

KURUMSAL YÖNETİM VE ŞEFFAFLIĞIN GÜÇLENDİRİLMESİNDE MÜLKİYET AÇIKLAMA KURALLARININ ROLÜ VE PAY SAHİPLİĞİNİN TANIMLANMASI SORUNU*

Dr. Öğr. Üyesi Hatice Kübra KANDEMİR**

Derleme/Review

Muhasebe Bilim
Dünyası Dergisi
Haziran 2019; 21(2); 427-453

427

ÖZ

Kurumsal yönetimin temel prensiplerinden biri olan kamuyu aydınlatma ilkesi, şirketi gerçekte kimin kontrol ettiğini ve şirketin sahiplerinin kimler olduğunu açıklamayı gerektirir. Mülkiyetin ifşası, mevcut hissedarların ve yatırımcıların şirketteki vekil maliyetlerini öngörebilmesini sağlar ve hisselerin doğru fiyatlanması yoluyla piyasa etkinliğine katkıda bulunur. Ancak mevcut sistemde, pay sahipliğine ilişkin şeffaflığın sağlanmasının önünde bir takım engeller mevcuttur. Bu çalışma, mülkiyet ifşa kurallarının bu iki temel amacı yerine getirmede kullandığı mekanizmaları ele almaktadır. Ayrıca, paylar üzerinde nihai hak sahibinin kimliğinin tespitinde ve yönetim haklarını elinde bulunduran hissedarların tanımlanmasında mevcut sistemdeki eksiklikler ortaya konmuştur. Bu eksiklikler, pay sahipliğinin yasal olarak tanımlanması ve oy haklarını kullanacak olan nihai hak sahibinin tespiti problemi ile şirketlerin pay sahibi ile ilgili bilgilere ulaşımının önündeki engeller olarak ifade edilebilir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Mülkiyet Açıklama Kuralları, Pay Sahipliği, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)

JEL Sınıflandırması: G32, G34, K22

THE ROLE OF OWNERSHIP DISCLOSURE RULES IN ENFORCING CORPORATE GOVERNANCE AND TRANSPARENCY AND THE PROBLEM OF DEFINING SHARE OWNERSHIP

ABSTRACT

One of the basic principles of corporate governance is the principle of public disclosure that requires to disclose who actually owns and controls a firm. Ownership disclosure enables existing shareholders and investors to anticipate agency costs in the company and contributes to market efficiency through share price

* Makale gönderim tarihi: 06.09.2018, kabul tarihi: 08.05.2019

** İzmir Katip Çelebi Üniversitesi, İşletme Bölümü, haticekubra.kandemir@ikc.edu.tr, orcid.org/0000-0001-9722-1798.

Atıf: Kandemir, H. K. (2019). Kurumsal yönetim ve şeffaflığın güçlendirilmesinde mülkiyet açıklama kurallarının rolü ve pay sahipliğinin tanımlanması sorunu. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 21 (2), 427-453. <http://dx.doi.org/10.31460/mbdd.457884>.

accuracy. However, there are obstacles to achieving transparency in share ownership in the current system. This study addresses the mechanisms that the ownership disclosure rules use to fulfill these two main objectives. In addition, deficiencies in the current system have been introduced in the identification of the beneficial owner of the shares and in the identification of shareholders holding management rights. These deficiencies can be defined as the legal definition of shareholding and the problem of determination of the beneficial owner who will use the voting rights and the barriers to the access of the information about the shareholder by companies.

Keywords: Corporate Governance, Principle of Public Disclosure, Ownership Disclosure Rules, Share Ownership, Central Securities Depository (MKK)

JEL Classification: G32, G34, K22

1. GİRİŞ

Sermaye piyasalarının gelişmesi ve finansal yenilikler, yatırımcıların, şirketlere ekonomik açıdan dahil olabilecekleri yeni tip finansal araçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu araçlar, şirketlerde hisseleri gizlice elde etmek amacıyla kullanılarak piyasa dolandırıcılığı gibi eylemlere sebep olabilir ve halka açık şirketlerin ekonomik mülkiyeti hakkında yanlış ve yanıltıcı bir tablo ortaya koyabilir. Bu tip piyasa bozucu eylemlerin önüne geçebilmek için şirketin sahiplik yapısı ile ilgili güvenilir bilgilere erişimin sağlanması gerekir.

Kurumsal yönetim ilkeleri içerisinde yer alan “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi”, şirket düzeyinde pay sahiplerine yönelik düzenli bilgilendirme sistemi oluşturulması ve bu kapsamda şirketin finansal durumu, performansı ve ortaklık yapısı ile ilgili konularda tüm pay sahiplerinin zamanında ve doğru bir şekilde bilgilendirilmelerini esas alır. Özellikle mülkiyetin yoğun olduğu firmalarda, azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması temel mesele olarak görülür. Mülkiyet yapısına dair açıklama yapma yükümlülüğü, büyük hissedarı ve elinde bulundurduğu oy haklarının açıklanmasını sağlayarak, yatırımcılara azınlık hissedarların nasıl korunduğu ile ilgili bir fikir vererek vekalet maliyetlerini öngörmelerine olanak tanır. Ancak, şirketlerin açıklamakla yükümlü olduğu belirli bir oranı aşan pay sahipliği ve oy oranlarını belirlemesinin önünde bazı engellerden bahsedilebilir. Bunlardan ilki, pay sahipliğinin yasal olarak tanımlanması ve oy haklarını kullanacak olan nihai hak sahibinin tespiti problemidir. Bir diğeri ise, şirketlerin pay sahibi ile ilgili bilgilere ulaşımının önündeki engeller olarak ifade edilebilir.

Bu çalışma, mülkiyet açıklama kurallarının kamuyu aydınlatma ilkesi kapsamında şirket düzeyinde kurumsal yönetimi geliştirme ve ülke düzeyinde piyasa etkinliğini artırmadaki işlevi ile ilgili bir değerlendirme yapmayı amaçlamıştır. Bu çalışmada ayrıca ifşa yükümlülüğünü tetikleyen payların

gerçek sahibinin tespitinde Merkezi Kayıt Kuruluşu¹ (MKK)'nın oynadığı rol değerlendirilmiştir. Buna ek olarak son bölümde mülkiyet açıklama kurallarının etkinliğini kısıtlayan mevcut sistemdeki unsurlar ele alınmış diğer yandan sahiplik ifşa kurallarının kapsamını genişletmenin neden olacağı olası risklerden bahsedilmiştir.

2. KURUMSAL YÖNETİM

Kurumsal yönetimi, sahiplik ve kontrolün ayrıldığı şirketlerde, vekil/yönetici ile hissedar/yatırımcı arasında ortaya çıkan çıkar çatışmalarını azaltmaya yönelik bir yönetim mekanizması olarak tanımlamak mümkündür. Kurumsal yönetimin temel kabul ettiği bu vekil probleminde, bir tarafta şirketin varlıklarını şirket adına kullanan yöneticiler, diğer tarafta yöneticilerin fırsatçı davranışları karşısında yönetim üzerinde denetim ve izleme mekanizması kurma arayışında olan hissedarlar vardır. Vekil probleminin sebep olduğu maliyetlerin başında hissedarların, şirket varlıklarının bireysel çıkarlar için kullanılmadığından emin olmak için, yöneticilerin faaliyetlerini izlemek üzere kurduğu bu kontrol sistemi gelir. Yönetim kurulunda icradan sorumlu olmayan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görevlendirilmesi ve çeşitli komitelerin kurulması gibi kurumsal yönetim dahili/iç sistemleri, yöneticilerin fırsatçı davranışlarını izlemeye ve karşı önlem almada etkili olabilir. Buna bir örnek de, yönetici tayininde şirket ile yöneticiler arasında kurulan sözleşmeye eklenebilecek olan temin ve tazmin edici hükümlerin varlığıdır.

Prensipte, kurumsal yönetimin temel ilkelerinde; eşitlik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk, OECD (*The Organisation for Economic Co-operation and Development* - Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) öncülüğünde dünya genelinde bir mutabakat olsa da, uygulamada, kurumsal yönetim mekanizmalarının ülke bazında yerleşik olan firmaların sahiplik yapılarına göre farklılık gösterdiği bilinmektedir. Bu temel farklılığın kaynağı, literatürde bazı yazarlara göre, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve sermayenin yoğunluk derecesine olan etkisidir (La Porta ve diğerleri 1999). Buna göre, özellikle Birleşik Krallık 'ta ve ABD'de görülen sermayenin dağınık olduğu firma modelinde, çok sayıda küçük hissedar, şirketin yönetimini profesyonel bir vekile devretmiş ve yönetimi izlemekten daha çok yatırımların getirisi ile ilgilenmektedir. Diğer yandan, az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde, sermaye yapısı gelişmiş ülkelere göre daha yoğundur. Sermaye-yoğun firma modelinde, en az bir hakim hissedarın yönetimi izleme ilgisi ve göreve getirme veya görevden alma gücü vardır. Daha çok kıta Avrupa'sı ülkelerinde ve Doğu Asya ülkelerinde görülen bu tip firma modelinde, sermayeyi elinde bulunduran kişi(ler) bireysel veya aile şirketlerinden oluşur ve yönetimi

¹ MKK 2001 yılında kurulmuş ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kaydileştirilmesine karar verilmiş sermaye piyasası araçları için Türkiye'nin Merkezi Saklama Kuruluşu'dur. 28.11.2005 tarihinde İMKB'de işlem gören pay senetlerinin topluca kaydileştirilmesine başlanmıştır (www.mkk.com.tr).

yakın kontrol altında tutarlar. Türkiye’de de sıklıkla rastlanan bu tip firmalarda, büyük hissedarların varlığının yarattığı bu yakın kontrol, klasik sahip-vekil ilişkisindeki çıkar çatışması gibi temel kurumsal yönetim problemlerini hafifletmeye yarayabilir. Ancak, mülkiyetin yoğun olduğu firmalarda da başka tür maliyetler öne çıkar. Örneğin, bu tip firmalarda azınlık pay sahipliği haklarının hakim hissedarlara karşı korunması temel mesele olarak görülür (Cools 2005, 738–50). Burada, büyük hissedarlar kişisel çıkarlarını diğer hissedarlarından üstün tutabilir ve tünel açma yöntemi ile azlık hissedarların haklarını sömürme yoluna gidebilirler (Morck ve Yeung 2003). Kişisel çıkarıcılığın ve azlık hissedarların haklarının sömürülmesinin yarattığı vekil maliyetlerini önlemek için ise kurumsal yönetim dahili/iç sistemlerini tamamlayıcı rol üstlenen kurumsal yönetim harici/dış sistemleri devreye sokulabilir. Bu sistemde, şirket içi mekanizmalardan ziyade dışsal çevre eliyle (piyasa düzenleyiciler, yasa koyucular vb.) kurulan bir kontrol mekanizmasından bahsedilir. Örneğin, bir ülkede azınlık hissedarların ve yatırımcıların korunması ile ilgili yasal yükümlülüklerinin işletilmesi gibi.

Özetle, kurumsal yönetimin ilgilendiği vekil maliyetlerinin kaynağı iki türlü sermaye yapısından ortaya çıkar; dağınık ve yoğun sermaye tipi. İlkinde vekil maliyetlerinin kaynağını yönetsel fırsatçılık oluştururken, ikincisinde hakim hissedarların azınlık hissedar haklarını sömürmesi temel problem olarak görülür. Mülkiyet açıklama kuralları, ana ortakların açıklanması ile yatırımcıların, şirketi kimin kontrol ettiği bilgisine sahip olmalarını ve dolayısıyla karşılaşacakları vekil maliyetlerini hesaplayabilmelerini sağlar. Bir sonraki bölümde, kurumsal yönetim kapsamında şirketin kontrolünün sermaye veya yönetim üzerinden elinde bulundurulduğu iki farklı senaryoda mülkiyet açıklama kurallarının işlevi açısından bir değerlendirme yapılacaktır.

3. KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ

3.1. Amacı ve Kapsamı

Kamuyu aydınlatma kurallarının amacı, mevcut hissedarların menfaatlerini korumak ve sermaye piyasalarının etkinliğini ve verimliliğini muhafaza etmektir (Duman 2011, 112). Kanuni yükümlülükten doğan kamuyu aydınlatma belgeleri, şirketlerin² hem sermaye piyasası araçlarının ilk halka arzı sırasında oluşturulacak izahname ve pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formunu kapsarken, hem de şirketlerin olağan işleyişi sırasında gereksinimi duyulan birleşme ve bölünmede hazırlanan duyuru metinlerini, finansal raporları, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmeler ile ilişkili taraf işlemlerini kapsar (SPKn. md. 14/5, 15/1, 17/3).

² Payları halka arz edilmiş olan ve pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkları ifade eder.

Kamuya açıklanması gereken bilgiler, bilgilerin elektronik imzalı olarak iletildiği bir elektronik sistem olan Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) ve bağımsız denetime tabi olan sermaye şirketlerinin internet sitesinde kamunun kullanımına sunulur (TTK md. 1524). Kamuya açıklanacak bilgilerin, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir ve düşük maliyetle kolay erişilebilir biçimde olması gerekliliği aranmıştır (Kurumsal Yönetim İlkeleri, md. 2.1.2).

Kamuyu aydınlatma kuralları, piyasalardaki asimetrik bilgi problemine karşı sunulan bir mekanizma olarak görüldüğünde piyasa etkinliğini artırma gibi bir işlev üstlenebilir.

3.2. Piyasa Etkinliği İle İlişkisi

Etkin bir piyasa, fiyatların her zaman mevcut bilgileri tam olarak yansıttığı bir piyasadır. Ancak, gerçekte, hisse senedi piyasalarının mükemmel bir etkinlikte işlediğini söylemek oldukça güçtür. Bunun nedeni, bazı yatırımcıların, “*özellikle sofistike profesyonel yatırımcılar ve analistlerin*”, henüz hisse fiyatlarına yansımamış temel bilgileri toplamak ve analiz etmek için gerekli kaynaklara sahip olmalarıdır (Goshen ve Parchomovsky 2006). Kamunun bu bilgileri elde etmesi ve yorumlaması güç iken, bu bilgilerin alışverişinden kazanç sağlayacak bir kesimin olması, piyasalarda bilginin simetrik olarak dağıtılmadığı anlamına gelir. Bilgi asimetrisinin olduğu ortamda, bilgilendirilmiş yatırımcılar, payın satılması ya da satın alınması yoluyla payın aşırı değerlendirildiği ya da değerlendirmediği sonucuna varabilir (Goshen ve Parchomovsky 2006, 723). Örneğin, Warren Buffett iyi bilgilendirilmiş olarak algılanan bir yatırımcı örneğidir (Bozcuk ve Lasfer 2005, 638).

Piyasaların etkinliği için, bilgilendirilmemiş yatırımcılar aleyhine olan bu durumun elimine edilmesi gerekir. Diğer bir ifade ile bilgi asimetrisine maruz kalmış bu hissedarların/yatırımcıların bilgilendirilmeleri gerekir. Borsadaki işlem raporlama sistemleri, potansiyel bilgi kaynaklarından biridir. Ancak, bunlar işlemlerin iç yüzünü anlamada sınırlı bir görüş sağlar. Örneğin, işlem hacmi farklı zamanlarda bir dizi küçük işlem yaparak gizlenebilir (Chakravarty 2001). Ayrıca aracılardan kullanımı yoluyla gerçek işlem sahibi anonim olarak kalabilir. Bu nedenle, bilgisiz hissedarların önemli işlemlerden haberdar olmasının yolu, bu bilgilerin kamuya açıklanmasından geçmektedir (Schouten 2009, 142). Özetle, zorunlu açıklama kuralları, normalde açıklanmayacak olan anlamlı bilgilerin ifşasını sağlar, dolayısıyla da hisse fiyatlarının doğru bir şekilde fiyatlandırılmasına katkı sunar (Fox ve diğerleri 2003, 342). Çünkü kamuyu aydınlatma kurallarının yokluğunda/yetersiz olması durumunda hisse fiyatlarına yansıyan bilgiler sınırlı/yetersiz olacaktır.

Bilgi asimetrisini elimine etmesinin yanı sıra, kamuyu açıklama kuralları, içeriden öğrenenlerin ticareti gibi yasaklı işlemleri engelleyerek de piyasa etkinliğini artırabilir (Kyle 1985). Dünya genelinde meydana gelen finansal krizler ve şirket skandallarından tecrübe edildiği, üzere şeffaflık ve kamuyu aydınlatma uygulamalarının hem yasal hem de denetim eksikliği büyük maliyetlere yol

açmıştır. Bu durum, başta Avrupa Birliği olmak üzere tüm dünyada yasaların ve standartların şeffaflığı artırıcı bir yönde geliştirilmesine zemin hazırlamıştır.³

Etkin bir sermaye piyasasının varlığı, şeffaflığın sağlanması ile hukuksuz işlemlerin önüne geçmenin yanı sıra, işletmelerin faaliyetleri sırasında meydana gelen önemli olay ve gelişmelerin açıklanmasına da bağlıdır. Örneğin, mülkiyet yapısına dair açıklama yükümlülüğü, bir şirketin kontrolünün el değiştirmesi durumunda, hissedar haklarının ne derece korunduğu ile ilgili bir veri sunar (Siems 2008b, 119). Diğer yandan, mülkiyet açıklama kurallarının kapsamı ve işlevi de sermayenin yoğunluk derecesine göre farklılık gösterebilir. Bu nedenle, literatürde hissedar haklarının korunması ile ilgili mekanizmaların varlığı sermayenin yoğunluk derecesine göre ilişkilendirilmiştir (La Porta ve diğerleri 1999; Schouten ve Siems 2010).

4. MÜLKİYET AÇIKLAMA KURALLARI

4.1. Amacı

Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma kriterlerinin bir parçası olan mülkiyeti açıklama kuralları, ortaklık yapısına ilişkin bilgilerin paylaşımını öngörür ve hissedarların/yatırımcıların korunması ile ilgilendirir. Mülkiyet açıklama kurallarının amacı, bir şirkette ana ortakların ve oylama yapısının açıklanması ile yatırımcılara gerçekte şirketi kimin kontrol ettiğini ifşa ederek sahiplik yapısının ortaya çıkarılmasıdır. Böylece, piyasa etkinliğinin artması ve şirket düzeyinde kurumsal yönetimin gelişmesi hedeflenir (Schouten 2009, 133).

Bir şirketin mülkiyet yapısı, firmadaki ortak sayısı, ortakların pay sahipliği oranları, sermayenin az sayıda hissedarda yoğunlaşması ya da çok sayıda hissedara yayılması gibi durumların belirlenmesi ve kontrol hakları ve oylama yapısı ile ilgili bilgilerin ifşası ile ortaya çıkar.

Bir pay bir oy ilkesinden uzaklaşarak imtiyazlı oy hakları sunulması durumunda, piramit/zincir yapıların oluşturduğu holdingleşmelerde, ya da hisse senetlerinin karşılıklı olarak elde bulundurulması (*cross-holdings*) durumunda; hissedarlara daha düşük ortaklık payı ile daha güçlü bir kontrol hakkı elde etme fırsatı verilmiş olur (Yılğör ve Yücel 2012). Bu durum, özellikle hakim hissedarların yoğun olduğu Türkiye⁴ gibi ülkelerde çoğunluk ve azınlık hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarının neden

³ 2013 yılında güncellenen Avrupa Parlamentosu ve Konseyi'nin, menkul kıymetleri düzenlenmiş bir piyasada işlem göremeye kabul edildiği ihraççılarla ilgili bilgilerin şeffaflık şartlarının uyumlaştırılmasına ilişkin 22 Ekim 2013 tarihli Şeffaflık Direktifi 2013/50/EU, anlık ve periyodik düzenlenmiş bilgilerin kamuya açıklanması yoluyla yatırımcılara yönelik şeffaflığın sağlanmasını amaçlamıştır. Düzenlenmiş bilgiler, finansal raporlar, ana hissedarın sahip olduğu oy hakları ve Piyasa İstisnaları Direktifi 2003/6/EC uyarınca açıklanacak bilgilerden oluşmaktadır (2013/50/EU sayılı Şeffaflık Direktifi).

⁴ Türkiye'de halka açık firmaların %80'inden fazlasının sermayesi hakim ortağın/şirketin elinde bulunuyor (Demirag ve Serter 2003; Yurtoglu 2000).

olduğu temsil maliyetlerinin artmasına neden olur (Claessens ve diğerleri 2000; La Porta ve diğerleri 1999).⁵

Bu nedenle işletmelerin sahiplik yapılarının ifşası, yatırımcıların vekil maliyetlerini öngörebilmesi açısından büyük bir öneme sahiptir. Ayrıca, işletmenin sahipliği ile ilgili bilgi, esaslı bilgidir ve ifşası gerekir çünkü gelecekte sahiplik hakları üzerinden yapılacak kar dağıtımları, kontrolün tahsisine bağlı olarak değişebilir (Schouten 2009, 134).

4.2. İşlevi

Bir şirkette önemli derecede bir paya sahip olan, diğer bir ifade ile oy oranı belirli bir eşiğe erişen veya bu eşiği aşan hissedarların kamuya açıklanması, şirketi kimin kontrol ettiğini veya kontrolü ele geçirmek istediğini ifşa eder. Bu, öncelikle genel olarak sermaye piyasasının şeffaflığını ve işlevselliğini artırmaya hizmet eder (Fox 2009, 252–69; Schouten 2009, 133).

Halka arz sırasında izahname ile büyük hissedarın kimliğinin ve elinde bulundurduğu oy haklarının açıklanması, özellikle azınlık hissedarların vekalet maliyetlerini öngörmesini sağlar. Örneğin, hakim hissedarın varlığı, kişisel fayda elde etme riskinin yüksek olmasından dolayı vekil maliyetlerini artıran bir unsur olarak değerlendirilir. Benzer şekilde, hisselerin işlem görmeye başlaması sırasında da büyük satın almaların açıklanması, yatırımcıların payın değeri için bilinçli bir tahminde bulunmasına yardımcı olur ve hakim hissedarların sebep olabileceği potansiyel tehlikeleri daha iyi hesaplayarak, yatırım yapıp yapmama konusunda daha bilinçli bir değerlendirme yapabilmelerini sağlar (Jensen ve Meckling 1976, 313).

Mülkiyet yapısına dair açıklamaların kurumsal yönetimin gelişmesine yardımcı olduğu varsayımı vekil maliyetlerinin öngörülmesi üzerinde durmuştur (Schouten 2009). Mülkiyetin yoğun olduğu firmalarda, kontrolü elinde bulunduran hissedar, yöneticiyi izlemek için büyük bir teşvike sahiptir. Bu izlemeyi sürdürdükleri ölçüde sahip-vekil arasındaki klasik vekil maliyetlerini azaltabilirler. Ancak, hakim hissedarlar, aynı zamanda kişisel çıkarlara hizmet etme potansiyeli nedeniyle yeni vekil maliyetlerine de yol açabilirler. Bir şirkette büyük hissedarlar ile ilgili şeffaflığın sağlanması, sadece vekil maliyetlerinin öngörülmesinde değil, aynı zamanda bu tip maliyetlerin azaltılmasında da etkin rol oynar. Böylece kurumsal yönetimin iyileştirilmesine katkı sağlar (Mahoney 1995). Bu kapsamda bu bölümde, mülkiyet açıklama kurallarının sahiplik yapısından kaynaklanan vekil maliyetlerinin öngörülmesinde (a) yürütme aracı ve (b) iletişim aracı fonksiyonları değerlendirilecektir.

⁵ Literatürde boş oylama (empty voting) olarak ifade edilen bu durumda, küçük ekonomik çıkarlar karşısında oy gücünü elinde bulunduran hissedarlar, oy haklarını kullanırken, diğer hissedarların çıkarlarından ziyade bireysel çıkarlarını artırmaya yönelik hareket edebilir ve bu durum da mevcut hissedarların zarar görmesine neden olacaktır (Hu ve Black 2006, 815–16).

4.2.1. Yürütme Aracı Olarak

Mülkiyet açıklama kurallarının bir işlevi de, sermaye piyasalarında hisse senedi ihraççıların bağlı oldukları yasal yükümlülüklerle uyup uymadıklarının etkin kontrolünü sağlamaktır. Sahiplik yapısının ifşası yoluyla sağlanan şeffaflık, yasalara uyumun izlenmesini kolaylaştırır (Kraakman 2009, 96). Dahası, bu ifşa, şirket içinde özel çıkarlara hizmet etmesi için alınan kararları engelleyebilir ve tünel açma yöntemleri ile şirket varlıklarının başka taraflara yöneltilmesinin önüne geçebilir (Djankov vd. 2008, 437). Örneğin, firmanın kontrolünü elinde bulunduran kişinin açıklanması, ilgili taraf işlemlerinin incelenmesini kolaylaştırır ve böylece hakim hissedarların ilk etapta suiistimale yönelik davranışlarda bulunmalarını engelleyebilir (Schouten ve Siems 2010).

Dağınık mülkiyetli firmalarda, bireysel pay sahiplerinin yönetim üzerinde kontrol kurmaya yönelik güçlü bir teşvikleri olmadığından, yönetim kontrolün elindedir. Bu tip firmalarda, mülkiyet ifşa kurallarının amacı, şirket devralmalarını etkinleştirerek, yönetimin devralmalar ve bunların tehdidine karşı uyarıldığı ve piyasanın disipline edildiği bir mekanizmaya (*market for corporate control*) hizmet etmektir (Commission Staff Working Document 2007, 3).

Sermayesi yoğun şirketlerde ise, kontrolü elinde bulunduran hissedarların yönetim üzerinde kontrol kurmaya yönelik güçlü bir teşvikleri vardır. Bu nedenle, bu tip firmalarda ana hisselerin ifşası oldukça önemlidir. Hakim/büyük hissedarlar, yönetim üzerindeki hakimiyetleri nedeniyle, şirket içi bilgileri, küçük hissedarlara göre, daha kolay erişebilirler. Ana hisselerin ifşası yoluyla, şirket içi bilgilerin menfaat sağlamaya yönelik kullanımı/paylaşımı veya diğer piyasa bozucu eylemlere yönelik potansiyel işlemlerin ortaya çıkarılması sağlanabilir. Böylece, fiyata duyarlı bilgi üzerinden manipülasyona yönelik bilgi paylaşımı engellenmiş olur. Avrupa Birliği'nde bu işlevi sağlayan araç, 2003/6/EC sayılı Piyasanın İstismarı Direktifidir. 2013/50/EU sayılı Şeffaflık Direktifi, bu kapsamda tamamlayıcı fonksiyondadır ve şirkette büyük hissedar olmayan ancak yine de içsel bilgileri kullanmaya teşvik edilmiş hissedarların ifşasını gerektirir.

Türk sermaye piyasalarında bilgi suiistimalini önlemeye yönelik olarak 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu dahilinde, henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak sermaye piyasası araçlarının fiyatını, değerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki alım-satım işlemleri ile ilgili bir bilginin veya şüphenin bulunduğu hallerde bildirim yapma yükümlülüğü getirilmiştir (SPKn md. 106/1).⁶

Şirketi gerçekte kontrol eden kişinin açıklanması, şirket varlıklarının başka kaynaklara yönlendirilmesinin tespitini kolaylaştırabilir (Ferrell 2007, 89). Örneğin, diğer hissedarların bilgisi ve onayı ile uygunluğu alınmadan ilişkili taraf işlemleri yoluyla kişisel çıkarlara hizmet gerçekleştirilebilir.

⁶ Ayrıca bkz. Bilgi Suiistimali veya Piyasa Dolandırıcılığı Suçları Hakkında Bildirim Yükümlülüğü Tebliği (V-102.1) R.G. 21.02.2014, 28889, md. 6/2.

Avrupa Birliği regülasyonlarına (AB 2017/828 sayılı Direktifi md. 9) paralel şekilde, Türkiye’de de kamuyu aydınlatma kuralları, ilişkili taraf işlemlerinin ifşasını gerektirir. Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne (2014) göre, payları borsada işlem gören şirketlerin her türlü ilişkili taraf işlemlerinde ve üçüncü kişiler lehine teminat, rehin ve ipotek verilmesine ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranır (Kurumsal Yönetim İlkeleri 2014, md. 4.4.7). Bağımsız üyelerin özel onaylarının aranmasının nedeni, hakim hissedarların oy üstünlüğü ile kendi çıkarları doğrultusunda karar almalarının önüne geçebilmektir. Bağımsız üyelerin çoğunluğunun söz konusu işlemi onaylamaması halinde, bu durum işleme ilişkin yeterli bilgiyi içerecek şekilde kamuya duyurulur ve işlem genel kurul onayına sunulur (Kurumsal Yönetim İlkeleri (2014, md. 4.4.7). Yaygın ve süreklilik arz eden varlık, hizmet ve yükümlülük transferleri işlemlerinin bir hesap dönemi içerisindeki tutarının, şirketin yıllık finansal tablolarında yer alan aktif toplamının veya brüt satışlar toplamının % 10’una veya daha fazlasına ulaşması durumunda, söz konusu işlemler hakkında genel kurul toplantısında ortaklara bilgi verilmesi gerekmektedir.⁷ Bu düzenleme ile payları borsada işlem gören şirketlerin ilişkili taraflarla yaptıkları işlemlere ilişkin azınlık hissedarların ve yatırımcıların etkin bir şekilde bilgilendirilmesi amaçlanmıştır. Bu sayede, yatırımcılar (ve azınlık hissedarlar) bu tip işlemlerin yaratacağı potansiyel çıkar çatışmalarına karşı önceden bilgilendirilmiş olacak ve yönetimi daha sıkı bir şekilde izlemeye başlayacaktır. Bu durum, hakim hissedarların ilk etapta, şirket varlıklarının başka kaynaklara aktarımı yoluyla, şirketin içini boşaltma gibi eylemlere başvurmasını engelleyebilir (Schouten 2009, 149).

Mülkiyet açıklama kuralları diğer yandan, hissedarların, yöneticileri seçerken veya temel hissedar haklarının kullanımı ile ilgili işlemleri yaparken bilinçli şekilde hareket etmelerini sağlayabilir. Örneğin, şirketteki sahiplik yapıları ile ilgili yapılacak olan mülkiyet açıklamaları, olası çıkar çatışmalarını açığa çıkararak, hissedar haklarının korunmasına katkıda bulunabilir. Yine de, özellikle sermayesi yoğun firmalarda, bir çıkar çatışmasının olduğu açık olsa bile, kontrolü elinde bulunduran pay sahibi pratikte oylamanın sonucunu belirleyebilecektir. Küçük pay sahiplerinin yönetime karşı ilgisizliği nedeniyle belirli bir kesimin hakimiyetindeki yönetimi ifade eden bu durum literatürde “güç boşluğu” kavramı ile ifade edilir (Tekinalp ve diğerleri 2000). Bu durum, özellikle azınlık haklarının temsili başta olmak üzere, birçok probleme yol açar. Aslında bu nedenle, mülkiyet açıklama mekanizmasını sermaye yoğun şirketlerde, özellikle azınlık hissedarların karar alma sürecine katılımına etkisini sınırlandırıldığı öne sürülebilir (Schouten 2009). Ancak bu azınlık hissedarların oy kullanmasının hiçbir amaca hizmet etmediği anlamına gelmez. Örneğin, 6102 sayılı TTK md. 434/4’e dayanan bir tebliğ ile halka açık olmayan anonim şirketlerde, azınlık pay sahiplerine birikimli oy

⁷ Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, R.G. 20.07.2011, 28000, md. 2.

sistemini kullanarak şirketin yönetim kuruluna üye seçtirebilmelerine olanak sağlanmıştır.⁸ Halka açık anonim ortaklıklarda ise, azınlık pay sahiplerinin vekil tayin ettikleri kişiye verecekleri hangi yönde oy kullanacağını gösteren talimatname ile yönetim kurulu üyelerinin seçimi dahil genel kurul gündemindeki tüm konularda söz sahibi olmaları mümkündür.⁹

Burada belirtmek gerekir ki, azınlık hissedarların haklarının ne derece korunduğu, büyük ölçüde azınlık hissedarların kontrolü elinde bulunduran hissedardan hesap sorma (*accountability*) yeteneğine bağlıdır. Örneğin, hissedarlara genel kurul kararlarına karşı iptal davası açma (TTK md. 445) olanağının verilmesi, azınlık haklarının korunmasına olumlu etki yapabilir.

4.2.2. İletişim Aracı Olarak

Sahiplik ifşasının kurumsal yönetimi geliştirebileceği bir diğer mekanizma, hissedarlar arasındaki iletişimi sağlamaktır. Mülkiyetin açıklanması, şirket ile hissedarlar arasında ve hissedarların kendi aralarında iletişim sağlamlarına hizmet eder (Schouten 2009, 28).

Diğer hissedarların kimler olduğunun bilinmesi, hissedarların düşüncelerini paylaşmalarına, kendi aralarında anlaşmaya varmalarına ve haklarını etkin bir şekilde savunmalarına olanak tanır (Siems 2008a, 135). Ancak hissedarları belirlemek ve kimliklerini teşhis etmek her zaman kolay olmayabilir. Hissedarlar bunun için mülkiyet açıklamasına güveneceklerdir.

Şirket ve hissedarlar arasındaki iletişim de önem taşımaktadır. Şirketlerin yatırımcı ilişkilerini etkin bir şekilde yönetebilmeleri için, hissedar tabanına ilişkin bilgilere sahip olmaları gerekir (Siems 2008a, 132–47).

4.3. Kapsamı

Avrupa Birliği Komisyonu şeffaflık düzenlemeleri, hisseleri borsaya kote olan şirketler için ana hissedarın yanında, oy hakkına sahip olanlar ya da oy hakkına erişimi olanların da ana hisselerinin açıklanması zorunluluğunu getirmiştir. Ana ortakların açıklanması, yatırımcıların “*oylama yapısını değiştiren*”, “*elde edilen veya elden çıkarılan*” oylar hakkında tam bilgiye sahip olmalarını sağlayacak şekilde yapılmalıdır (Şeffaflık Direktifi 2004/109/EC, bölüm 2). 2013 yılında değişikliğe uğrayan Direktif, özellikle türev ürünlerle elde edilen oy hakları ile ilgili bilgilerin yayınlanması yükümlülüğünü getirerek, üye ülkelerde şeffaflık sisteminin verimliliğini artırmayı amaçlamıştır. Buna göre, menkul kıymet ihraç eden şirketler, oy haklarında meydana gelen değişiklikleri gecikmesizin kamuya açıklamakla yükümlüdür. Buna göre, oy hakkı oranları belirli eşiklere (%5, %10, %15, %20,

⁸ Halka Açık Olmayan Anonim Şirketlerin Genel Kurullarında Birikimli Oy Kullanımına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, R.G. 29.08.2012, 28396, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı.

⁹ Vekaleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması Tebliği (II-30.1) R.G. 24.12.2013, 28861, md. 5 ve 11.

%25, %30, %50 ve %70) ulaştığında veya bu eşiklerin altına indiğinde/üzerine çıktığında ihraççının kamuyu bilgilendirme zorunluluğu vardır (2013/50/EU sayılı Şeffaflık Direktifi, md. 9).

Avrupa Birliği'nde üye ülkeler nezdinde Şeffaflık Direktifinin tutarlı bir şekilde uygulanmasına katkıda bulunmak amacıyla, Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Kurumu (ESMA – *The European Securities and Markets Authority*), önemli ölçüde oy hakkına sahip olan pay sahiplerinin gerekli bildirimleri yapmaları için standart bir form yayınlamıştır. Her ne kadar bu standart form yasal bir gereklilik değilse de kullanımı, yatırımcılara büyük hissedarlar hakkında karşılaştırılabilir bilgiler sağlayacak olması ve bildirim yükümlülüğüne tabi kişiler için süreci basitleştireceği için tavsiye edilmektedir (www.esma.europa.eu).

Halka açık şirketler tarafından açıklanan bilgilere erişimin sağlanmasında kullanılan ulusal veri tabanlarının yeterince birbirine bağlı olmaması nedeniyle, Avrupa çapında verilere ulaşımın tek elden sağlandığı bir tür pan-Avrupa temelli bilgiye erişim mümkün değildir. Bu sorunu çözmeye yönelik, ESMA, farklı depolama mekanizmalarına erişim sağlayan merkezi bir Avrupa elektronik erişim noktası (EEAP – *European Electronic Access Point*) geliştirilmesine karar verdi (www.esma.europa.eu). Bu format, pay sahipleri ve yatırımcılar için bilginin erişilebilirliğini, analizini ve karşılaştırılabilirliğini kolaylaştıracak olması açısından önemlidir.

Türk hukukunda, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin, ihraççılarca veya ilgili taraflarca kamuya açıklanması zorunluluğu benimsenmiştir (SPKn. md. 15/1). Kurul'un yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (IV-56)'in Eki'nde yer alan Kurumsal Yönetim İlkeleri de halka açık şirketlerin ortaklık yapısının, dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılarak, pay sahiplerinin, isimleri, pay miktarı ve oranları ile hangi imtiyaza sahip oldukları gösterilecek şekilde açıklanmasını öngörür (Kurumsal Yönetim İlkeleri 2014, md. 2.2.3).

Diğer yandan, Özel Durumlar Tebliği (II-15.1)¹⁰ AB Şeffaflık Direktifi hükümleri doğrultusunda, bir gerçek veya tüzel kişinin ya da bu kişilerle birlikte hareket eden diğer kişilerin doğrudan veya dolaylı olarak payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının %5, %10, %15, %20, %25, %33, %50 ve %67 veya %95'ine ulaşması veya söz konusu oranların altına düşmesi halinde kamuya açıklama yapma yükümlülüğü getirmiştir (md. 12/1). Bu düzenleme ile halka açık bir şirketteki büyük pay sahiplerinin kamuya açıklanması ve şirkette hangi oranlarda hisseye sahip olanlar ile hangi oranların altında kalan hisse sahiplerinin açıklanacağı ile ilgili başlangıç eşikleri hükme bağlanmıştır.

¹⁰ Özel Durumlar Tebliği (II-15.1) R.G. 23.01.2014, 28891.

Genel kurulda çoğunluğu elinde bulundurma açısından, hissedarın elinde bulundurduğu oy oranlarının yanı sıra, diğer oylar üzerinde sahip olunan dolaylı etki de ayrıca önemlidir. Dolayısıyla, mülkiyet açıklama yükümlülüğünün kapsamını, oy haklarına sahip olan diğer kişilerle birlikte hareket etme (*act in concert*) hallerini de dahil edecek şekilde genişletmek anlamlıdır. Bu doğrultuda, Özel Durumlar Tebliği (II-15.1), koalisyon durumunda, bir ihraççının sermayedeki payın veya toplam oy haklarının %25, %50 veya %67'sine ulaşması veya söz konusu oranların altına düşmesi halinde, açıklama yapma yükümlülüğü getirmiştir (md. 22). Burada pratikte sorun, birlikte hareket emenin nasıl tespit edileceğidir. Bunu belirlemek, özellikle yabancı firmaların hisseleri elinde bulundukları durumlarda bilgiye erişim kısıtlanabildiğinden, daha zordur (Siems 2008a, 145–46).

Özel Durumlar Tebliği (II-15.1), md. 12 kapsamında belirlenen eşiklere ulaşılması veya altına düşmesi halinde yapılacak olan açıklama yükümlülüğünde, söz konusu kişilerin oy oranlarının belirlenmesinde; oy haklarını aynı doğrultuda kullanmak üzere ihraççının yönetiminde ortak bir politika belirlemek için yazılı bir sözleşme imzaladığı üçüncü kişilerin sahip olduğu oy hakları ve paylar üzerinde işlem yapan gerçek kişinin hayatta olması veya tüzel kişinin tüzel kişiliğini sürdürmesi şartına bağlı olan intifa haklarından doğan oy haklarının dikkate alınması gerektiğini belirtir (md. 13/1). Bu hususlar, etkili hissedarların oy kullanma gücünü açıklamalarını sağlayabilir.

Bu tebliğin hükümleri uyarınca ihraççıya ilişkin yapılacak açıklamalar, bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik bir sistem olan KAP, ilgili form kullanılarak yapılır (md. 16/1). Bu elektronik platformun, tüm paydaşların kamuya açıklanacak bilgilere eksiksiz, doğru, eş zamanlı ve ücretsiz bir şekilde ulaşabilmelerinin sağlanması amaçlanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri uyarınca, kamuya açıklanacak her türlü bilgi ve belgenin KAP'a gönderilmesi gerekliliği¹¹ sonucu, Türkiye'deki borsa şirketlerinin finansal bilgilerine tek elden erişim olanağı sunması ve bu bilgilerin diğer ülke verileri ile kıyaslanabilme olanağı açısından ayrıca önemlidir.

Birçok ülkede olduğu gibi, Türkiye'de de 2005 yılı itibari ile hisselerin ticareti maddesel olmaktan çıkmış, paylar ve üzerindeki hakların elektronik ortamda izlenmesi bir diğer ifade ile pay senetlerinin kaydileştirilmesi (*dematerialization*) sistemine geçilmiştir. Borsa İstanbul AŞ'de işlem gören şirketlerin tüm pay senetleri ile ilgili ihraç işlemleri, payların el değiştirmesi ve hak sahibi bazında hesaplarda tutulması, bunlara ilişkin hakların tesis edilmesi gibi işlemler Türkiye'nin Merkezi Saklama Kuruluşu (*Central Securities Depository*) olan Merkezi Kayıt Kuruluşu AŞ (MKK) tarafından üstlenilmiştir.

Bu doğrultuda, borsaya kote edilmiş paylar için, Özel Durumlar Tebliği (II-15.1), md. 12 kapsamında yapılması gereken açıklama MKK tarafından yapılır (md. 12/4). Yine, payları borsada işlem gören ihraççıların sermayesinde doğrudan %5 veya daha fazla paya veya oy hakkına sahip

¹¹ Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliği (VII-128.6) R.G. 27.12.2013, 28864.

gerçek ve tüzel kişileri gösteren tablo, değişiklik olması durumunda MKK tarafından derhal güncellenir. Bu fıkra uyarınca yayımlanan veriler, 12. md. kapsamındaki açıklama yükümlülüğünü ortadan kaldırmaz (md. 16/2).

5. PAY SAHİPLİĞİNİN TANIMLANMASI SORUNU

Açıklama yükümlülüğü, yasal olarak, sermayenin %5 veya üzeri bir oranla ilişkilendirilmiş olsa da (Özel Durumlar Tebliği (II-15.1), md. 12/4), burada önemli olan husus, hissedarın oylar üzerindeki dolaylı etkisidir. Bu nedenle, açıklama yükümlülüğünde açıklamayı gerektiren payın tanımını yapmak önemlidir. Burada dolaylı olarak oy haklarına erişimi elinde bulunduran nihai sahibin yani gerçek faydalanıcının tanımlanması gerekir. Bu nedenle, bu bölümde, öncelikle pay sahibinin tanımı yapılacak, daha sonra pay sahipliğinden doğan hakların devri ve kullanımı gibi hususlar ele alınacaktır.

5.1. Pay Sahipliği Tanımı

Hissedar (*shareholder*) kavramının “şirketin sahibi” olarak tanımlanması yaygın bir görüştür. Bu görüşe göre, paylar, bir şirketin tapuları olarak kabul edilir ve hissedarlar, ellerinde buldukları pay nedeniyle, şirketin toplam mülkünün bir kısmına sahip olur (Siems 2008a, 61). Ekonomik verimlilik bakış açısı sunan bu yaklaşım, hissedarları şirkete yatırım yaparak yatırımlarının karlılığı ve sağlamlığı ile ilgili riski üstlendikleri için şirketin sahibi olarak meşrulaştırma eğilimindedir (Chassagnon ve Hollandts 2014, 50).

Bir diğer görüş ise, bir şirketin yasal olarak hissedarlara veya diğer paydaşlara ait olamayacağını çünkü kimsenin şirkete sahip olamayacağını ifade eder. Bu görüş, şirketi, yasal bir sözleşme dahilinde hissedarların haklarının ve yükümlülüklerinin belirlendiği bir kurum olarak görür. Bu yasal kılıf, şirkete hissedarlardan ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik oluşturur. Dolayısıyla şirketin hisselerini elinde bulunduranlar (kendi paylarının sahibi olsalar da) şirketin sahibi olarak kabul edilemezler. Bu hukuki bakış açısı, pay sahipliğini, hissedarın şahsından ayrı tutarak, pay sahipliğinden doğan hakların ve borçların tümünü ifade eden soyut bir mevki olarak niteler (Pulaşlı 2017).

Yasal olarak tanınan tüzel kişilik sayesinde, (Armour ve diğerleri 2009) şirketin yerine getirebileceği bazı temel fonksiyonları sıralamıştır. Bunlardan birincisi, şirketin hisseleri devredilebilir. Böylece hissedarlar değişse dahi şirketin aktiviteleri sekteye uğramadan devam edebilecektir. Dahası, bu hissedarların yatırımlarının likidite kalitesini artırır ve yatırımcıların çeşitlendirilmiş yatırım portföyü oluşturmalarına izin verir (Armour ve diğerleri 2009, 12). İkincisi, hissedarlar tarafından seçilmiş ve atanmış bir yönetim kurulu oluşturulur. “Aktif” hissedarlar, şirketin geleceği ile ilgilenip oy verme yoluyla şirket içinde yönetime katılma arzusundadırlar. Sahiplik modeli

görüşüne göre, oy verme hakkı temel hissedar hakkı olarak görülür (Shleifer ve Vishny 1997, 751). Bunun nedeni, hissedarlar şirketin katlandığı sermaye maliyetini dolaylı olarak üstlenirler ve genellikle kendi çıkarlarını sözleşmeyle koruyamazlar. Bu iki temel nedenin yarattığı maliyetlerin telafisi için de hissedarlara oy hakkı tanınır (Siems 2008a, 88). Üçüncüsü, şirket tüzel kişiliği, aktif hissedarlığın aksine, yönetimle ilgilenmeyen sadece sermaye katılımı ile şirkete katılarak kar payından ve paydaki değer artışından yararlanmayı amaçlayan pay sahipliğini ifade eden yatırımcı pay sahipliğine izin verir (Armourve diğerleri 2009, 14). Özellikle halka açık anonim şirketlerde hissedarlar yatırımcı pay sahibi olarak değerlendirilebilir (Pulaşlı 2017, 270). Gerçekten de halka açık anonim şirketlerde çoğu hissedar, şirketi yönetmekten çok yatırımlarının karşılığı olarak düzenli bir temettü ödemesi ile ilgilenir. Bu tip “kar-odaklı” hissedarlar, kar dağıtımındaki başarısızlık da dahil olmak üzere şirketten memnun olmadıklarında, şirketin yönetim politikasına müdahale etmek yerine hisselerini satmayı tercih eder.

Tüm bu tanımlara ek olarak, gerçekte, genellikle, kısa, orta ve uzun vadeli yatırımcılar arasında bir ayrım yapılır. Ancak, uzun vadeli ya da spekülatif hissedarlık çeşitleri yasa koyucular için bir fark göstermemelidir. Çünkü hissedarın hukuki pozisyonu, onun yatırım niyetlerine dayanmamalıdır (Siems 2008a, 65).¹² Çoğu ülkede, genellikle, tüm pay sahipleri aynı haklara sahiptirler ve çoğu hissedar tipi tüm hissedarlara oy verme hakkı sunar. Türkiye’de de “eşit işlem” ilkesi ve “bir pay bir oy” ilkesi kapsamında tüm pay sahipleri aynı haklara sahiptir (TTK md. 357, 434/2). Yine de bu temel prensiplerden ayrılarak esas sözleşmede farklı hissedar tiplerine yer vermek mümkündür. Bu kapsamda, Türkiye’de Ticaret Kanunu imtiyazlı hisse senetlerinin kullanımına izin verir (TTK md. 479/1).

5.2. Payların Devrinde Kayıt

Borsaya kote edilmiş hisselerin devredilebilirliği, her ne kadar hisselerin likiditesini artırmada ve şirkete sermaye artırımında esneklik sağlamada etkili olsa da, şirket yönetiminin kontrolünde ve karar almaya katılmada anlaşmazlıklara neden olabilir.

Anonim şirket hissedarlarının bir özelliği de kendi şahıslarının, şirketin arkasında bir “sermaye rezervuarı” olarak gizlenmesidir. Ancak, anonim şirket terimi hissedarların genel olarak anonim kalabileceği anlamına gelmez. Bunun yerine, hissedarlardan bağımsız bir şirket ismine izin verilmesi anlamına gelir. Böylece hissedarlar ilk bakışta tanınabilir değildir. En azından, sadece sermaye sağlayıcısı olarak “yatırımcı hissedar” için arka planda anonim olarak kalmak isteği makul olarak görülebilir. Yine de, bu bilinmezliğe karşı çıkan bazı argümanlar öne sürülebilir. İlk olarak, hissedar haklarının tanınması, öncelikle hissedarın kimliğini ifşa etmesi şartını gerekli kılabilir. İkincisi,

¹² Tekinalp, bu görüşten ayrılarak, sermaye piyasasının kanuni düzenlemelerinde yatırımcı kategorilerinin ayrımının yapılması gerektiğini ifade eder (Tekinalp ve Çamoğlu 2018, 13).

yönetim, yatırımcı ilişkilerini geliştirmek amacıyla, yasal zorunlulukların ötesinde bilgi vermeye yönelik hissedarlara hitap etmek ve onlarla iletişim kurmak isteyebilir. Üçüncü olarak, kimliğin ifşası aynı zamanda paydaşların genel kurulda bir araya gelmelerindeki engellerin üstesinden gelebilmelerine ve çıkarlarını etkili bir şekilde savunabilmelerine yardımcı olur. Son olarak, nama yazılı hisse senetlerinde satma veya satın alma durumunda payın sahibinin kaydında değişiklik yapmak için gerekli olabilir (Siems 2008a, 136).

Klasik olarak, pay senetleri hamiline ve nama yazı olarak çıkarılabilir. Hamiline payın devri zilyetliğin devri ile mümkündür. (TTK md. 484). Pay senetlerinin; şirketin unvanını, sermaye tutarını, kuruluş tarihini, senedin türünü ve itibari değerini, kaç payı içerdiğini belirtmesi şarttır. Nama yazılı pay senetlerinin ayrıca, sahiplerinin adı ve soyadını veya ticaret unvanını, yerleşim yerini, pay senedi bedelinin ödenmiş olan miktarını da açıklaması gerekir. Bu senetler şirketin pay defterine kaydedilir (TTK md. 487). Bu sayede, yönetim, tüm nama yazılı hisse senedi sahiplerinin kimliğini ve yerleşim yerini bilir (TTK md. 487/2).

Ülkeler arası hisselerin ticaretinin giderek yaygınlaşması ile birlikte, çoğu ülkede klasik hamiline ve nama yazılı hisse senetlerinin yerini hisselerin kaydileştirilmesi (*dematerialization*) sistemi almıştır. Hisseler, günümüzde sadece ülkelerin merkezi kayıtlarındaki girişinin değiştirilmesi suretiyle el değiştirilebilmektedir. Türkiye’de, MKK, SPKn. md. 10/A kapsamında sermaye piyasası araçlarını ve bunlara ilişkin hakları kayden izlemek üzere kurulmuştur. Borsaya kote edilmiş nama yazılı payların borsada iktisap edilmeleri halinde, MKK, Sermaye Piyasası Kurulunun düzenlemelerine uygun olarak devreden kimliğini ve satılan payların sayısını şirkete bildirir veya şirketin bu bilgilere teknik erişimini sağlar (TTK md. 496). Yatırımcı alt hesabı oluşturularak buraya aktarılan işlem ile birlikte, paylar ve paylardan doğan haklar payların devri ile birlikte devralana geçer (TTK md. 497/1; Kaydileştirme Tebliği (II-13.1)¹³, md. 17/2).¹⁴

TTK md. 496’daki düzenlemede, MKK’nın bildirim yükümlülüğünün payları devreden kimlik bilgileri ve satılan pay sayısı ile sınırlı olduğu anlaşılmaktadır. Kanunda MKK’nın payları *devreden* kimliği ile ilgili bilgilere erişiminin sağlanacağı belirtilse de payları *devralan* ile ilgili bu bilgilere erişim imkânı ile ilgili bir düzenleme yer almamaktadır. Ancak yönetim, payları devralanın mevcut hissedar olması halinde devraldığı pay sayısına göre açıklama yükümlülüğünde belirlenen eşiklere¹⁵

¹³ Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçların İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul ve Esasları Hakkında Tebliğ (II-13.1) R.G. 07.08.2014, 29081.

¹⁴ Kayden izlenen payların borsa dışında iktisap edilmeleri halinde ise, pay sahipliği sıfatının şirket tarafından tanınması için devralanın şirkete başvuruda bulunmasıyla, payların mülkiyeti ve paylardan doğan haklar devralana geçer. Ancak, devralan, şirket tarafından tanınmaya kadar, paylardan doğan, genel kurula katılma ve oy hakkını ve oy hakkına bağlı diğer hakları kullanamaz; tüm diğer pay sahipliği haklarını ise kullanabilir. Şirket tarafından henüz tanınmamış bulunan devralanlar, hakların geçmesinden sonra, oy hakkından yoksun olarak pay defterine yazılır ancak söz konusu paylar genel kurulda temsil edilemez (TTK md. 497/2, 3).

¹⁵ Yasal açıklama yükümlülüğünü tetikleyen eşikler için, bkz. Bölüm 4.(iii), s. 11-12.

ulaşım ulaşımadığını belirleyebilmesi için, payları satın alanın da kimlik bilgilerine erişimi gerekecektir. Bunun ötesinde, pek çok ülkede hisseler üzerindeki ekonomik sahipliğin başka bir kişide olmasının önünde yasal bir engel olmaması nedeniyle kimliğin ifşası kolayca atlatılabilir. Bu sayede hissedarın kimliği anonim olarak kalabilir.

5.3. Ekonomik Sahiplik

Pay üzerindeki kayıtlı mülkiyetin, payın sağladığı haklardan yararlanmayı ifade eden ekonomik sahiplikten ayrılması, başta Amerika ve İngiltere olmak üzere dünya genelinde yaygın bir uygulamadır (Stapledon ve Bates 2002, 568; Winter 2003, 419). Bu sistemde, gerçek faydalanıcı (*beneficial owner*), genellikle çeşitli mevduat, banka ve komisyoncu katmanlarının ardında gizlidir. Gerçek faydalanıcı kendi hesabına hisseye sahip olan ve nihai olarak bu haklardan faydalanan gerçek veya tüzel kişiyi ifade eder. Bu sistemin en önemli avantajı, hisseler üzerinden ticaretin, yasal/kayıtlı sahibin adı nadiren değiştiği için, daha kolay ve ucuza yapılmasına olanak vermesidir. Gerçek faydalanıcı anonim kalırken, sicil sahibi, hisseyi karşı tarafa karşı bir güvence olarak tutabilir. Finansal aracı kurum ile yapılan sözleşme gereği, gerçek faydalanıcı, gerçek bir hissedar gibi hisselerin alınıp satılmasına karar verip, temettü alır ve bazen genel kurul toplantılarına dahi katılır. Özellikle sınır ötesi yatırımlarda, hisseler yabancı yatırımcılar tarafından değil, finansal aracı kurumlar tarafından tutulmaktadır (Expert Group on Cross-Border Voting 2002).

Ancak yine de, yukarıda açıklanan nedenlerden ötürü,¹⁶ yönetim ve diğer hissedarlar, gerçek faydalanıcının kimliğini öğrenmek isteyebilirler. 2015 yılında güncellenen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, hissedarların genel kurullara katılımının sağlanmasında, “*elektronik iletişim araçlarının kullanımı ve hissedarların kendi aralarındaki iletişimin sağlanması*” gereği ifade edilmiştir (OECD 2015, 22). Ancak pek çok ülkede, hissedarlar ile ilgili bilgiler, diğer hissedarlara yönetim yoluyla iletilir veya erişilebilir hale getirilir. Hissedarların kimliği ve iletişim bilgileri ile diğer bilgiler kural olarak paylaşılmaz. Büyük hisseler ile ilgili açıklama yükümlülüğünün olduğu gerekçesiyle diğer hissedarların kimliğinin ifşasına gerek görülüyor olabilir (Siems 2008a, 136–41). Ancak, bazı ülkelerde mevcut hissedarlara, kayıtlı hissedarların isimlerine ve adreslerine erişim imkanı verilmiştir. Örneğin, İngiltere’de bu kayıtlara üçüncü kişiler dahil herkes ulaşabilir (Birleşik Krallık Şirketler Kanunu 2006, bölüm 116). Yine İngiltere’de, kayıtlı mülkiyetin ekonomik sahiplikten ayrıldığı durumda, kayıtlı sermayenin %10’unu elinde bulunduran hissedarların, gerçek faydalanıcının kimliğini açıklamasını talep etme hakları vardır (Birleşik Krallık Şirketler Kanunu 2006, bölüm 793 ve 795).¹⁷ Öte yandan, Fransa da dahil olmak üzere bazı Avrupa Birliği ülkelerinde, borsa şirketlerinde

¹⁶ Bkz s. 15-16.

¹⁷ Eğer, kaydın sahibi açıklama yapmayı geçerli bir sebep olmaksızın reddederse, oy hakkından veya hisselerini satma hakkından mahrum bırakılabilir (Birleşik Krallık Şirketler Kanunu 2006, bölüm 797).

mevcut hissedarların yönetimin tuttuğu kayıtlardan diğer hissedarlarla ilgili bilgi alma hakkı yoktur (ESMA, 2017, s. 21-22).

Yasal kesinlik açısından, pek çok ülkede, pay üzerindeki hakların gerçek faydalanıcısı değil, kaydın sahibi hissedar olarak kabul edilir. Gerçekte, TTK sicil sahibi ile gerçek faydalanıcı arasında bir ayrıma yer vermemiştir. Bunun yerine, anonim şirketlere, senede bağlanmamış pay ve nama yazılı pay senedi sahipleriyle, intifa hakkı sahiplerinin, ad, soyad, unvan ve adreslerini pay defterine kaydetmeleri yükümlülüğü getirmiştir (TTK md. 499). MKK tarafından kayden takibi yapılan nama yazılı paylara ilişkin Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri ile ilgili diğer düzenlemeler saklıdır (TTK md. 499).¹⁸

Gerçek faydalanıcıların anonim kalma riskine karşı açık yasal hükümler olmamasına karşın, şirketin, paylar üzerinde nihai hak sahibini tanımlayabilmesini sağlayan bazı mekanizmalardan bahsedilebilir. Bunlar, hisse tiplerine bakılmaksızın MKK nezdinde kayıtların yatırımcı hesaplarında tutulması, şirket yönetimin yetkili kıldığı kişilerin resmi kurumlara vermek üzere hissedarlarla ilgili MKK'dan bilgi talep edebilmesi ve genel kurul toplantısından önce genel kurula katılacaklar listesinin oluşturulması olarak sıralanabilir. Bir sonraki bölümde bu mekanizmalar ayrıntılı bir şekilde açıklanacaktır.

5.4. Nihai Sahibin/Gerçek Faydalanıcının Tanımlanması

5.4.1. Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda Kayıtlanma Yoluyla

Kayden izlenen paylara ilişkin kayıtlar, MKK tarafından oluşturulan elektronik ortamda MKK üyelerince¹⁹ tutulur (SPKn md. 13). Aracı kurumlar, yatırımcılardan aldıkları talimatlara göre hisse senedi alım-satım işlemlerini yaparlar ve “hesap operatörleri” olarak yatırımcı hesaplarını işletirler. Yatırımcı hesabı, hak sahibinin adına açılmış, nama veya hamiline hakların izlendiği hesaptır. Yatırımcının talebi üzerine üyeler tarafından MKK'ya yapılacak başvuru ile açılır (Kaydileştirme Tebliği (II-13.1), md. 11). Yatırımcı hesabı açılabilmesi için ve hesaplar üzerinde işlem yapabilmek için gerekli bilgilerin MKK'ya bildirilmesi gerekir (md 11/2).²⁰ Borsaya kote edilmiş paylar bakımından, pay defteri kayıtları yerine MKK kayıtlarının önceliği esastır. Dolayısıyla, bu tür şirketlerin paylarının devri halinde hissedarların tespitinde MKK kayıtları dikkate alınır (Şafak 2003, 160–61). Sonuç olarak, hesapların yatırımcı nezdinde tutulması ve tüm yatırımcı hesaplarının sahibinin kimlik bilgilerinin MKK tarafından bilinmesi (Töremiş 2008, 22) sayesinde gerçek faydalanıcının tanımlanması sağlanmış olur.

¹⁸ MKK nezdinde payların kaydının tutulması ile ilgili bkz. Bölüm 5.(iii).(a), s. 18.

¹⁹ Üyeler, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, ihraççılar, yatırım kuruluşları, merkezi takas kuruluşları ile Kurul tarafından belirlenen diğer aracı kuruluşlardan oluşur.

²⁰ Gerçek kişiler için T.C. kimlik/yabancı kimlik numarası ve tüzel kişiler için vergi kimlik numarası, ilgili düzenleyici kuruma ait veri tabanından kontrol edilerek Sicil Verme (Kimlik Eşleştirme) işlemi gerçekleştirilir (MKK, Kılavuz İhraççı Temel Bilgiler Pay Senetleri s. 8).

Hamiline hesaplar bakımından, hesap sahibinin, ihraççı şirketler tarafından bilinmemesi durumu söz konusu olabilir. Bu durumda, ihraççıların talebi halinde, MKK nezdinde tutulan hak sahibi hesaplarındaki paylara ilişkin bilgiler, idari mercilere verilmek ve mevzuattan kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi amacıyla, ihraççılara iletilebilir.²¹ Dolayısıyla, hamiline yazılı paylarda payı devralanın kimliği şirket tarafından bilinmese dahi, MKK kayıtlarına göre gerçek hak sahibini tespit etmek mümkün olabilecektir (Töremiş 2008, 35).

Buradaki olası problem, her gün yüzlerce işlem ile ilgili kayıtların üyeler tarafından tam ve zamanında işlenmemesi dolayısıyla, MKK kayıtlarının güncel olmama ihtimalidir (Kılıç ve diğerleri 2014, 92). Her ne kadar küçük bir ihtimal de olsa, Kılıç vd. (2014), genel kurul tarihinden iki gün önce (T-2 günü) alım-satım işlemi yapılan payların yeni sahiplerinin, MKK tarafından şirkete bir gün önce (T-1 günü) ulaştırılan pay sahipleri çizelgesinde yer almayacağı nedeniyle genel kurula katılamayacakları riskinden bahseder. Bunun ötesinde, eski pay sahiplerinin genel kurula yetkisiz katılımın gerçekleşebileceği olasılığı da olacaktır (Kılıç ve diğerleri 2014, 92).

Nihayetinde, kaydi sisteme tabi olan paylar ile ilgili kayıtların MKK nezdinde tutulması ve bu payların borsada satılması halinde, MKK tarafından ihraççı şirkete bildirim yapılması veya şirketlerin bu bilgilere erişiminin sağlanması yoluyla yönetim, kayden izlenen pay sahiplerinin kimliğini ve yerleşim yerini bilir. Burada belirtilmesi gereken husus, bu bilgilere erişim imkanının yönetim hariç diğer kişilere sunulmamasıdır.²² Diğer bir ifade ile mevcut hissedarlara ya da yatırımcılara bu bilgilere ulaşma hakkı verilmemiştir.²³ Her ne kadar mülkiyet açıklama kurallarının esas amacı şirketle mevcut hissedarlar arasındaki şeffaflığı artırmak ve diyalogu geliştirmek olsa da,²⁴ pay sahipliğine ilişkin şeffaflığın tüm yatırımcılar düzeyinde sağlanması, hissedarlar arasındaki bilgi paylaşımı yoluyla eşgüdümlü olarak sahiplik haklarının kullanılması için bir avantaj sağlayabilir. Bu bağlamda, pay sahipliği kimliğine ilişkin mevcut bilgilere erişimin şirket yönetimi ile (bazı durumlarda idari makamlarla) sınırlı olduğu göz önünde bulundurulduğunda, bunun özellikle azınlık hissedarların etkin koordinasyonunu engelleyebileceği söylenebilir (ESMA 2017, 24).

²¹ Kaydileştirme Tebliği (II-13.1), md.35/2 - Değişik - R.G. 29.11.2017, 30255, m.2.

²² MKK kayıtlarının gizliliği esastır ancak, hak sahiplerine, MKK tarafından, kayıtlara ilişkin bilgi verilebilir. Ayrıca, idari mercilere verilmek ve mevzuattan kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi amacıyla hak sahipliğine ilişkin olarak ihraççılar tarafından talep edilen bilgiler, MKK'nın belirleyeceği usul ve esaslar çerçevesinde ihraççılara iletilir (Kaydileştirme Tebliği (II-13.1), md. 35/2 (Değişik - R.G. 29.11.2017, 30255, m.2).

²³ Nihayetinde, AB yasal düzenlemelerinde dahi tüm hissedarlar açısından pay sahipleri ile ilgili bilgilere erişim hakkını getiren bir hükme yer verilmemiştir.

²⁴ Mülkiyet ifşa kurallarının iletişim aracı fonksiyonu için, bkz Bölüm 4.(ii).(b), s.11.

5.4.2. Genel Kurula Katılacaklar Listesi Yoluyla

Gerçek faydalanıcının tespit edilmesinde bir diğer yöntem ise, genel kurula katılmak isteyen nihai sahibin, genel kurula katılacaklar listesinde kimliğinin ve adres bilgilerinin yer alması suretiyle mümkün olur.

Genel kurul toplantılarına katılma hakkı, temel pay sahipliği haklarındandır.²⁵ Yönetimi ve kontrolü elinde bulunduran hissedarların, zaman zaman yatırımcıları (yabancı yatırımcılar dahil) yönetim haklarını kullanmalarını engellemeye çalışma eğilimleri olabilir. Bu engellemeler arasında, oylamaya katılma için belirli ücretler tahsil etme, vekaleten oy kullanma yasağı, genel kurul toplantılarında şahsen oy verme zorunluluğu, toplantı yerinin erişimi zor bir yerde belirlenmesi gibi uygulamalar olabilir. Ancak bu tip engellemelerin önüne geçmek için getirilen yasal düzenlemeler sayesinde bu örneklerin sayısı önemli ölçüde sınırlanmıştır (OECD 2015, 22). Yine de, diğer bazı prosedürler, hissedarların, sahiplik haklarını kullanmalarını güçleştirebilir. Örneğin, şirket tarafından açıklanan genel kurul toplantı gündemi ile yatırımcılar tarafından alınan gündem arasında tutarsızlıkların olması (Erginçan ve Karaağaçlı 2015, 100), ya da gündem maddelerinin toplantı gününe çok yakın bir zamanda gönderilmesi nedeniyle yatırımcıların istişare edebilmesi için yeterli zaman tanınmaması gibi nedenlerle genel kurullar işlevsizleştirilebilir.

Türk sermaye şirketleri arasında pay sahipliği demokrasisini etkileyen en büyük engelin başında hissedarların genel kurul toplantılarına katılım seviyesinin düşük olması gelmektedir (Erginçan ve Karaağaçlı 2015, 103). Bunun nedenini açıklamada, Türk halka açık şirketlerin sermaye yapılarındaki yabancı yatırımcıların artan payı dikkate alınabilir.²⁶ Yabancı hisse sahiplerinin genel kurul toplantısının yerine uzak olmaları nedeniyle toplantılara fiziki katılımları her zaman mümkün olmayabilir. Öte yandan, temsilcilerin genel kurullarda yabancı hissedarlar adına oy kullanabilmeleri önünde zahmetli ve karmaşık prosedürlerin olması ve yabancı hissedarlar ile yasal temsilcileri arasındaki verimsiz bilgi akışı gibi nedenler, yabancı hissedarların genel kurullara katılımını sınırlayan başlıca faktörlerdir (Erginçan ve Karaağaçlı 2015, 107).

Eski TTK'nın 360. maddesinde, hamiline yazılı pay senedi sahiplerinin genel kurulda oy haklarını kullanabilmeleri için senetlerini veya bunlara sahip olduklarını gösteren vesikalarını genel kurul tarihinden bir hafta önce şirkete tevdi etme zorunluluğunu getirmişti. Özünde bu uygulama, genel kurula katılmadan hisselerini satmak isteyen hissedarları engellemeye yarıyordu. Ancak, yatırımcıların genel kurula katılımını güçleştirmesi nedeniyle de eleştirilmekteydi (Kılıç ve diğerleri 2014, 87). Bu

²⁵ Pay sahipliğinden doğan haklar; kar payı alma/temettü hakkı, tasfiye payına iştirak hakkı, bedelsiz pay edinme hakkı, rüçhan hakkından oluşan mal varlığı hakları ile genel kurula katılma hakkı, görüş bildirme hakkı, oy kullanma hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı, özel denetim isteme hakkı ve dava haklarını kapsayan yönetim haklarından oluşur.

²⁶ MKK kayıtlarına göre, dolaşımdaki payların yabancı sahiplik oranı 2017 yılsonu itibarı ile %65 olarak gerçekleşmiştir (MKK Yıllık İstatistik Verileri 2017 www.mkk.com.tr).

uygulama, hem hamiline hem de nama yazılı payların kaydileştirilmesi ve genel kurullarda elektronikleşme ile gerçek faydalanıcıların ihraççı tarafından tanımlanmasının önünün açılması ile geçerliliğini yitirdi (Ergincan ve Karaağaçlı 2015, 107). Nitekim, Avrupa Birliği de bu gerekçelerle 2007/36/EC sayılı Borsada İşlem Gören Şirketlerin Hissedarlarının Bazı Haklarına İlişkin Direktif ile blokaj yükümlülüğünü kaldırmıştır. 6102 sayılı TTK da bu gelişmelere paralel olarak, oy haklarının kullanılmasında pay blokajını yürürlükten kaldırmıştır (TTK md. 415/4). Benzer şekilde, 6362 sayılı SPKn, halka açık ortaklık genel kuruluna katılma ve oy hakkının, pay sahibinin paylarını herhangi bir kuruluş nezdinde depo etme şartına bağlanamayacağını hükme bağlamıştır (SPKn md. 30).

Eski sistemin yerine geçen yeni uygulamada, yönetim haklarını elinde bulunduran hissedarların tanımlanmasında MKK sisteminden elde edilebilecek pay sahipleri veya temsilcileri hakkındaki bilgiler geçerli sayılacaktır (TTK md. 417).²⁷ Bu hüküm uyarınca, payları kayden izlenen halka açık ortaklıkların yönetim kurulu tarafından hazırlanan genel kurula katılacaklar listesi genel kurul gününden bir gün önce MKK'dan sağlanacak pay sahipleri çizelgesine göre düzenlenir.²⁸

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, hissedarların genel kurul toplantılarına etkin bir şekilde katılma ve oy kullanma fırsatına sahip olmasını ve oylama prosedürleri de dahil olmak üzere genel kurul toplantı kuralları hakkında bilgilendirilmesi prensibini benimsemiştir. Hissedarların genel kurul toplantılarına aktif katılımı için, toplantıda karara bağlanacak hususlara ilişkin tam ve zamanında bilgilendirilmeleri ve şirketin, toplantının tarihi, yeri ve gündemi ile ilgili bilgileri hissedarlara zamanında ulaştırması gerekliliği hususları üzerinde durmuştur. Bu ilkelere göre, genel kurul toplantıları için belirlenen süreçler ve prosedürlerin, tüm pay sahiplerinin eşit muamele görmesine izin vermesi esastır (OECD 2015, 21–22).

Hissedarların genel kurul toplantılarına katılımın önündeki engelleri kaldırarak, kurumsal yönetimi geliştirmesinde, hissedarlarla daha iyi iletişim kanallarının ve karar alma mekanizmalarının oluşturulmasında elektronik genel kurul uygulamaları teşvik edilmektedir (OECD 2015, 24). Genel kurul süreçlerinde merkezi kayıt kuruluşları “*merkezileştirici kurumlar*” olarak birincil role sahip olarak, ihraççı şirketler ve hissedarlar arasında toplantı duyurusu, oy kullanma talimatı, teyit ve toplantı sonuçları gibi bilgilerin etkili ve zamanında akışını sağlamalıdır (ISSA 2012, 7).

Elektronik Genel Kurul Projesi Türkiye’de MKK sorumluluğunda 6102 sayılı TTK’nın yürürlüğe girmesini takiben 2012 yılında başlatılmıştır. E-genel kurul, toplantı öncesi ve sonrası bilgi paylaşımı ve oy kullanma da dahil olmak üzere tüm genel kurul sürecinin tek bir platform üzerinden yürütüldüğü

²⁷ Listede özellikle, pay sahiplerinin ad ve soyadları veya unvanları, adresleri, sahip oldukları pay miktarı, payların itibarî değerleri, grupları, şirketin esas sermayesi ile ödenmiş olan tutar veya çıkarılmış sermaye toplamına aslen ve temsil yoluyla katılacakların imza yerleri gösterilir (TTK md. 417/3).

²⁸ Bu listede pay sahipleri, intifa hakkı sahipleri ile bunların varsa vekil tayin ettikleri kişilerin kimlik bilgilerinin ve payların itibari değerlerinin bulunması gerekir (Kaydileştirme Tebliği (II-13.1), md. 20/2).

ve tüm paydaşların bu sisteme uzaktan katılımını da mümkün kılan bir sanal genel kurul yönetimini temsil eder (Erginca ve Karaağaçlı 2015, 105–6).

Türkiye, genel kurul süreçleri için elektronik platformların kullanılması yasal yükümlülüğünü getiren ilk ülkelerden biridir.²⁹ TTK'nın 1527. maddesi uyarınca payları borsaya kote şirketlerin Elektronik Genel Kurul Sistemini (EGKS) uygulaması ve genel kurul işlemlerini Elektronik Genel Kurul Mevzuatına uygun olarak EGKS'de yerine getirmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, toplantılar, tamamen elektronik ortamda yapılabileceği gibi, bazı üyelerin fiziken mevcut oldukları bir toplantıya bir kısım üyelerin elektronik ortamda katılması yoluyla da icra edilebilir (TTK md. 1527).

İhraççı şirketler genel kurul tarihini KAP aracılığıyla hissedarlara doğrudan bildirir.³⁰ Bu bildirim alan pay sahipleri, toplantıdan bir gün öncesine kadar kimliklerini girerek sisteme katılımlarını (uzaktan veya fiziki katılım) açıklayabilirler. Ayrıca, EGKS'de oy hakkına sahip hissedarlar, oylarını genel kurul toplantısından önce temsilcileri vasıtasıyla da kaydettirebilirler. Temsilciler görevlendirildiğinde sisteme kayıt olurlar ve ihraççı şirket tarafından genel kurul toplantısından bir gün önce oluşturulan toplantıya katılacaklar listesinde temsilcilerin kimlik bilgileri de yer alır. Bu uygulama, EGKS aracılığıyla atanan temsilcilerin genel kurula katılımı için vekaletname sunulması ihtiyacını ortadan kaldırır (Erginca ve Karaağaçlı 2015, 107).

TTK'nın 417 ve 415. maddeleri uyarınca genel kurul toplantısına katılabilecek hak sahipleri MKK'dan sağlanacak pay sahipleri çizelgesine göre belirlenecektir. Bu çizelge genel kurul günü EGKS'nin pay sahipleri listesine özgülenmiş alanından görüntülenebilecektir. Toplantıya gelen kişilerin hak sahibi olup olmadığı bu listeden kontrol edilecektir. Söz konusu liste pay sahiplerinin ve pay oranlarının yanında pay sahiplerinin EGKS den tayin ettikleri temsilcileri de içerecektir.

İhraççı şirketlerin e-genel kurul işlemlerinden sorumlu yetkilileri, sadece elektronik imza kartlarını aldıktan ve MKK tarafından yetkilendirildikten sonra sisteme erişebilir. EGKS'ye girişler güvenli elektronik imza ile gerçekleştiğinden, genel kurul toplantısına katılımın onaylanması, temsilci atama, bilgi paylaşımı vb. genel kurul ile ilgili tüm süreçlerin yalnızca nihai hak sahibi tarafından gerçekleştirilmesine olanak sağlar. Özetle, EGKS nihai hak sahibinin tanımlanmasında ve yönetim haklarından yararlanacak pay sahiplerinin kimliklerinin belirlenmesinde önemli bir kolaylık sağlamıştır.

²⁹ 28 AB ülkesinden sadece ikisi (Hırvatistan ve İzlanda) yasal olarak ihraççıların hissedarların genel kurul toplantısına katılmalarında elektronik araçları sağlama yükümlülüğü getirmiştir (ESMA Raporu 2017, 28).

³⁰ Genel kurul çağrılarının genel kurul gününden en az üç hafta önce yapılması gerekmektedir (Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1), R.G.03.01.2014, 28871, md. 1.3).

6. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Türkiye'deki yasal düzenlemeler, mülkiyet açıklama yükümlülüğü kapsamında belirlenen eşikler dahilinde belirlenecek olan oy hakları için, gerçek faydalanıcının bilgilerinin ifşasını zorunlu kılan bir düzenlemeye yer vermiyor. Diğer bir ifade ile bu düzenlemelerde yasal hissedarlık (sicil sahibi) ile gerçek faydalanıcı arasında bir ayrım gözetilmemiştir. Ancak bu durum, etkili hissedarların belirlenmesi açısından bir eksiklik olarak görülebilir. Kendini sadece bir yatırımcı olarak gören ve ne büyük hisse sahibi olan, ne de aktif olarak firmanın yönetimine katılma veya yönetimini şekillendirme isteği olmayan sadece yatırımcı hissedar için, kimliğini açıklamak gerekli olmayabilir. Ancak, etkili hissedarlar için durum farklıdır.

Literatürde AB ülkelerini de kapsayan 25 ülke dahilinde yapılan bir çalışmada, büyük hissedarların şeffaflığını zayıflatan finansal yenilikler karşısında mülkiyet açıklama kurallarının iyileştirilmesi ve kapsamının genişletilmesi yönünde bir eğilimin olduğu tespit edilmiştir (Schouten ve Siems 2010). Mülkiyet açıklama kurallarının piyasa etkinliğini artırma ve kurumsal yönetimi geliştirme işlevlerine bağlı olarak, açıklama yükümlülüğünün kapsamının genişletilmesi düşünülebilir. Türkiye gibi piramit yapıların sayısının görece çok olduğu ülkelerde, kapsamlı mülkiyet açıklama kuralları, hakim pay sahibinin motivasyonunu, mülkiyet yapısından kaynaklanan muhtemel vekil maliyetlerini ve dolayısıyla da payın değeri ile ilgili çıkarımların daha doğru bir şekilde değerlendirilmesini sağlamaya yardımcı olacaktır. Ancak hali hazırdaki düzenlemelerde MKK nezdinde tutulan kayıtlara erişimin şirket yönetimi ile sınırlı olması ve diğer hissedarların ve yatırımcıların bu bilgilere erişim imkanının olmaması, mülkiyet ifşa kurallarının etkinliğini kısıtlayan bir unsur olarak değerlendirilebilir.

