. (2002), “*Information and Knowledge: Austrian Economics in Search of its Uniqueness*”, The Review of Austrian Economics, 15: 4, s. 263-274.
- Bushe**, B. J. & **Noe**, C. F. (2000), “*Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility*”, Journal of Accounting Research, Vol. 38, pp. 171-202.
- Çatakoğlu**, Buket (2016), “*Halka Arzda İzahnamenin Hukuki Niteliği ve İzahnameden Doğan Hukuki Sorumluluk*”, Kastamonu Üniversitesi İ.İ.B.F.D. , Cilt:11, Sayı:1, s. 118-132.
- Çetin**, Nusret (2011), “*Sermaye Piyasası Hukukunda Yatırımcının Korunması İlkesinin Teorik Analizi*, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi”, Cilt. XV, Sayı: 1, s. 1-23.
- Çetin**, Nusret & **Töremiş**, Hatice Ebru & **Cantimur**, Zeynep (2014), 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’ nun Sistematik Analizi, Ankara, 1. Baskı, Yetkin Yayınları.
- Çetinkaya**, Şahin (2012), “*Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizlerdeki Rolü*”, Sakarya İktisat Dergisi, 1(2), s. 60-82.
- Çörtük**, Orcan & **Erten**, Mustafa (2016), “*Türkiye’de Kamuyu Aydınlatmanın Sermaye Piyasasına Etkisi*”, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt: 45, Sayı: 1, s. 65-77.
- Erdinç**, Burcu (2012) “*İdari Yaptırımların Kavramsal Çerçevesi ve Cezai Yaptırımlarla Karşılaştırılması*”, Ankara Barosu Dergisi, Sayı: 2, s. 239-276.
- Esen**, M. Fevzi (2015), “*Finansal Piyasalarda Bilgi Asimetrisi Kaynakları ve İçerideki Bilgi*” Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, Cilt: 8, Sayı: 40, s. 700-707.
- Evik**, Ali Hakan (2004), Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları, 1. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık.
- Gişi**, Selçuk (2017), “*Kabahatleri Suç Olmaktan Çıkarma Eğilimi ve Kabahatler Kanunu*”, İÜHF, Cilt:8, Sayı:1, s. 129-152.
- G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD’nin G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanlarına Raporu, Ankara, Eylül 2015, <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-TUR.pdf> s.e.t. 10.03.2018
- Heally**, P.M. & **Hutton**, A. P. & **Palepu**, K.G. (1999), “*Stock performance and intermedia-tion changes surrounding sustained increases in disclosure*” Contemporary Accounting Research, 16 (3), pp. 485-520.
- İhtiyar**, Mustafa (2006), Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, 1. Baskı, İstanbul, Beta Basım A.Ş.
- Kabaalioglu**, Haluk (1985), Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi, 1. Baskı, İstanbul.
- Karğın**, Mahmut & **Aktaş**, Rabia & **Demi-rel Arıcı**, Nuray (2015), “*Kurumsal Yönetimin Finansal Raporlama Kalitesindeki Rolü: Borsa İstanbul Üzerine Karşılaştırmalı Bir Uygulama*”, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: 22, Sayı: 2, s. 501-519.

**Kaymaz**, Ali İhsan (2016) “6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanununa Göre Yatırımcı Tazimin Sistemi”, MÜHF HAD, Cilt:22, Sayı:3, s. 1625-1648.

**Kaymaz**, Ali İhsan (2010), ‘Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlara Karşı Yatırımcının Korunması’, (Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

**Küçüksözen**, Cemal (1999), Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, İlk Baskı, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu.

**Manavgat**, Çağlar (2008), Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, 1. Baskı, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

**Manavgat**, Çağlar (1992), Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara, Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

**Memiş**, Tekin & **Turan**, Gökçen (2015), Sermaye Piyasası Hukuku, 1. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık.

**Mishkin**, Frederic. S. (1990), “Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective”, NBER Working Papers Series, Working Paper No. 3400.

**Mishkin**, Frederic S.(1999), “Lessons from the Tequila Crisis”, Journal of Banking & Finance 23, s. 1521-1533.

**Nomer Ertan**, Füsün (2013), “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, İÜHFİM, Cilt:71, Sayı:2, 131-143.

**Öztürk**, Elvan & **Demir**, Yusuf (2015), “Finansal Okuryazarlık ve Para Yönetimi: Süleyman Demirel Üniversitesi Akademik Personel Üzerine Bir Uygulama”, Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD), Ekim 2015, Sayı: 68, 113-134.

**Öztürk**, Mutlu Başaran & **Demirgüneş**, Kartal (2008), “Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, sayı: 19, s. 395-411.

**Ünal**, Oğuz Kürşat (1988), Menkul Kıymetler Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler, 1. Baskı, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

**Sarıkaya**, Murat (2002), “Asimetrik Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler” Cumhuriyet Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 2, s. 99-110.

**Somer**, Mehmet (1990), Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerindeki Etkileri, 1. Baskı, İstanbul, Kazancı Hukuk Yayınları.

**Stigler**, George (1971), “The Theory of Economic Regulation”, Bell Journal of Economics and Management Science, Spring: 3-21.

**Şensoy**, Deniz (2013), “Manipülasyon; Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar”, Ankara Barosu Dergisi, Sayı: 3, s. 369-402.

Türk Dil Kurumu Sözlüğü, www.tdk.gov.tr.

The International Organization of Securities Commissions, IOSCO, “Objectives and Principles of Securities Regulation”,

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

**Tyson**, William C. (1985), “Legal Aspects of Securities Regulation in United States”, Recent Developments in Capital Markets in Turkey: Proceedings of the OECD-CMB Conference in 1985, Ankara CMB

**Seven**, Vural (2012), 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK m. 856-893) Hükümlerine Göre Taşıma Hukukunda Gönderilen, Ankara, Yetkin Yayınevi.

**Ülgen**, Hüseyin (1988), Uluslararası Taşımacılık ve Hukuki Sorunları, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası.