

KURUMSAL YÖNETİMDE “ŞEFFAFLIK” VE TÜRK TİCARET HUKUKUNDAKİ UYGULAMALARI *

Doç. Dr. Şafak NARBAY **
Dr. Melih SÖNMEZ***

Muhasebe Bilim
Dünyası Dergisi
2016; 18 (Özel Sayı-1); 369-417

369

ÖZ

Şeffaflık, kurumsal yönetimin en önemli prensiplerinden biri olarak, hem finansal piyasalarda hem de şirketlerin yönetim yapısında önemli bir rol oynamaktadır. Şeffaflığın pozitif etkisi şirketlerin karanlık tarafları dikkate alındığında kendisini göstermektedir. Özellikle, İmar Bankası, Parmalat ve Lehman Brothers skandalları, şeffaf olmama durumunun, bu zorlu rekabet piyasası ortamında, ekonomilerde tolere edilmeyeceğini ağır sonuçlara neden olarak göstermiştir. Sorulması gereken soru, şeffaflık, finansal piyasalarda niçin bu kadar önemlidir veya ne gibi pozitif katkıları vardır? Efektif bir bilgi akışı, hem borsaya kayıtlı şirketlerin yatırımcılar açısından cazibesini arttırmakta, hem de ekonomilerdeki beklenmeyen durumlara karşı önleyici tedbirlerin en kısa sürede alınmasına yardımcı olmaktadır. Bu yüzden, Tapscott ve Ticoll'un eserlerinde belirttiği gibi, “Günümüzün kazananları, başarı için her gün daha fazla soyunanlardır”(Tapscott and Ticall 2003, xii). Bununla birlikte, diğer bir problemde, şeffaflığın öneminin kanun koyucular tarafından ne kadar anlaşılıp, yasal zeminlerde uygulamaya dönüştürülebildiğidir. Bu doğrultuda çalışmamızda, şeffaflık kurallarının uygulanabilirliğinin anlaşılabilmesi bakımından, şeffaflık teorisinin 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun ile ilgili ikincil mevzuatta hangi ölçüde ve nasıl pratiğe dönüştüğünün keşfedilmesi amaçlanmaktadır.

* Makale gönderim tarihi: 05.11.2015; kabul tarihi:19.12.2015

Bu çalışma, 23-25 Ekim 2015 tarihlerinde MODAV tarafından Ankara'da düzenlenen 12. Uluslararası Muhasebe Konferansı'nda bildiri olarak sunulmuş ve alınan eleştiriler dikkate alınarak yeniden hazırlanmıştır.

** Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi, narbays@yahoo.de.

*** Erzincan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi, melihsonmez@erzincan.edu.tr.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Şeffaflık, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

JEL Sınıflandırması: K00, K2, K22

“TRANSPARENCY” IN CORPORATE GOVERNANCE AND ITS IMPLEMENTATIONS IN TURKISH COMMERCIAL CODE

ABSTRACT

370

Transparency, as one of the important principles of corporate governance, plays a key role in the structure of corporations as well as in financial markets. This is because, *‘the devil side of corporations’*, such as the scandals of İmar Bank, Parmalat or Lehman Brothers, has indicated how any opaqueness is unlikely to be tolerated in these competitive financial markets. The question that needs to be asked is why transparency is so important in the financial markets. An effective flow of information not only increases the attractiveness of listed companies in the financial markets, but also plays a preventative role for the unexpected events. Therefore, as Tapscott and Ticoll mentioned, *‘today’s winners increasingly undress for success’*. ”(Tapscott and Ticoll 2003, xii). However, it is important to highlight that to what extent has its importance been realised by policy-makers in their respective legal frameworks? In this respect, in order to understand the practicability of transparency rules, this paper aims to explore how the idea of transparency has been converted into practice in the both new Turkish Commercial Code No: 6102 and the Capital Market Law No: 6362.

Keywords: Corporate Governance, Transparency, Turkish Commercial Code No: 6102, Capital Market Law No: 6362

JEL Classification: K00, K2, K22

1. GİRİŞ

Kurumsal yönetim, bir şirkette veya bir işletmede, bütün çalışanlar arasında dengelerin gözetildiği; ana amaçların, hakların ve sorumlulukların belirlendiği; şirketlerde veya işletmelerde ortak çıkarların korunduğu; ve en geniş anlamda finansal ve ekonomik performansın artırılmasının amaçlandığı bir sistem veya strateji olarak tanımlanabilir (Sonmez 2014). Uluslararası alanda *‘corporate governance’* olarak bilinen kurumsal yönetim, şirketlerin veya işletmelerin en etkili bir şekilde yönetim, idare ve denetimleri için profesyonel bir anlayış getiren bir yönetme sanatı olarak kabul edilebilir. Bu bakımdan kurumsal yönetim, felsefe, etik, politika,

ekonomi ve hukuk bilimlerini harmanlayarak, hem iş dünyasında hem de finansal piyasalarda ideal bir yönetim anlayışının oluşturulmasını amaçlamaktadır.

Kurumsal yönetim, özellikle İmar Bankası, Enron, Parmalat gibi bir takım finansal skandallar ve ekonomik krizlerden sonra, gerek gelişen ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelere giderek önemini arttırmaya başlamıştır. Geçtiğimiz yüzyıl, finansal piyasaların dünya çapında onurunu kaybettiği bir dönem olarak nitelendirilebilir. Yukarıda adı geçen skandallar ve ekonomik krizler yüzünden, birçok şirket iflas etmiş, globalleşmeyle birbirine bağlanan finansal piyasalar ağır bir darbe almıştır. Bu yüzden, şirketlerin bu karanlık tarafları, onları başıboş bırakmanın çok ağır sonuçlara neden olacağını açık bir şekilde göstermiş ve yönetimde profesyonel bir anlayışın gerekliliğini ortaya koymuştur.

Kurumsal yönetim anlayışının temelinde, mevcut şirketler ve finansal piyasaların etkili bir şekilde çalışmalarını sağlayarak, hem finansal göstergelerini geliştirmek hem de onları yatırımcılar bakımından bir cazibe merkezi haline getirme amacı yatmaktadır. Her ne kadar kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkmasında, pay sahiplerinin çıkarlarını artırma görüşü savunulsa da, bu felsefe günümüz globalleşen dünyasında şirketlerin ve finansal piyasaların ana amacına ulaşmasında yetersiz kalabilmektedir. Bu yüzden, kurumsal yönetimin yeni tanımında; bir şirkette en tepeden en aşağıya kadar, herkesin menfaatlerini gözetmek amacıyla kurulmuş bir koordinasyon stratejisi olduğu vurgusu giderek artan bir şekilde yerini almaya başlamıştır.

Burada üzerinde durulması gereken iki önemli konu vardır: Birincisi, kurumsal yönetim niçin önemlidir? İkincisi, eğer bu denli önemliyse, şirketlerde veya finansal piyasalarda bu profesyonel yönetim anlayışını kazandırmanın yolları nelerdir?

Kurumsal yönetimin en büyük avantajlarından bir tanesi, şirket performansı üzerindeki olumlu etkisi olarak gösterilmektedir. Bu konuda, özellikle mukayeseli uygulamada birçok çalışma bulunmaktadır. Örneğin, Gompers, Ishii ve Metrick çalışmalarında, iyi yapılandırılmış bir kurumsal yönetim anlayışının şirket değerini arttıracaklarını, şirketlerde daha iyi bir faaliyet başarı grafiği yakalanacağını ve şirket yatırım getirisinin pozitif yönde değişeceğini savunmaktadırlar (Gompers, Ishii ve Metrick 2003). Özellikle 1990 ve

1999 yılları arasında yaptıkları çalışmalarda, güçlü bir kurumsal yönetim yapısına sahip olan şirketlerin, pay sahipleri bakımından daha zayıf haklara sahip olduğu şirketlere kıyasla çok daha iyi ve başarılı bir performans sergilediklerini sayısal verilerle ortaya koymuşlardır (Gompers, Ishii ve Metrick 2003). Bu bakımdan iyi organize edilmiş bir kurumsal yönetim prensibinin, şirket içerisinde, birbiriyle uyumlu ve koordinasyonlu bir iş ortamı oluşturarak, şirketin finansal göstergelerine olumlu bir katkı sağladığı söylenebilir. Bu yüzden, kurumsal yönetim anlayışı, ölçeklerine bakılmaksızın, bütün şirketlere kazandırılması gereken bir stratejidir. Aksi takdirde, günümüz hızla değişen finansal piyasalarında, bu değişime ayak uyduramamak, çok ağır sonuçlara neden olabilir.

Bu anlayışın geliştirilmesinde, kurumsal yönetim prensiplerinin anlaşılması anahtar bir rol oynamaktadır. Bilindiği üzere, kurumsal yönetim dört ana prensip üzerine kurulmuştur: *Şeffaflık, Güvenilirlik, Hesap Verilebilirlik ve Adillik*. Şeffaflık diğerleri arasından, kurumsal yönetim prensiplerinin en önemlisi olarak kabul edilebilir, zira güvenilirlik, hesap verilebilirlik ve adillik şeffaflığın bir sonucu olarak tezahür eder. Diğer bir ifadeyle, şeffaflık olmadan diğer prensiplerin sağlanması mümkün değildir. Bu yüzden, kurumsal yönetimin geliştirilmesinin temelinde, şirket içerisinde şeffaflığın yüksek bir seviyede sağlanması yatar.

Şeffaflık, hem piyasaların hem de şirketlerin 'x-ray' cihazı olarak, finans dünyasını güvenilir bir süzgeçten geçirerek, sermaye piyasaları açısından temiz bir ortam oluşturmayı hedeflemektedir. Bu bakımdan, hem şirketlerin karanlık yönlerini önceden göstererek finansal piyasaların etkili işleyişine olumlu katkıda bulunur, hem de şirkette en tepeden en alt kademeye kadar mükemmel bir iletişim ağı kurarak, iyi örgütlenmiş veya koordine edilmiş şirket yapılarının kurulmasını sağlar.

Bu bağlamda şeffaflığın genel misyonu, gösterişli dükkân vitrinleri gibi, finansal marketlerdeki yatırımcılar için gerekli bilgileri sağlamak ve piyasalardaki kayıtlı şirketleri onlara pazarlamaktır. Bu açıdan, yatırımcılar için her türlü bilgiyi güvenilir bir atmosferde sunmak, şeffaflığın en önemli avantajı olarak kabul edilebilir. Finansal piyasaların etkin bir şekilde işleyişinde, güven anahtar bir rol oynar. Zira piyasalardaki güvenin kaybı, yatırımcıların piyasadan çıkmasına, finansal enstrümanlara olan talebin azalmasına ve böylelikle ekonomik

krizlerin tetiklenmesine neden olmaktadır. Kısacası, piyasaların karanlık görüntüsü, şirketlerin karanlık duygularını ortaya çıkaracak ve ekonomilerde yeni skandallara ve krizlere sebebiyet verecektir. Bu yüzden, nasıl ki ‘*güneş ışığı doğadaki en iyi dezenfektandır*’ (Brandeis 1914), şeffaflık da finansal piyasaların karanlık yönüne yönelik en önemli dezenfekte ışığı olarak vasıflandırılabilir.

