

SERMAYE PİYASASINDA ETİK

Yrd.Doç.Dr.Aslı AFŞAR*

ÖZET

Bu çalışmada finansal piyasalarda ve özellikle sermaye piyasasında etik kavramının anlamı ve önemi açıklanmıştır. Daha sonra, finans yöneticilerinin etik konusuna yaklaşımının önemi, sermaye piyasasında etik dışı davranışların (spekülasyon, manipülasyon, insider trading) sonuçları bazı örneklerle anlatılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Etik, sermaye piyasası, manipülasyon, spekülasyon.

ABSTRACT

This study examines ethics in financial markets particularly in capital market. In addition to this importance of financial managers' approach to ethical issues and the consequences of unethical actions (speculation, manipulation, insider trading) in capital markets have been examined with examples.

Keywords: Ethics, capital market, manipulation, speculation.

I. ETİK, AHLAK VE HUKUK İLİŞKİSİ

Etik kavramı, çok sayıda sözcükle açıklanmaktadır. Ahlak, dürüstlük gibi kavramlar etik kavramının içinde yer alır. Kültür ve etik kavramları da belli ölçüde birbirleriyle bağlantılıdır. Etik, insanlar için neyin iyi ve doğru, neyin yanlış olduğunun ortaya konulmasıdır. Geniş anlamda etik, herhangi bir eylemin kabul edilebilir biçimde gerçekleştirilmesini sağlayan temel kurallar ya da değişkenlerdir. Etik, neyin iyi ya da yanlış olduğunu ortaya koyan davranışsal kurallar

* Anadolu Üniversitesi, E.M.Y.O.

topluluğu, ilkeler topluluğu olmakla birlikte, ahlaki görev ve sorumlulukları da içerir¹.

Etik geleneksel, duygusal veya içgüdüsel bir olay değildir. Tam tersine, mantık ve matematikten doğar. Ahlak kuralları, esasen etiğin günlük hayatta sürekli ve hızlı bir şekilde kullanılabilmesi için stilize edilmiş şeklidir. Çağlar boyunca evrim süreci sonucunda yerleşen etik kurallarından, geçmişin tecrübelerinden haberdar olmayan kuşakların yararlanabilmesi için oluşturulmuş bir kurallar bütünüdür. Hukuk kuralları, ahlak kurallarına göre daha kesin, açık ve saydam olmaları itibarıyla daha kullanışlıdır². Yasa ile düzenlenmiş alanda, değerler ve standartlar yasalarda yazılı bulunmakta ve mahkemeler tarafından uygulanmaktadır. Bu alanda kanun koyucular, halkın ve kurumların belirli bir konuda nasıl davranması gerektiğini belirlemektedir.

Etik olarak kabul edilen bir karar, hem yasal hem de toplumun büyük kesimi tarafından moral açıdan kabul edilebilir özellik taşıyabilmektedir. Etik standartlar açık bir şekilde düzenlenmediği için, buna uygun davranışlar konusunda anlaşmazlık ve ikilem ortaya çıkmaktadır. Etiksel ikilem, alternatif davranış veya tercihler, negatif etiksel sonuç oluşturmamasından dolayı kabul edilemez ve dolayısıyla doğru ve yanlışın ayrıştırılmasının zor olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır³.

Etik kurallarına uyum sağlamak öncelikle bireyin sorumluluğunda olmakla birlikte, sosyal bir toplum içinde yaşayan, çalışan bir birey olarak, bireysel sorumluluğu aşarak kurumsal ve toplumsal bir yapıya doğru ilerlemektedir.

Her toplumun, ülkenin, mesleğin gelenekleri, alışkanlıkları, kuralları, yasaları, kültürleri vb. birbirinden farklılıklar göstereceğinden, her toplumda geçerli olan etik kurallar arasında da farklılıkların bulunması kaçınılmazdır. Kısacası, etik kavramı

¹ Annemarie PIEPER, *Etiğe Giriş*, (Çev. Veysel Atayman-Gönül Sezer), İstanbul, 1999, s.5.

² Ümit KUMCUOĞLU “*Etik Üzerine Düşünceler*”, Ekonomistler Eylül Ayı Bülteni, 18.12.2002, s. 5.

³ Nazım EKREN “*Finans Sektöründe Kurumsal Toplumsal Sorumluluk*”, Active, Temmuz-Ağustos 2001, s. 6.

bireylere, zamana ve mekana göre farklı algılanabilir. Ayrıca bireysel algılama farklılıkları nedeniyle de eylemlerin etik veya etik dışı olarak kabul görmesini sağlar⁴.

Bir toplumda etik değerlerin korunuyor olması, etik kurallara uyumlu olunması, toplumdaki sistemin ne kadar açık, şeffaf, güvenilir ve istikrarlı bir yapı içinde olduğunun somut bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Böyle bir yapıya hukuki boyutta da bir destek sağlayarak, sistemin kalıcı ve uzun vadeli bir süreç haline getirilmesi mümkündür⁵.

II. FİNANSAL PİYASALARIN ROLÜ VE FONKSİYONLARI

Finansal piyasaların rolü, firmaların ve kişilerin tasarruflarında daha büyük öneme sahip olacak şekilde değişmektedir. Finansal piyasaların 3 fonksiyonu vardır⁶;

Birinci fonksiyonu, finansal varlıkların alım-satımında fiyat belirlemektir. Alıcı ve satıcının bu pazarlarda karşı karşıya gelmesinin sonucunda alım-satımı yapılan finansal varlığın fiyatı oluşur. Bir başka deyişle, finansal varlıklardan beklenen getiri oranının finansal piyasalarda belirlendiğidir. Finansal piyasalardan fon talep edenlerin güdüleri, fon arz edenlerin talep ettikleri getiri oranına göre belirlendiğinden, ekonomide fonların finansal varlıklar arasında nasıl dağılacığı konusundaki ipuçları finansal piyasalarda ortaya çıkacaktır.

İkinci fonksiyonu likiditeyi sağlamaktır. Finansal piyasalar koşullar zorlandığında ya da satmanın avantajlı olduğu durumlarda yatırımcı için çok önem taşıyan likidite sağlamaktadır. Ancak, bütün finansal piyasalarda aynı derecede bir likiditeden söz edilemez. Zaten

⁴ Laura Pincus HARTMAN, *Perspectives in Business Ethics*, Mc Graw-Hill, New York, 1998, s.594-595.

⁵ Billur ATAN, "Etik Değerler", *ActiveLine*, Mayıs 2003, s. 4.

⁶ Frank J. FABOZZI-Franco MODIGLIANI-Michael G. FERRI, *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice-Hall International, New Jersey, 1994, s. 6-7.

finansal piyasalar arasındaki farklılıkları belirleyen unsurlardan biri de onların sahip oldukları likidite dereceleridir.

Üçüncü fonksiyonu alım-satım maliyetini düşürmektir. Temel olarak iki tür maliyetten söz edilebilir. Birincisi, finansal varlık almayı ya da satmayı düşünen birisinin karşı tarafı bulmak için harcadığı zaman ve bu konuda yapmış olduğu ilan ya da reklam harcamalarının belirlediği araştırma maliyetleridir. Organize olmuş bir finansal piyasada bu tür araştırma maliyetleri azaltılmış olmaktadır. İkincisi ise, finansal varlığı almak ya da satmak için gerekli olan bilginin temin edilmesi için yapılan maliyettir. Etkin bir finansal piyasada finansal varlığın fiyatı, piyasa katılımcılarının tümünün elde etmiş olduğu bilgileri kapsadığından bilgi edinme maliyeti de oldukça düşürülmüş olacaktır.

Eğer finansal piyasalar iyi çalışırsa tüm ekonomi bundan yararlanır. Aksi takdirde, finansal piyasaların etkisiz olması halinde, para verimli olabilecek yerlere gitmez. Finans piyasalarında yaşanan gelişmelerin ekonominin geneli üzerinde önemli etkileri olmaktadır. Bu nedenle piyasaların sağlıklı işleyişi istikrarlı bir ekonomik sistem için büyük önem taşımaktadır.

III. FİNANSAL PİYASALARDA ETİĞİN ÖNEMİ

Etik kavramı, son dönemlerde iş dünyasında sık sık gündeme gelen bir deyim olma özelliği kazanmıştır. Sözkonusu kavrama, özellikle finans dünyasında her zaman ayrı bir önem verildiği ise bilinen bir gerçektir. İş hayatında etik konusunun son zamanlarda en çok konuşulan konu olmasının nedeni, bu alanda endişe verici boyutlarda eksiklik bulunmasındandır. Finansal alanda gündemde olmasının nedeni ise etik olmayan davranışlardan elde edilen imkanların finansal piyasalarda daha fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Finansal piyasalarda kısa dönemde çabuk ve kolay karlar elde etme amacından başka bir amaç olmaksızın spekülatif bir söylenti ile büyük miktarda paralar el değiştirmekte, etik olmayan yollardan elde edilen paralar aklanabilmekte ya da şirketler bölünmek ve varlıklarını elden çıkarmak amacı ile satın

alınabilmektedir. Tüm bu gelişmeler nedeniyle toplum, özellikle de finans dünyasında etik eksikliğinden kaygı duymaktadır. Bu sektörde etik olmayan davranışlar sonucu ortaya çıkabilecek durumların diğer sektörlerle bulaşıcı bir etkisi olacağından ve bütün ekonomik aktiviteye zarar verebileceğinden endişe edilmektedir⁷. Örneğin büyük bir finansal kuruluş faaliyetlerine tehlikeli bir şekilde devam ediyor ise diğerlerini de bu kötü durumun içine sürükleyerek sistemin dengelerini tehlikeye sokabilir.

Finansal kuruluşlar ve finansal piyasaların etik kuralları ile genel olarak piyasaların etik kuralları arasında çok önemli farklar bulunmamakla birlikte, finansal piyasalar ve kuruluşların sosyal fonksiyonları ve topluma sundukları hizmetlerden kaynaklanan küçük ancak önemli bazı özellikleri bulunmaktadır. Finansal piyasalarda faaliyet gösteren birçok katılımcı, kendi menfaatleri çerçevesinde yönlendirilmektedir. Kişisel etik davranış kalıpları hayatın diğer alanlarındaki fonksiyonlarda ortaya çıkmakta ancak finans alanında pek etkili olamamaktadır⁸. Yaptıkları işin spesifik özelliklerini de göz önünde bulundurarak, bankalarda, menkul kıymetler aracı kuruluşlarında ya da diğer finansal kuruluşlarda yönetici veya diğer sıfatlarla çalışanlar faaliyetlerini benzer kurallar çerçevesinde sürdürmelidirler. Ancak insan davranışlarının karmaşık olması nedeniyle kesin ve net bir etik kurallar rehberinden söz etmek mümkün değildir⁹. Diğer taraftan, finansal kurumlar ve piyasalarda etik olmayan yollardan fırsatlar yaratmanın, hem bu kurumların faaliyet alanları hem de büyüklükleri gözönüne alındığında daha kolay olduğudur. Bu piyasalarda, çok kısa vadede yüksek kar sağlamak için kaynakların riskli alanlara yönlendirilmesi, önemli ölçüde kaynak sağlama imkanı bulunan bu kurumların sahipleri lehine usulsüz

⁷ Emine Ebru AKBULUT, "Etik Davranış Kuralları ve Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği İçin Öneri", Yeterlik Etüdü, Ankara, Ekim 2000, s. 8.

⁸ Richard T. De. GEORGE, *Accounting, Finance, Corporate Restructuring and Ethical Investing*, Prentice-Hall, New Jersey, 1999, s. 462-463.

⁹ AKBULUT, a.g.e., s. 9.

işlemlere konu edilmesi, spekülâtif haberlerden yararlanma, kara para aklanması vb. işlemler bunlardan bazılarını oluşturmaktadır¹⁰.

Bir yaklaşıma göre “iyi etik iyi iştir” düşüncesi bir maddi ödül içermekte olup, bu ödülün gelip gelmeyeceği de kesin değildir. Her insanın değer ölçüleri, manevi düzeyi farklı olacağı için etiği bir amaç olmaktan çıkarıp, işletme başarısının bir aracı olarak görmek olası olacaktır. Genel olarak ifade edilen nihai değerler; insanlararası ilişkilerde adalet, her kişinin kendini gerçekleştirme için fırsat, tarihsel inanç ve etik sistemleri, belli bir duruma uygun doğru cevabı sunmamaktadır. Bunlar, yalnızca insan aklının alternatif eylemlerin gerçekleşmesinde kriter olarak değer kazanmaktadır¹¹.

A) TÜRK SERMAYE PİYASASINDA ETİK KURALLAR

Etik ya da meslek ahlak ilkeleri her meslek açısından önemlidir, ama sözkonusu olan finansal kurumlar gibi halkın tasarruflarının emanet edildiği ve birçok ayrıcalıkla donatılmış bir faaliyet alanı olduğunda etik ayrı bir önem kazanmaktadır. Sermaye piyasalarında istikrarsızlık, kazancın olduğu kadar kaybın da çok büyük miktarlarda ve kısa sürede gerçekleşiyor olması, aracı kuruluşlar ve müşteriler arasında çıkan çıkar çatışmaları, etik değerlerin oluşturulmasını, yatırımcıları koruyucu düzenlemeler getirilmesini gerekli hale getirmiştir. Türk Sermaye Piyasası’nda mesleki etik kuralları kendine özgü yapısı içinde uluslararası piyasada belirlenen genel kabul görmüş mesleki kuralların, yazılı hukuk kuralı haline getirilmesiyle oluşmuştur. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, bir meslek örgütü olarak, üyelerin birbirleriyle, müşterileriyle ve çalışanlarıyla olan iş ve ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını belirlemiş, böylece sermaye piyasasının meslek ilkelerini yazılı hukuk kuralı haline getirmiş, bu yolla da tüm çalışanlarını en üst derecede mesleki bilgi ile donatmıştır. Ayrıca etik değerlere bağlı, rekabeti yatırımcılara daha kaliteli hizmet sunumu şeklinde algılayan, saygın

¹⁰ Ayşe ÖZDEMİR - Erkan ÖZDEMİR, “Etik Olmazsa Olur mu?”, Active Dergisi, Nisan-Mayıs 2000, s. 28.

¹¹ Kenneth E. GOODPASTER, “Note on the Corporation as Moral Enviroment”, Ethics in Practice, Harward B.S. Boston, 1989, s. 89-90.

bir meslek mensupları kitlesi oluşturmayı kendisine hedef tayin etmiştir. Birlik böylece, üyelerin hukuksal denetiminin yanında ahlaki denetimini de üstlenerek adil ve dürüst bir piyasanın oluşmasını sağlama gibi çok önemli bir fonksiyonu da bünyesinde üstlenmiş bulunmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarını düzenleyen otoritelerinin, uluslararası alanda koordinasyon ve işbirliğini geliştirmek üzere oluşturdukları bir kuruluş olan ve 1988 yılında Türkiye'nin de üyesi olduğu IOSCO (Uluslararası Menkul Kıymetler Örgütü), 1990 tarihli raporunda sermaye piyasasının meslek kurallarını; "Müşterilerin yararlarını korumak ve piyasanın doğruluğunu sağlamak üzere, sermaye piyasasındaki faaliyetleri düzenleyen sevk ve idare kuralları" olarak tanımlamıştır. Sermaye piyasasında mesleki etik kuralları, Sermaye Piyasası Tebliğlerinde ve İMKB düzenlemelerinde genel olarak, ancak dağınık şekilde yer almaktadır. Bununla birlikte, sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kuruluşların oluşturduğu meslek örgütü olan Birlik tarafından mesleki etik kuralları daha ayrıntılı olarak ele alınmış ve tek bir düzenleme ile 13 Aralık 2001 tarihinde standart kurallar haline getirilmiştir¹². Bu düzenlemenin hazırlanmasında, IOSCO tarafından belirlenen Uluslararası Mesleki Davranış Kuralları, ayrıca Avrupa Birliği Konsorsiyumu tarafından yayımlanan Devredilebilir Menkul Kıymetler Üzerinde Yapılacak İşlemler Hakkında Avrupa Davranış Kuralları Kodunda yer alan genel ilkeler göz önünde bulundurulmuştur¹³. Menkul kıymet piyasalarının güven ve istikrar içinde çalışması için önemli bir yasal boşluğun tamamlanmasını sağlamak üzere, "Meslek Kuralları" ve bu kurallar ile birlikte, Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Birlik kararlarına aykırı hareket eden Birlik üyelerine uygulanacak disiplin cezalarına ilişkin esasların belirlendiği, "Disiplin Yönetmeliği" olmak üzere iki önemli düzenleme hayata geçirilmiştir.

Aracı kuruluşların birbirleri, müşterileri ve çalışanları ile olan iş ve ilişkilerinde uyacakları etik kurallar şöyle sınıflandırılmıştır;

¹² www.tspakb.org.tr/sp-mevzuat.pdf

¹³ www.tspakb.org.tr/index.tur.htm

Genel İlkeler; Dürüst ve Adil Davranma, Mesleki Özen ve Titizlik, Saydamlık, Kaynakları Etkin Kullanma, Rekabet ve Toplumsal Yararı Gözetme, Kara Paranın Aklanması ile Mücadele.

Müşterilerle İlişkiler; Müşteriyi Tanıma, Müşteri Talimatlarına Uyma, Bilgi Verme, Müşteri Menfaatleri, Çıkar Çatışmaları, Sır Saklama.

Diğer Üyelerle İlişkiler; Mesleki Sorumluluk, Dayanışma ve Bilgi Alışverişi, Haksız Rekabetin Önlenmesi, İlan ve Reklamlar.

Çalışanlarla İlişkiler; Çalışanların Genel Nitelikleri, Mesleki Yeterlilik, Mesleki Özen ve Titizlik, Kariyer Gelişimi, Çalışanların Müşterilerle İlişkileri.

Etik değerlerin yerleştirilmesi, tüm yatırımcıları ilgilendiren bir konudur. Borsanın derinleşmesinde, hacmin artmasında ve yatırım enstrümanları içerisinde hak ettiği yeri almasında, etik değerler konusu kilit bir rol almaktadır ve sermaye piyasalarında etik değerlerin gelişmişlik düzeyi o piyasadaki teknolojik gelişim kadar önem kazanmaktadır.

IV. SERMAYE PİYASASINDA ETİK DIŞI DAVRANIŞLAR

A) SPEKÜLASYON

Spekülasyon, ileride ortaya çıkabilecek fiyat dalgalanmalarından yararlanarak kazanç sağlamaktır. Spekülasyon piyasa etkinliğine şöyle yardımcı olmaktadır¹⁴;

Tüm yararlı bilgilerin analizinden sonra, spekülâtör finansal araçların fiyatının yanlış olduğuna inanır ve bu alış-satıştan avantaj elde edeceğine inanır. Eğer varlık değerinin altında ise satın alacaktır, çok değerlenmişse satacaktır. Spekülâtörün belirlediği fiyata ulaşınca kadar fiyat artacak ya da azalacaktır ve bu durumda kar

¹⁴ Juan MASCERANAS, “Corporate Ethics and Financial Markets”, Sixth ECSA-World Conference, Brussels, December 2002.

elde edecektir. Eğer bu düşüncesinde ya da beklentisinde yanılırsa kaybedecektir. Sonuçta, spekülasyon fiyat belirlemeye yardımcıdır.

Piyasa inişte ise, yatırımcılar ellerindeki varlıkları satmak isterler, fakat herkes satmak ister, bunları spekülâtör satın alacaktır. Bu hareket ile spekülasyon piyasaya likidite sağlar.

Ayrıca, spekülâtör enformasyon ve araştırma maliyetlerini düşürür.

Bu açıklamalardan sonra spekülâtörün piyasanın iyi çalışması için gerekli olduğunu düşünürüz. Buna rağmen spekülasyon genellikle kötü bir üne sahiptir. Bunun nedeni, pek çok durumda spekülâtörler etik davranmamalarıdır, pek çoğu bilgileri illegal bir şekilde sağlamaktadır (hırsızlık, insider trading, casusluk, rüşvet vs..) ya da kendi çıkarları için hisse fiyatlarında yapay hareketleri provoke etmektedir (yanlış dedikodular yaymak, büyük miktarda alış ya da satış ile fiyatları indirmek ya da çıkarmak). Her iki durum da piyasa etkinliğine karşıdır ve sonuçta spekülâtörler yatırımcıları (hatta toplumu) riske atarlar¹⁵.

Spekülâtörlerin etik olmayan davranışlarından korunmak için düzenleyicilerin (kural koyucuların) fonksiyonu önemlidir. Eğer düzenleyici sistem (yasalar, kurumlar, cezalandırma sistemi) iyi çalışmıyorsa, piyasa daha etkili olmadığı için, spekülâtörler etik olmayan işlemleri yapmak için teşvik bulacaklardır. Buna rağmen, bu durumlarda bile pek çok spekülâtör düzenleyicilerin dikkatini çekmeden kendi kendilerini kontrol edeceklerdir.

B) INSİDER TRADING

Bilgi toplamanın ve bu bilgiyi işleme sürecinin eşit olmayan maliyetleri, yatırımcılar arasında menkul kıymet ticaretine ve servet transferine yol açabilir. Bir firma hakkında kolayca bilgi elde edebilen yatırımcılar, kamuoyundan önce elde edebilecekleri bilgilerden kendilerine kazanç sağlayabilirler. Meslekleri, görevleri ve pozisyonları gereği bir firmanın menkul kıymetlerinin değerini

¹⁵ Mascarenas, a.g.e.

etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgilere erişebilen ve kendi çıkarlarına kullanma potansiyeline sahip olan kişiler 'içeridekiler' olarak tanımlanmakta, bunun için belirleyici olan kriter olarak da firmayla olan bağlantı ve bilgi kaynağına yakınlık olarak belirtilmektedir¹⁶.

İçeriden bilgi alanların bu bilgiyi kullanarak yapmış oldukları, etik olmayan sermaye piyasası işlemleri ile ya kazanç elde etmek ya da olası bir zarardan korunma beklentisi bulunmaktadır. Böyle bir durum, yatırımcıların piyasadan çekilmesine ve hisse senedinin piyasa değerinin düşmesine neden olacağı için firmanın piyasadan fon sağlama maliyeti, sermaye maliyeti artar. Bununla birlikte, piyasada imajı bozulan firmaya olan güven de azalır. Öte yandan, bu durumun tespiti ve denetimi, aynı zamanda aracı kurumun da yüklenim ve aracılık maliyetlerini artırmaktadır¹⁷.

C) MANİPÜLASYON

Manipülasyon sermaye piyasalarında piyasanın işleyişini bozan ve haksız rekabet yaratan bir davranıştır. Etik dışı olan ve cezalandırılması gereken yanlış bilgiler, asılsız haberler ve fısıltılarla borsa yatırımcılarını sonunda zarar edecekleri hatalı kararlara yönlendirmek, bundan hile yoluyla haksız kazanç sağlamak, yani manipüle etmektir. Menkul kıymet piyasalarında manipülatif davranışlar, yükselen bir piyasa olduğu ya da olacağı inancı yaratılarak hisse senedi fiyatlarının yükselmesini sağlayacak ortamın hazırlanması, fiyatların yükselmesini sağlayacak ortamın hazırlanması, fiyatların düşürülmesi sağlanarak düşük fiyattan hisse senedi satın alınması ya da hisse senetlerinin fiyatının belli bir seviyede kalmasının sağlanması yoluyla olabilir¹⁸.

¹⁶ Lynne BERGMANS, *Insider Trading*, England, 1993, s.204-205.

¹⁷ Güler ARAS, "Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilginin Rolü", 1. Ulusal, Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Tebliği, Kocaeli, Mayıs 2002.

¹⁸ Allen FRANKLIN-Gale DOUGLES, "Stock Price Manipulation", *The Review of Financial Studies*, Vol.5, No:3, 1992, s. 514.

V. FİNANS YÖNETİCİLERİNİN ETİK AÇIDAN ROLÜ

İşletme faaliyetlerinde yer alan kişilerin veya karar alma sorumluluğundaki yöneticilerin kararlarında ticari ve etik değerlerin en iyi denk düştüğü noktayı dikkate almaları gerekmektedir. Esas sorun, birey olarak yöneticinin karar almada etiksel ve ticari değerlerin kombinasyonunun nasıl oluşturulacağıdır. Bunun yolu ise, geçmişteki kararlara bakmak ve gerçek kuralları ona göre belirlemektir. Yönetici kendi etiğini kendi davranışlarından ortaya çıkarmalıdır. Söylemek ya da niyetlenmek etik bir karar değildir, asıl olan bunun eyleme yansımasıdır¹⁹. Yönetici de öncelikle bir insandır ve evrensel özelliği gereği yaşamına bir anlam ve gaye aramaktadır, fakat rolü gereği daima farklılaşan diğer öncüllerinde çelişkiyi yaşamaktadır. Doğru şeyler yapılmak istense de, her zaman doğru olan şeyin ne olduğunu bulmak kolay olmamaktadır²⁰.

Yöneticiler kişisel özelliklerini ve davranış biçimlerini işlerine yansıtmaktadırlar. Kişisel ihtiyaçlar, aile etkisi, dini, sosyal veya kültürel arka plan, yöneticinin değerler sistemini oluşturmaktadır. Ben merkezli yaklaşım, kendine güven, güçlü bağımsızlık duygusu yöneticinin etik değerlerini etkilemektedir. Yöneticileri etkileyen bir diğer husus da ahlaki gelişim düzeyidir. Yöneticiler ya tümüyle dışsal faktörleri dikkate alarak ya da meslektaşlarının, yakın çevresinin ve toplumun iyi olarak tanımladığı rolleri göz önüne alarak veya içsel standart ve değerlerine göre karar alma ve uygulama yapma eğiliminde olmaktadır²¹. Bu sorumluluk istesinler ya da istemesinler yöneticilere verilmektedir. Yöneticiler dürüst olmalı ve sözlerini tutmalı, riskleri ve şüpheli durumları da görmelilerdir.

Finans yöneticilerinin, diğer yöneticilerden farklı olarak yüklendikleri bazı etik sorumlulukları vardır. Bunlardan biri sermaye piyasası işlemlerinde uymaları gereken etik kurallardır. Finans yöneticileri sermaye piyasalarını cesaretle ve inançla karşılamalıdır.

¹⁹ Adrian CADBURY, "Ethical Managers Make Their Own", Ethics in Practice, Harvard B.C., Boston, 1989, s. 70.

²⁰ Cadbury, a.g.e., s. 77.

²¹ EKREN, a.g.e., s. 9.

Sermaye piyasasında mevsimsel, dönemsel ve rasgele gibi doğal olayları anlama analistin ilgilendiği konulardır. Ancak, dış dünyanın gerçekçi olmayan beklentilerini karşılamak için, rakamlar saptırılabilir (ya da uydurulabilir). Finans yöneticiler eğer dayanağı yoksa analistlerin tahminlerine dayanarak hareket etmemelidir²². Firma ve finans yöneticisi için hisse senetlerinin piyasa fiyatları önemlidir. Çünkü hisse senetlerinin piyasa fiyatı; başarı olasılığı, sermaye maliyeti, borç alma kapasitesi ve yeni firma elde etmek için kapasitesi gibi firma stratejilerinden etkilenir. Tahmini fiyat, işletmenin tahmini nakit akışına ve finans yöneticileri ile analistler arasındaki iletişime bağlıdır. İletişim yoksa ve piyasa firmanın geleceği hakkındaki doğruları tam olarak anlayamazsa, yatırımcılar paralarını, çalışanlar işlerini, emekliler tasarruflarını kaybedebilirler ve firmanın dürüstlüğü zedelenir. Finans yöneticisi ve hissedarların kolaylıkla elde edemeyeceği bilgilere sahip olabilen analistler arasındaki özel konuşmalar oldukça çok yapılır. Fuller ve Jensen'a göre²³ yöneticiler ve analistler arasında yapılmakta olan konuşmaların basit kurallara uydurulması gereklidir. Örneğin bu konuşmalar açık bir yerde ve adil bir şekilde yapılmalıdır.

Teoride ve pratikte firmaların amaçlarından birinin karı maksimize etmek olduğu bilinmektedir. Finans yöneticisinin etiğe önem vermesi karlılığı engelleyecek bir olgu olarak düşünülmektedir. Olaya daha geniş bir kavram olarak bakıldığında, etkinlik ile etik arasında kısa dönem için bir çelişki olabileceği belirtilmektedir. Uzun dönemde etik olan şeylerin aynı zamanda verimli olduğu düşünülmekte iken, kısa vadede etik davranışların bir katkısı olmadığını gören yöneticiler böyle bir davranış içerisine girmemeyi ve kısa vadedeki getiriyi tercih etmektedirler²⁴.

²² Mascarenas, a.g.e.

²³ Joseph FULLER-Micheal JENSEN, "Just Say No to Wall Street", Journal of Applied Corporate Finance, Spring 2002, s. 6-7.

²⁴ Daniel HAUSMAN, "Trust and Self-Interest", Measuring and Managing Ethical Risk: How Investing in Ethics Value Conference, University of Notre Dame, September 1999, s. 6.

Finans yöneticileri uzun vadede çok değerlenmiş bir varlığın, değerinin çok altındaki bir varlık kadar zararlı olacağını tahmin etmelidirler.

Finans yöneticileri, yatırımcılar ve piyasalar için firmalarını daha şeffaf çalıştırmalıdır. Bunun anlamı, stratejilerini göstermek, açığa çıkarmaktır.

Finans yöneticileri, firmalarının tahminlerini, endüstrinin ve rakiplerinin tahminleri ile bağdaştırmalıdır. Eğer onların tahminleri daha iyimser ise nasıl ve niçin böyle düşündüklerini açıklayabilmelidirler²⁵.

Muhasebe ve finans yönetimi ile ilgili kişilerin etik yargılarının hangi faktörlerden etkilendiğini araştıran bir çalışmaya göre²⁶; muhasebe ve finans yöneticilerinin etik yargıları üzerinde en etkili faktör, bireylerin çevrenin etik değerlerinden etkilenme düzeyidir. Çevrenin etik yönden temizliği ve etik değerlere bağlılığı konusunda olumlu fikre sahip olan yöneticiler daha olumlu etik yargılara varmaktadır. Firma etik değerleri ile yöneticilerin etik yargıları arasındaki pozitif ilişkinin varlığı konusunda geliştirilen hipotez için ise kısmi destek bulunmuştur. Yöneticilerin yaşının etik yargılar üzerinde etkisi ise çift yönlüdür. Genç yöneticilerin sosyal sorumluluk ve çevre bilinci ile ilgili etik yargıları daha olumludur. Buna karşılık, genç yöneticilerin, firmaları karlılık hedeflerine ulaştıracak etik dışı uygulamalar konusundaki yargıları daha olumsuzdur.

VI. İMKB'DE YATIRIMCIYI MAĞDUR EDEN ETİK DIŞI OLAYLAR

Siyasi istikrarsızlık, ekonomik istikrarsızlık, enflasyonun yükselmesi, büyümenin düşmesi ve her iki konuda oynaklığın artması,

²⁵ John DOBSON, "Ethics in Finance II", Financial Analysts Journal, January/February 1997, s. 23.

²⁶ Alövsat MÜSLÜMOV - Güler ARAS, "Türkiye'de Muhasebe ve Finansal Yönetim Uygulamalarında Etik Davranışları Etkileyen Faktörlerin Analizi", XXI. Muhasebe Eğitimi Sempozyumu, Bodrum, 2002.

derin ekonomik krizler sermaye piyasasını olumsuz etkilemiştir. Genel sorunlar yanında, piyasanın yapısal sorunları da gelişmesinin önüne engel olarak çıkmıştır, örneğin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık tam olarak yapılamamaktadır. Manipülasyon, insider trading gibi hem etik olmayan, hem de temel sermaye piyasası suçları her zaman olmuştur.

Dünyada 1990'ların sonlarında yükselen piyasalarda, yatırımcılar ve hissedarlar yatırımlarından yüksek oranlı getiri elde edeceklerine umutlular. Sonsuz kar akışına (en azından kağıt üstünde) söz verilmişti ve pek çok firma tarafından da dağıtılmıştı. Bu yüzden, pek çok yatırımcı korunmasını azaltmıştır. Bu dönemde pek çok firma ve onların yöneticileri için ilkönce para, daha sonra etik geliyordu. Bu dönemde Enron ve diğer skandallar ortaya çıkmıştır²⁷.

Ülkemizde de finans dünyası, günümüze dek pek çok bankacılık ve borsa skandallarıyla çalkalanmıştır. Ekonomik gelişime bağlı olarak finansal kurumların kişiler ve piyasalar arasındaki aracılık rolünü üstlendikleri dönemlerden itibaren çeşitli yasal düzenlemelere gidilmişse de krizlere engel olunamamıştır. Sermaye Piyasası'nda meydana gelen her olay yatırımcının güveninin azalmasına neden olmuştur. Bu olayların mağduru olan yatırımcılar haklarını geri alabilmek için hukuk savaşı vermişlerdir.

Bu piyasada, 1994 krizinde toplu aracı kurum batışlarından, 60 bini aşkın yatırımcının 200 milyon dolardan fazla hisse senedi, batan aracı kurumlar tarafından yok edilmiştir. 2001 krizinde bu kez bankalar batmıştır, bankaların küçük ortaklarına ait hisse senetleri, yani borsada işlem gören hisse senetleri bedelsiz müsadere edilmiştir. 1994'de aracı kurum batışından büyük darbe yiyen hisse senedi piyasası, 2001 krizinde devletin ve Bankalar Kanunu'nun ilgili maddesinden dolayı daha da büyük yara almıştır. Bankaların iştirakleri ve batan diğer şirketler nedeniyle yaklaşık 450 bin yatırımcının 760 milyon dolarlık zararı oluşmuştur²⁸.

²⁷ Alexander SCHAUB, "Money vs. Ethics: Dilemmas For Law Firms and Financial Institutions in Capital Markets and Mergers and Acquisitions", ECB Symposium, 29 November 2002.

²⁸ www.sabah.com.tr/2004/04/23/yaz07-30-121.html

Borsa tarihinde aracı kurumların yatırımcıya verdiği zararlar konusundaki en önemli örnekler, AOG Türkinvest ve Çarşı Menkul Değerler'e (Çarmen) aittir. 1994 kriziyle birlikte faaliyetleri durdurulan aracı kurumlar arasında o dönemin en büyükleri olan ve işlemleri nedeniyle İMKB'den defalarca üstün performans ödülü alan Çarmen'de 3 bin, AOG Türkinvest'te ise 8 bin yatırımcının parası batmıştır. AOG'nin sahibi (Nasrullah Ayan) hakkında 170 ayrı dava açılmıştır. AOG Türkinvest 13 Ocak 1995 yılında, Çarmen ise 4 Temmuz 1995 tarihinde resmen iflasını ilan etmiştir. Bu olaylarda SPK gerekli denetimleri yapmamış olması nedeniyle eleştirilmiştir. Zor duruma düşen firmalara kendini toparlaması için defalarca süre verilmesi, o süre zarfında mevcut aktiflerin de firma dışına çıkarılmasına yol açtığı iddiaları ortaya atılmıştır²⁹.

Sermaye Piyasası bugüne kadar onlarca firma hisse senedinde manipülasyon yaptıkları iddiasıyla 169 farklı kişiden davacı olmuştur. Manipülasyon yaparak yatırımcıları zarara uğrattıkları için SPK tarafından dava açılanlardan biri de Halil Güvener olmuştur. Borsadan hisselerini toplayarak Doğusan'ı ele geçiren, Sökse'yı da Kalkınma Bankası'ndan özelleştirme yoluyla alan Halil Güvener'in bu sırada yaptığı işlemler usulsüz olduğu için Doğusan Gözaltı Pazarı'na alınmıştır. Sökse da yıllardır üretim yapmadığı için borsadaki sırası işlemlere kapalı tutulmaktadır. Bu nedenle yatırımcının toplam 742 bin 663 doları bloke olmuştur. Manipülasyon suçlaması ile ceza alanların çoğu karşı davalar açarak işlem yasaklarını kaldırmak için girişimlerde bulunmuşlardır. SPK'nın aldığı tüm tedbirlere karşın yatırımcıların manipülasyon nedeniyle meydana gelen kayıpları önlenememiştir.

Borsada yaşanan önemli hukuk uyuşmazlıklarından biri de SPK ile Uzan grubu arasında gerçekleşmiş ve yine zarar gören yatırımcı olmuştur. Çukurova ve Kepez Elektrik'te Sermaye Piyasası Kanunu'na aykırılık olduğunu ileri süren ve bu firmaların içinin küçük yatırımcı aleyhine boşaltıldığı saptaması yapan SPK, çeşitli kanuni yollara başvurarak en son aşamada da firma yönetimine el koymuştur. Çukurova, Kepez ve Aktaş Elektrik şirketlerinin üretim lisanslarına el

²⁹ www.radikal.com.tr/2001/02/16/borfin.Olimk.shtml

konulması nedeniyle İMKB'de yaklaşık 25 bin yatırımcı mağdur duruma düşmüştür. Çukurova ve Kepez'in faaliyetlerine devam etmesi nedeniyle Hazine'nin çağrı yöntemi ile elinde hisse bulunanlara nakdi veya hisse bedeliyle ödeme yapabileceği vurgulanmıştır. Bu sorunun çözümünde ikinci bir alternatif ise şirketlerin imtiyaz sözleşmesinin başka bir şirkete devri halinde, yeni imtiyaz sahibinin çağrı yaparak küçük yatırımcılara hisselerinin bedelini ödemesi şeklinde olmaktadır³⁰.

Yine Uzanlar'a ait İmar Bankası'na el konulmuştur. Banka tarafından halka makbuz karşılığı satılan hazine bonolarının büyük rakamlara ulaştığı anlaşılınca Hükümet, 'bankanın hazine bonosu satma izni olmadığı' gerekçesiyle bono sahiplerine ödeme yapılmamasına karar vermiştir. Bu karar mevzuata uygundur, ancak etik bir uygulama değildir. Çünkü banka bonoları gizli değil radyo ve gazete ilanlarıyla halka duyuru yaparak satış yapmıştır. Bu satış Hazine'nin, Merkez Bankası'nın, SPK'nın, İMKB'nin, kamunun tüm diğer sorumlu kuruluşların önünde yapılmıştır. Burada kamunun gözetim ve denetim sorumluluğu, kamunun güvencesi söz konusu. Hükümetin İmar Bankası'ndan bono satın alanların bono bedellerini ödememesi mevzuata uygundur. Ancak bu durumlarda güçsüz ve çaresiz durumdakilerin haklarını korumak, hükümetin ve kamu çalışanlarının etik sorumluluğudur. Özel durumları dikkate almayan genel mevzuat, etik değerlerin bütünü ile bir yana atılmasına yol açmamalıdır³¹. Bu örnekte görüldüğü gibi yatırımcılar da etik davranmayan firmalara hiçbir şekilde yatırım yapmamalıdır.