Öte yandan, kamuyu aydınlatma kapsamında mülkiyet açıklama kurallarının kapsamını genişletmenin getireceği risklerden de bahsedilebilir. Bunlardan ilki, fazla bilgi sunulmasının yaratacağı taşma riskidir. Taşma riski (*risk of over-flow*) çok fazla sayıdaki açıklamanın, önemli bilgilerin seçilmesini güçleştirerek yanıltıcı olma durumudur (ESME 2007, 6). Bu durum olası maliyet artışına neden olabilir. Diğer bir risk ise, kapsamlı ifşaat kuralları nedeniyle borsadan ayrılmayı tercih eden firmaların sayısının artmasıdır. Mülkiyetin ifşası dahil, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin çok sayıda olması nedeniyle, rakiplere verilen bilgilerin firmayı dezavantajlı duruma sokması, bazı firmaların açıklamaya yanaşmamasına veya nihayetinde borsayı terk etme kararı almasına neden olabilir.³¹ Tüm bunların yanı sıra, açıklama yükümlülüğü yatırımcı çekmede ve sermaye maliyetlerini azaltmada kullanılan bir araçtan ziyade, sıkıntılı mali zamanlarda kaçınılması mümkün olan bir finansal maliyet olarak algılanabilir (Berglöf ve Pajuste 2005, 214). Sonuç olarak, sermaye piyasası

³¹ ABD'li uluslararası elektrikli otomobil üreticisi ve enerji depolama firması Tesla'nın üst yöneticisi Elon Musk Ağustos 2018'de borsadan çekilmeyi planladığını açıkladı. Her ne kadar, bu açıklamanın nedeni tam olarak belirtilmese de, bu açıklamanın arkasında yatan sebebin, şirketin halka açık olmasının getirdiği yükümlülüklerin (finansal raporlama, kamuya yapılan açıklamalar ve bunlarla gelen yoğun incelemeler), şirketi zor duruma soktuğu ihtimali olabileceği vurgulanmıştır (Rapier 2018).

düzenleyicileri, daha kapsayıcı ifşa kuralları ile daha fazla firmanın açıklamadan kaçınması veya borsadan ayrılması arasında bir tercih yapmak zorunda kalabilir (Berglöf ve Pajuste 2005, 180).³²

Bir ülkede mülkiyet açıklama kurallarının yer almasının yanı sıra, bu kuralların şirketler tarafından ne düzeyde uygulandığı ve bu uygulamayı temin etmede piyasa düzenleyicilerinin hangi önlemleri aldığı da oldukça önemlidir. Türk sermaye piyasalarında, kamuyu aydınlatma uygulamalarının etkin bir şekilde yerine getirilmesi için gerekli prosedürlerin ihraççının yönetim kurulu tarafından belirleneceği düzenlenmiştir (Özel Durumlar Tebliği md. 24/4 Değişik R.G. 10.02.2017, 29975). Mevcut mülkiyet açıklama kurallarına ihtilaf durumunda veya bu bilgilerin eksik, yanıltıcı veya yanlış olması halinde uygulanacak bir tür yaptırımdan ziyade (ör. Oy haklarının askıya alınması gibi) sorumluluk hukuku benimsenmiştir. Buna göre, kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler, bu belgelerde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur (SPKn. md. 32/2). Dolayısıyla yatırımcıların, bu belgelerdeki yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgiler nedeniyle zarara uğramaları halinde tazminat talebinde bulunmaları mümkündür (SPKn. md. 4, 5, 6). Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu'nun, gerekli gördüğü durumlarda kamunun zamanında, tam ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla ihraççılardan açıklama yapılmasını isteyebilir (Özel Durumlar Tebliği md. 26/1,2).

Açıklama yükümlülüğünün yerine getirilmesinde kaynakların kısıtlılığı dikkate alındığında, piyasa düzenleyicilerinin uygulama maliyetlerini ve faydalarını tartmaları ve gözetim faaliyetlerini bu bağlamda sürdürmeleri gerekmektedir. Özellikle yatırımcıları doğrudan ilgilendiren konuların açıklanmasında piyasa gözetim faaliyetlerinin özenli bir şekilde yürütülmesi ve yasal düzenlemelere aykırılık halinde uygulanacak yaptırımların kapsamının genişletilmesi önerilebilir. Bu kapsamda, ileride yapılacak olan çalışmalarda, SPK bünyesinde mevcut yükümlülüklerinin etkin bir şekilde uygulanıp uygulanmadığının araştırılması faydalı olacaktır. Borsada işlem gören şirketlerin yıllık finansal raporları ve kurumsal yönetim raporları, mülkiyet açıklama kurallarının şirketler tarafından uygulanma düzeyini değerlendirmede incelenebilir.

KAYNAKÇA

Armour, J., H. Hansmann, ve R. Kraakman. 2009. The Essential Elements of Corporate Law, ECGI Working Paper Series in Law No. 134/2009.

Berglöf, E. ve A. Pajuste. 2005. "What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate

³² Berglöf ve Pajuste (2005), Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri üzerinde yaptıkları çalışmada, borsada işlem gören şirket sayısının çok olduğu ülkelerde (Polonya ve Litvanya) lakayt yaptırım (*lax enforcement*) uygulamaları yer alırken, borsa şirketlerinin sayısının az olduğu ülkelerde (Estonya ve Çek Cumhuriyeti) daha sıkı yaptırım uygulamalarının var olmasının nedenini, borsa şirketlerini borsadan çıkmaya yöneltmemesi için, lakayt yaptırım uygulamalarına bilinçli olarak yer verildiği şeklinde yorumlamıştır (Berglöf ve Pajuste 2005, 212).

Governance and Transparency in Central and Eastern Europe”, *Oxford Review of Economic Policy* 21 (2).

Bozcuk, A. ve M. A. Lasfer. 2005. “The Information Content of Institutional Trades on the London Stock Exchange”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (03).

Chakravarty, S. 2001. “Stealth-trading: Which traders’ Trades Move Stock Prices?”, *Journal of Financial Economics* 61 (2).

Chassagnon, V. ve X. Hollandts. 2014. “Who Are the Owners of the Firm: Shareholders, Employees or No One?”, *Journal of Institutional Economics* 10 (01).

Claessens, S., S. Djankov ve L H.P Lang. 2000. “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics* 58 (1–2).

Commission Staff Working Document. 2007. Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids, Brussels, 21.02.2007 SEC (2007) 268 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf (Erişim Tarihi: 05.09.2018).

Cools, S. 2005. “The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, *Delaware Journal of Corporate Law* 30.

Demirag, I. ve M. Serter. 2003. “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, *Corporate Governance* 11 (1).

Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes ve A. Shleifer. 2008. “The Law and Economics of Self-dealing”, *Journal of Financial Economics* 88 (3).

Duman, H. 2011. “Sermaye Piyasasının Etkinliği Açısından, Kamunun Aydınlatılması Sürecinde, Şirket Çevresinin İhtiyaç Duyduğu Bilginin Özellikleri: İMKB ’de Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan.

Erginçan, Y. ve B. Karağaçlı. 2015. “How Electronic General Meetings Affected Exercise of Shareholder Rights in Turkey: An Analysis of the Turkish Model in Light of International Market Standards and Regulations”, *Boğaziçi Journal Review of Social, Economic and Administrative Studies* 29 (1).

ESME. 2007. First Report of ESME on the Transparency Directive ("TD") 5 December 2007 <file:///D:/Kamuyu%20aydınlatmamülkiyet%20yapısı/First%20Report%20of%20ESME%20on%20the%20TD.pdf> (Erişim Tarihi: 05.09.2018).

ESME. 2017. Report on Shareholder Identification and Communication Systems

<https://www.esma.europa.eu/document/report-shareholder-identification-and-communication-systems> (Erişim Tarihi: 05.09.2018).

Expert Group on Cross-Border Voting. 2002. Consultative Document on Cross-Border Voting in Europe and Final Report.

Ferrell, A. 2007. “The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation around the World”, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law* 2 (81).

Fox, M. B. 2009. “Civil Liability and Mandatory Disclosure”, *Columbia Law Review* 109 (2).

Fox, M. B., R. Morck, B. Yeung ve Artyom Durnev. 2003. “Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence”, *Michigan Law Review* 102 (3).

Goshen, Z. ve G. Parchomovsky. 2006. “The Essential Role of Securities Regulation”, *Duke Law Journal* 55 (4).

Hu, H. T. C. ve B. Black. 2006. “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Southern California Law Review*, 79.

ISSA, (2012). “Global Principles for Corporate Actions and Proxy Voting”. http://www.issanet.org/pdf/ISSA_WG_CA-PV_Final_Report_June2012.pdf (Erişim Tarihi: 05.09.2018).

Jensen, M. C. ve W. H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3 (4).

Kılıç, S., A. Alp ve İ. U. Delikanlı. 2014. “Borsa Şirketlerinde Genel Kurula Katılma ve Oy Haklarının Kullanılması: Pay Blokajı Şartının Kaldırılması Sonrasındaki Uygulama, Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar* 8 (2).

Kraakman, R. 2009. “Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay”, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, ed. E. Wymeersch, G. Ferrarini, K. J. Hopt, J. Winter. Oxford University Press, 96.

Kyle, A. S. 1985. “Continuous Auctions and Insider Trading”, *Econometrica* 53 (6).

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes ve A. Shleifer. 1999. “Corporate Ownership Around the World”, *The Journal of Finance* 54 (2).

Mahoney, P. G. 1995. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”, *The University of Chicago Law Review* 62 (3).

Morck, R. ve B. Yeung. 2003. “Agency Problems in Large Family Business Groups”, *Entrepreneurship Theory and Practice* 27 (4).

OECD. 2015. G20/OECD Principles of Corporate Governance. <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf> (Erişim Tarihi: 07.08.2018).

Pulaşlı, H. 2017. Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 5. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara.

Rapier, G. 2018. “A Private Life is A Happy Life”, <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/tesla-stock-price-going-private-what-wall-street-is-saying-about-the-potential-move-2018-8-1027443394> (Erişim Tarihi: 14.08.2018).

Şafak, N. 2003. Anonim Ortaklıkta Pay Defteri, Seçkin, Ankara.

Schouten, M. C. 2009. “The Case for Mandatory Ownership Disclosure”, *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, 15.

Schouten, M. C ve M. M Siems. 2010. “The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries”, *Journal of Corporate Law Studies* 10 (October).

Shleifer, A. ve R. W. Vishny. 1997. “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance* 52 (2).

Siems, M. M. 2008a. *Convergence in Shareholder Law*, Cambridge University Press.

Siems, M. M. 2008b. “Shareholder Protection Around the World (Leximetric 11)”, *Journal Of Corporate Law Studies* 33 (17).

Stapledon, G. P. ve J. J. Bates. 2002. “Reducing the Cost of Proxy Voting”, *Corporate Governance Regimes - Convergence and Diversity*, ed. J. A. McCahery, P. Moerland, T. Raajmakers ve L. Renneboog, Oxford, 567.

Tekinalp, Ü. ve E. Çamoğlu. 2018. *Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri*, Vedat Kitapçılık, İstanbul.

Tekinalp, Ü., R. Poroy ve E. Çamoğlu. 2000. *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*, Arıkan Yayınevi, 8. Baskı. İstanbul.

Töremiş, H. E. 2008. *Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Nama Yazılı Payların Borsada Devri*, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.

Winter, J. 2003. “Cross-Border Voting in Europe”, *Capital Markets and Company Law*, ed. Kalus J. Hopt ve Eddy Wymeersch. Oxford: Oxford University Press, 387.

Yılıgör, A. G. ve E. Yücel. 2012. “İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayırımı Konusunda Çıkarımlar”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi* 8 (16).

Yurtoglu, B. B. 2000. “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”, *Empirica* 27

(2).

www.esma.europa.eu, (Erişim Tarihi: 05.09.2018).

www.mkk.com.tr, (Erişim Tarihi: 12.08.2018).

www.oecd.org, (Erişim Tarihi: 10.07.2018).

www.spk.gov.tr, (Erişim Tarihi: 12.08.2018).