Literatürde şeffaflığın hem finansal piyasalara hem de şirketlere yönelik avantajları hakkında çok sayıda çalışma yapılmıştır. Şeffaflığın ‘x-ray’ etkisi baz alınarak temel avantajları şu şekilde sıralanabilir; ‘*şirkette hesap verilebilirliği artırma, finansal piyasalar için uzun dönem yatırımcı sayısını artırma ve böylelikle ticaret hacmini geliştirme, daha fazla nakit akışı sağlama, sermayenin kaçışını önleme, iyi bir izleme sistemi kurma ve piyasalardaki illegal faaliyetleri azaltma*’ (Witherell 2003; Vishwanath ve Kaufmann 2012; Goh, Ng ve Yong 2008; Hermalin ve Weisbach 2012; Gönençer 2008). Kısacası, yüksek seviyede bir şeffaflık pozitif bir zincirleme reaksiyonu başlatarak hem şirketlerde iyi organize edilmiş bir kurumsal yönetim yapısı kurulmasını sağlar hem de finansal piyasaların etkili bir şekilde işleyişine yardımcı olur.

Diğer taraftan, şeffaflığın hem finansal piyasalar hem de şirketler için bu kadar çok avantajı olmasına rağmen, maliyet, güvenilirlik ve karmaşıklık gibi bir takım dezavantajları veya problemleri vardır. Bu dezavantajlar veya şeffaflıkla ilgili problemler nazara alındığında, neden şeffaflığın finansal piyasalarda ya da kurumsal yönetimlerde olması gerekli olduğu sorusu tartışma konusu haline getirilebilir. Özellikle şirketler için maliyetlerin önemli olduğu bir finansal piyasada, yeni maliyetlere katlanıp şeffaflığın artırılması gerektiği düşüncesi çok mantıklı gelmeyebilir. Şeffaflığın önemini anlamanın temel yolu, olmadığı bir piyasadaki negatif sonuçları göz önüne almaktır. Örneğin *Lehman Brothers* krizi, şeffaf olmayan finansal piyasaların ekonomi üzerindeki negatif etkisi bakımından iyi bir örnek teşkil edebilir. *Lehman Brothers* davası, şeffaflık için yeni bir problemin ortaya çıkmasına neden olmuştur, zira bu kriz meydana geldiğinde kanun koyucular yeterince şeffaf piyasalara sahip olduklarını iddia ediyorlardı. Fakat hızla değişen günümüz finansal piyasalarında, bu değişime ayak uyduramamanın faturası çok ağır bir şekilde ödenmiş oldu. Mevcut verilere göre, Amerikan piyasası bu kriz yüzünden \$11.9 trilyon dolar kaybetmiştir (Sun, Stewart ve Polard 2011). Bu yüzden, şeffaf olmamanın bahsi geçen büyük zararları göz

önünde tutulduğunda, şeffaflığın maliyeti kar maksimizasyonu amaçlayan finansal piyasalar için her zaman çok daha karlı olacaktır.

Şeffaflığın hukuksal boyutu incelendiğinde, bunun hiç de kolay bir işlem olmadığı anlaşılmaktadır. Doğru bir teşhiste bulunabilmek bağlamında öncelikle şeffaflık prensibinin hangi hukuksal alanlarda geliştirilmesi gerektiği belirlenmelidir. Hem şirketler, hem de finansal piyasalarda olan avantajları dikkate alındığında çift taraflı bir hukuksal yapısı olduğu söylenebilir. Bu yüzden, güçlü bir şeffaflık kanunlarına sahip olmanın ilk yolu, şeffaflığın hem şirketler, hem de sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmesi gerekliliğidir. İkinci olarak, şeffaflık kanunları üç temel kriteri bünyesinde barındırmalıdır; ‘açıklık, korumacılık ve caydırıcılık’. Bu üç kriter, şeffaflık kanunlarının yasal zeminde nasıl düzenlenmesiyle alakalı yol gösterici bir pusula işlevi görmektedir. Üçüncü olarak, gerek açıklık prensibinin yerine getirilmesinde, gerekse bilgi kirliliğinin önlenmesi bakımından, hangi tür bilgilerin paylaşılması gerektiği kanun koyucular tarafından belirlenmelidir. Doktrinde, beş tür bilginin anahtar rol oynadığı belirlenmiştir. Bu bakımdan, şeffaflık kurallarının kalitesinde, bu beş tür bilginin paylaşılmasının yasallaştırılıp yasallaştırılmadığı incelenmelidir. Dördüncü olarak, şeffaflık kanunlarının gereği gibi yerine getirilmesinde, tam yetkili denetleyici kurul veya otoriteler de görevlendirilmelidir. Bu kurul veya otoriteler sayesinde, finansal piyasalar ve şirketler gözetlenebilecek ve şeffaflık kanunlarının objektif bir şekilde uygulanıp uygulanmadığı incelenebilecektir. Nihayet, son olarak da, şeffaflık kanunlarının çok hızlı değişen günümüz dünyasında yeniliklere ayak uydurup uyduramadığı en önemli prensiplerden birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer bir ifadeyle, kaliteli bir şeffaflık için, kanunlar her zaman güncellenmeli, finansal piyasaların değişen yapısına uygun kurallar düzenlenmelidir.