Borsada güven unsurunu büyük ölçüde zedeleyen yaklaşımlardan biri de izinsiz olarak yapılan sermaye piyasası faaliyetleridir. SPK, yasal olmayan yollardan yatırımcının parasını ve hisse senetlerini zarara uğratabilecek biçimde kullananlar hakkında pek çok dava ve cezai kovuşturma açmıştır. SPK'nın halka açılma prosedürüne uyulmaksızın yapılan ihraçlar nedeniyle de açtığı davalar bulunmaktadır, bunun en büyük örneği Kombasan'dır. SPK, Kombasan'a Sermaye Piyasası mevzuatına aykırı olarak halktan para

³⁰ www.referansgazetesi.com/0310index.html

³¹ www.milliyet.com/2004/04/25/business/bus05.html

topladığı ve halka arz yaptığı için hukuki yollara başvurmuştur. Kombasan'ın 40 bini aşkın kişiyi firmaya ortak yaptığı, ancak defterlerde 30 kişinin ortak olarak görüldüğü belirlenmiştir. Kombasan ise bunun bir halka arz olmadığı savından hareketle savunmasını yaparken, süren davalar geniş kapsamlı zararlara neden olmuştur³².

İMKB'de 2001'in son çeyreğinde alımlar etkili olurken, endekste yıllık yükseliş yüzde 46 olmuştur. En fazla getiriye sağlayan hisse senedi ise yüzde 900'le Ceylan Giyim olarak gerçekleşmiştir. İMKB verilerine göre Ceylan Giyim hisseleri, 2001 yılına 2.800 liradan başlamıştır. 10 Aralık 2001 günü 33.000 seviyesini gören Ceylan Giyim hisseleri yılı (28 Aralık 2001) 28.000 liradan tamamlamıştır. Ceylan Giyim hisselerinin on misli değer kazanmasına karşılık, 2001 yılının ilk dokuz ayındaki kârı bir önceki döneme göre azalarak 223 milyar lira olmuştur, yani 378 bin dolardan 173 bin dolara inmiştir. Bu gerçeklere rağmen Ceylan Giyim'in hisselerinin %1.000 değer kazanmasını sağlayan tek şey spekülasyondur. İMKB başkanlığı değişik zamanlarda defalarca Ceylan Giyim A.Ş.'den "olağandışı fiyat ve miktar hareketleri"ne ilişkin olarak açıklama yapmasını istemiştir. Ceylan Giyim A.Ş.'nin 11 Şubat 2000 tarihli açıklamasında: "11.02.2000 tarihinde Reuters Haber Ajansı'nda yayınlanan haberde, ABD kökenli Nike ve İngiliz Next firmaları ile 'tescilli üretici' anlaşması yaptığımızla ilişkin bilgilere yer verilmiştir. Ancak her iki firma ile de çalışmalarımız ön hazırlık ve numune safhasında olup prensipte anlaşma görüşmelerimiz sürmektedir. Henüz bu firmalarla 'tescilli üretici' anlaşması imzalanmamıştır" denilmiştir. Bu açıklamada görüldüğü gibi, Ceylan Giyim'e ilişkin Reuter haber ajansı aracılığıyla ünlü Amerikan Nike firması ile anlaşma yaptığı haberi yayınlanmış ve bu yolla hisse senetlerinin değerinin yükseltilmesi sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak İMKB başkanlığının "olağandışı fiyat ve miktar hareketleri" olduğu üzerine yapılan açıklamada bunun doğru olmadığını beyan etmek zorunda kalmışlardır. Ama, Reuter haber ajansının haberi tüm ekonomi

³² www.radikal.com.tr/2001/02/16/borfin.Olimk.shtml

medyasında yayınlanmışken, yapılan açıklama sadece İMKB bültenlerinde yer almıştır.

Yargıtay son günlerde sermaye piyasası açısından örnek oluşturacak bir karar almıştır. Kararda “Arat Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. hisse senetleri üzerinde SPK’na aykırı şekilde yapay sonuç amaçlayan alım ve satım işlemi gerçekleştirdikleri” iddiasıyla Ali Ziya Sesel ve Esat Yontunç adlı sanıkları hakkında dava açılıp yargılanmaları istenmiştir. Yargıtay, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 47/A-2 maddesine göre sanıkların (açıklanan yapay sonuçları amaçlayan alım satım işlemi gerçekleştirmek suretiyle) borsada manipülasyon yaptıklarına, 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyardan 25 milyar liraya kadar ağır para cezası ile yargılanmalarına karar vermiştir³³.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Finansal piyasalar her zaman para yaratacaktır. Bununla beraber, finansal piyasaların düzgün çalışması ve kamu güvenini sağlaması, ekonomik büyüme ve varlık yaratmak için temel zorunluluktur. Bunu yaymak için her zaman şeffaflığa ve dürüstlüğe ihtiyaç duyacaktır. İyi etik eşittir iyi işletme ve iyi uzun vadeli ekonomik faydadır.

Etik, neyin iyi ya da yanlış olduğunu ortaya koyan davranışsal kurallar topluluğu, ilkeler topluluğudur. Bir toplumda etik değerlerin korunuyor olması, etik kurallara uyumlu olunması, toplumdaki sistemin ne kadar açık, şeffaf, güvenilir ve istikrarlı bir yapı içinde olduğunun somut bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Böyle bir yapıya hukuki boyutta da bir destek sağlayarak, sistemin kalıcı ve uzun vadeli bir süreç haline getirilmesi mümkündür. Söz konusu kavrama, özellikle finans dünyasında her zaman ayrı bir önem verildiği ise bilinen bir gerçektir. Bu durum, piyasa özelliklerinin yanı sıra, bu alandaki etik değerlerin eksikliğinin ekonomik faaliyetlerin tamamı üzerinde ölümcül etkileri olabileceği kaygılarından kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan, finansal kurumlar ve piyasalarda etik olmayan yollardan fırsatlar yaratmanın, hem bu

³³ www.hurriyetim.com.tr/18/3/2004

kurumların faaliyet alanları hem de büyüklükleri gözönüne alındığında daha kolay olduğudur.

Finans piyasalarında yaşanan gelişmelerin ekonominin geneli üzerinde önemli etkileri olmaktadır. Bu nedenle piyasaların sağlıklı işleyişi istikrarlı bir ekonomik sistem için büyük önem taşımaktadır.

Yönetici de öncelikle bir insandır ve evrensel özelliği gereği yaşamına bir anlam ve gaye aramaktadır. Fakat rolü gereği daima farklılaşan diğer öncüllerinde çelişkiyi yaşamaktadır. Doğru şeyler yapılmak istenmekte ama her zaman doğru olan şeyin ne olduğunu bulmak kolay olmamaktadır.

Sermaye piyasasında yazılı kuralların yanısıra, yazılı olmamakla birlikte uyulması gereken etik kuralların benimsenmesi ve uygulanması piyasayı oluşturan bütün tarafların, yani yatırımcıların, üyelerin ve hisse senetleri borsada işlem gören firmaların etik değerleri uygulama konusunda bir konsensüse varmaları son derece büyük önem taşımaktadır. Yazılı düzenlemelerin yanısıra, sistemin istenen şekilde işleyebilmesi için, otokontrol mekanizmalarına dayanan etik değerlerin yaratılması büyük önem arz etmektedir.