Bu bilgiler ışığında, iyi bir şeffaflık hukuku için, muhtemel kriterleri şu şekilde sıralayabiliriz; ‘şeffaflık kanunlarının çift taraflı doğası, üç temel prensibi, paylaşılması gereken anahtar bilgileri düzenlemesi, tam yetkili denetim ve yönetim otoritelerin varlığı ve kuralların piyasadaki yeniliklerle uyumluluğu.’

Sonuç itibariyle, çalışmamızın amacı, şeffaflığın hem kurumsal yönetimde hem de finansal piyasalardaki temel işlevini, avantajlarını ve potansiyel problemlerini baz alarak değerlendirmek, yokluğundaki negatif etkisini, İmar Bankası veya Parmalat gibi skandallar ışığı altında

ele almaktır. Buna ek olarak, şeffaflığın teorik boyutu incelendikten sonra, bunun pratikte ne derece başarılı olduğunu göstermek için, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ile ilgili ikincil mevzuattaki şeffaflık düzenlemeleri yukarıda belirtilen kriterler açısından sistematik olarak analiz edilecektir.

2. ŞEFFAFLIĞIN TANIMI VE FİNANSAL PİYASALARDAKİ ANA ETKİLERİ

375

2.1. Şeffaflık Nedir?

Şeffaflık, kurumsal yönetimin ana prensiplerinden birisi olarak, hem şirketlerin hem de finansal piyasaların başarısında önemli bir rol oynamaktadır. Daha öncede belirtildiği üzere, şeffaflığın diğer kurumsal yönetim ilkelerinin, ‘hesap verilebilirlik, güvenilirlik ve adillik’, arasında en önemlisi olduğu iddia edilebilir. Çünkü, hesap verilebilirlik, güvenilirlik ve adillik, sadece şeffaflığın optimum seviyede sağlanabildiği bir ortamda etkili bir şekilde gerçekleştirilebilir. Hem kurumsal yönetimde, hem de finansal piyasalarda bu kadar etkin bir role sahip olan şeffaflığın tanımı konunun anlaşması bakımından önem arz etmektedir. Diğer bir ifadeyle, şeffaflık denilince ne anlaşılmalıdır?

Şeffaflık, finansal piyasalarda, günün şartlarına göre her zaman mevcut olmuştur. Örneğin eskiden şeffaflık, ‘*duymanın inanış olduğu prensibine*’ göre finansal piyasalarda boy gösteriyordu. Ancak zamanla, özellikle günümüz bilgi çağında, bu prensip ‘*görmenin inanış olduğu prensibine*’ dönüşerek değişmiştir (Oliver 2004, 11). Kısacası, artık kulaktan dolma bilgiler, yatırımcıları veya bilgi kullanıcılarını tatmin etmemektedir. Onlar için önem arz eden bilginin kaynağıdır. Fakat şeffaflığın, kabaca şirket veya finansal piyasalar hakkındaki bilgilerin kamuya açıklanması şeklinde tanımlamak, onun ana felsefesinin yanlış ve eksik anlaşılmasına neden olacaktır. Bu minvalde şeffaflık, finansal piyasalar ve şirketlerin performansı, göstergeleri ve işleyişleri ile ilgili doğru ve güvenilir bilgilerin, doğru zamanda, doğru şekilde ve doğru yerde paylaşarak, onların karar mekanizmasında pozitif bir etki sağlamak olarak nitelendirilebilir (Sönmez 2014; Ünal 2015, 417).

Yukarıda kısaca değinildiği üzere, şeffaflık prensibinin ana amacı, tutarlı, kapsamlı ve anlaşılır bilgilerin tam zamanında ve düşük maliyetle bilgi kullanıcılarına ulaştırılmasıdır. Fakat, şeffaflığın temelinde paylaşılan bilgilerin güvenilirliği yatar. *Black*'e göre, bilgiler güvenilir olmadığı sürece onlara ulaşmanın hiç bir önemi yoktur (Black 2001). Bu bakımdan rastgele seçilmiş bilgilerin mevcudiyeti, hiçbir zaman şeffaflık olarak kabul edilmemelidir. Paylaşılan bilgilerin belirli bir kalitede olması, yüksek seviye bir şeffaflık için anahtar rol oynar. Bu yüzden şeffaflığın kalitesini arttırmak açısından, paylaşılan bilgilerin, açıklık, tutarlılık, doğruluk, tarafsızlık, karşılaştırılabilirlik, devamlılık ve güncellik gibi temel kriterlere sahip olması gerekir (Canbaloglu 2011).

2.2. Şeffaflığın Finansal Piyasalardaki Olumlu Etkileri

Günümüz bilgi çağında, artık şirketlerin geçmiştekilere oranla daha şeffaf olduğu değerlendirilmesinde bulunulabilir. Özellikle, internetin yaygın kullanılmasıyla birlikte, bir bilgi toplumu yaratılmış, böylelikle finansal piyasalarda menfaat sahipleri için bir optik zum sağlanarak şirketler yakın bir izleme sistemine dâhil edilmiştir. Bilginin yaygın kullanıldığı günümüz toplumlarında, bilgiye bu denli hızlı ulaşmanın avantajları hem yatırımcılar, hem de şirketlerin kurumsal yapısı bakımından incelenebilir. Örneğin yatırımcılar, bir şirkette karşılaşılabilecekleri potansiyel risk ve tehditleri analiz ederek, ilgili şirketin performansını çok daha kapsamlı bir şekilde değerlendirme imkânı bulabilirler. Şirketlerin kurumsal yapıları açısından ise, çalışanlar arasında mükemmel bir iletişim ağı kurarak, pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve en alt kademedeki işçilerin birbirleriyle anlık etkileşimini güçlendirir ve böylelikle, şirket yönetimi ve karşılaşılabilecek potansiyel tehlikeler için en iyi stratejilerin oluşturulmasına yardımcı olur. Bu yüzden, şeffaflığın hem finansal piyasaların hem de kurumsal yönetimin başarısında pozitif bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Şeffaflığın kurumsal yönetimdeki etkileri, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer menfaat sahipleri açısından incelenerek değerlendirilebilir. Yönetim kurulu, şirketlerin yönetim ve koordinasyon merkezidir ve şirketlerin başarısında, yönetim kurulunun performansı önemli bir rol oynar. Bu bakımdan, son yıllarda, yönetim kurulunun hesap verebilirliği, sorumluluğu, gücü ve üyelerin bireysel başarılarını arttırmaya yönelik düzenlemeler yapılmaktadır (OECD 2004). Yönetim kurulunun etkili bir şekilde çalışmasında, şeffaflığın da pozitif etkilerinden bahsedilebilir. Söz gelimi, yönetim kurulu üyeleri