İstisnai sayılabilecek kişilik bozuklukları bir tarafa bırakılırsa etik değerlere uymamanın temelinde, bir davranışın anlık getirisi ile, uzun vadede diğer ilgililerin tepkileri hesaba katıldıktan sonraki getirisi arasında ciddi fark olmasıdır. Uzun vadeli çıkarlarını düşünebilen bir karar alıcı için akılcı seçim etik kurallara uymaktır.

Mesleği veya görevi gereği halka açıklanan bilgiden sorumlu olan kişilerin, kamunun doğru aydınlatılmasını ve hiçbir grubun ayrıcalıklı konumda olmamasını sağlamaları gerekir. Yatırımcılar muhasebe kayıtlarına güvenebilmelidir. Firma kayıtları, firmanın ne kadar sağlıklı ve varlıklı olduğunu doğru ve açık bir şekilde ifade edebilmelidir. Muhasebe ve denetim firmaları bu durumu sigorta etmek için anahtar rol oynarlar. Muhasebe sistemleri güçlü ve fiyat temelli olmalıdır.

Yönetim teşvikleri işletme uygulamalarının güvenilirliğine dayandırılmalıdır. Onlar tamamıyla finansal olmak zorunda değildir. Kısacası, yatırımcıları korumak firma için önemlidir. Firmalar temel

ekonomik verilerini ilk önce sorumluluk nedeniyle ve daha da çok hissedarları için açıklamalıdır. Çok az firma daha küçük olduğunu, daha az likit piyasalarda yer aldığını, hisse fiyatlarının çökmüş olduğunu açıklar. Ve sonuç daha yüksek maliyetli sermayedir.

Büyük kurumsal yatırımcıların bir kısmı, halka açık işletmelerin çalışmasında daha aktif olmalıdır. Yani, yıllık genel toplantılarda yer almalı, denetim ve açıklanmasında yüksek standartlar talep etmelidir.

Daha da önemli olan şey, etiği odak noktası olarak belirlemek gerekmektedir. Bu durum, karlılık güdüsü ile mükemmel bir şekilde uydurulabilir. Temel oyuncularının (yatırım bankaları, finansal analistler, muhasebeciler, denetçiler ve avukatlar) etik davranışları az ise uzun vadede iyi fonksiyon gösteremeyeceklerdir.

İMKB’de skandallar tarafından ortaya çıkan; her düzeydeki tüm aktörlerin, düzenlemeye ya da standarda bağlı olması ve tüm bu kişilerin sorumluluklarını ciddi bir şekilde yerine getirmesi gerektirir. Yatırımcının korunması için denetim standartları yükseltilmelidir. Bunlar; piyasa bütünlüğünün (dürüstlüğü, tamlığı) sağlanması, kurumsal denetimin gerçekleştirilmesi, muhasebe standartları denetimin düzenlenmesi, finans yöneticilerinin öneminin kavranması, finansal kurumlar için kesin geleceğe yönelik kurallar koyulması ve tüm kurumlarda şeffaflık zorunluluğudur.

KAYNAKÇA

- AKBULUT Emine Ebru, “*Etik Davranış Kuralları ve Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği İçin Öneri*”, Yeterlik Etüdü, Ankara, Ekim 2000.
- ARAS Güler, “*Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilginin Rolü*”, 1. Ulusal, Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Tebliği, Kocaeli, Mayıs 2002.
- ATAN Billur, “*Etik Değerler*”, Activeline, Mayıs 2003.
- BERGMANS, Lynne, *Insider Trading*, England, 1993.
- CADBURY Adrian, “*Ethical Managers Make Their Own*”, *Ethics in Practice*, Harvard B.C., Boston, 1989.

- DOBSON John, “*Ethics in Finance II*”, Financial Analysts Journal, Janury/February 1997.
- EKREN Nazım, “*Finans Sektöründe Kurumsal Toplumsal Sorumluluk*”, Active Dergisi, Temmuz-Ağustos 2001.
- FABOZZ Frank J.- MODIGLIANI Franco- FERRI, Michael G., Foundations of Financial Markets and Institutions, Prentice-Hall International, New Jersey, 1994.
- FRANKLIN Allen - DOUGLES Gale, “*Stock Price Manipulation*”, The Review of Financial Studies, Vol.5, No:3, 1992.
- FULLER Joseph- JENSEN Micheal, “*Just Say No to Wall Street*”, Journal of Applied Corporate Finance, Spring 2002.
- GEORGE Richard T. De., Accounting, Finance, Corporate Restructuring and Ethical Investing, Prentice-Hall, New Jersey, 1999.
- GOODPASTER Kenneth E., “*Note on the Corporation as Moral Enviroment*”, Ethics in Practice, Harward B.S. Boston, 1989.
- HARTMAN Laura Pincus, Perspectives in Business Ethics, Mc Graw-Hill, New York, 1998.
- HAUSMAN Daniel, “*Trust and Self-Interest*”, Measuring and Managing Ethical Risk: How Investing in Ethics Value Conference, University of Notre Dame, September 1999.
- KUMCUOĞLU, Ümit, “*Etik Üzerine Düşünceler*”, Ekonomistler Eylül Ayı Bülteni, 18.12.2002.
- MASCERANAS Juan, “*Corporate Ethics and Financial Markets*”, Sixth ECSA- World Conference, Brussels, December 2002.
- MÜSLÜMOV Alövsat - ARAS Güler, “*Türkiye’de Muhasebe ve Finansal Yönetim Uygulamalarında Etik Davranışları Etkileyen Faktörlerin Analizi*”, XXI. Muhasebe Eğitimi Sempozyumu, Bodrum, 2002.
- ÖZDEMİR Ayşe - ÖZDEMİR Erkan, “*Etik Olmazsa Olur mu?*”, Active Dergisi, Nisan-Mayıs 2000.
- PIEPER Annemarie, Etiğe Giriş, (Çev. Veysel Atayman-Gönül Sezer), İstanbul, 1999.

SCHAUB Alexander, “*Money vs. Ethics: Dilemmas For Law Firms and Financial Institutions in Capital Markets and Mergers and Acquisitions*”, ECB Symposium, 29 November 2002.

“*Borsada Manipülasyona Yargıtay’dan 5 Yıl Hapis*”,

www.hurriyetim.com.tr/18/3/2004

“*Türk Sermaye Piyasası’nda Mesleki / Etik Kurallar & Yatırımcı Hakları*”, www.tspakb.org.tr/index-tur.htm

www.radikal.com.tr/2001/02/16/borfin.0limk.shtml

www.milliyet.com/2004/04/25/business/bus05.html

www.sabah.com.tr/2004/04/23/yaz07-30-121.html

www.tspakb.org.tr/sp-mevzuat.pdf