gerçek, tutarlı ve kapsamlı bilgilere doğru zamanda ulaşamazsa, şirket performansı bakımından alacağı stratejik kararlarda başarılı olma şansı göreceli olarak azalacaktır. Yönetim kurulunun başarısıyla, şirkette kurulan etkili bir bilgi akışı arasında pozitif bir korelasyon olduğu söylenebilir. Bu gerekçe ile, yönetim kurulu her türlü bilgiye ulaşma konusunda özel haklarla donatılmalıdır.

Şeffaflığın, pay sahipleri bakımından da bir takım olumlu katkıları vardır. Bilindiği gibi, kurumsal yönetim probleminin temelinde, pay sahipleriyle yöneticilerinin farklı olması yatar. Diğer bir ifadeyle, pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışması, kurumsal yönetim probleminin çıkış noktasıdır. Şeffaflığın, bu çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik avantajları olduğu ifade edilebilir. İlk olarak, yüksek seviye bir şeffaflık, otomatik bir denetleme mekanizması kurarak, hem pay sahiplerinin hem de yöneticilerin illegal faaliyetlerini önleyebilir. Burada hem pay sahiplerinin hem de yöneticilerin haklarını veya görevlerini nasıl kötüye kullandıklarını açıklamak faydalı olabilir. Pay sahipleri bakımından, şirkette kâr payının orantısız paylaşılması veya şirketten çalınması listenin başındaki illegal aktivite olarak tanımlanabilir. Bunun dışında, şirket varlıklarını veya paylarını piyasa fiyatı altından satın alarak, hem yönetimde kendi güçlerini arttırabilirler hem de kendi yakınları için önemli çıkarlar elde edebilirler (Porta, Silanes, Shleifer ve Vishny 1999). Yöneticiler ise, kendi maaşlarını arttırmak ya da kendilerine sağlanan ilave gelirlerden yararlanabilmek için, şirket performansı kötüye gitmesine rağmen, finansal raporlarla oynayarak şirket performansını olduğundan çok daha iyi gösterebilirler (Hermalin ve Weisbach 2012, 207). Şeffaflığın olmadığı ya da düşük seviyede olduğu şirketler, hem yöneticilere hem de pay sahiplerine, yukarıda açıklanan illegal faaliyetleri istedikleri gibi yapabilmeleri için bir fırsat verir. Fakat şeffaflık, şirket içerisinde etkili bir bilgi akışı sağlayarak, bu tür faaliyetlerin kolaylıkla ortaya çıkmasını sağlar. Bu bakımdan, şeffaflığın şirketlerin bu karanlık yönlerini önlemeye yönelik önleyici bir etkisi vardır.

Diğer menfaat sahipleri ve şeffaflık arasında da kurumsal yönetimin performansı açısından pozitif bir ilişki olduğu savunulabilir. Menfaat sahipleri, şirketlerin uzun dönem yatırım ilişkileri bakımından önemli bir rol oynar. Menfaat sahiplerinin şirketlerdeki bu katkılarını anlayabilmek bakımından, öncelikle menfaat sahiplerinin şirkette kim olduğunun bilinmesi gerekir. *Oliver*'a göre menfaat sahipleri çok geniş bir yelpazeden oluşur. Örneğin, çeşitli düzeydeki hükümetler, medya,

müşteriler, tedarikçiler, alacaklılar (kredi verenler), finansal kuruluşlar, sivil, kültürel ve dini gruplar ve sivil toplum kuruluşları menfaat sahipleri olarak tanımlanabilir (Oliver 2004, 14). Bu açıdan menfaat sahipleri genel piyasa oyuncularını olarak kabul edilir ve uzun dönem yatırımların artırılması şirketin onların radarına girme sayısına bağlıdır. Şirketleri menfaat sahipleri bakımından daha cazip bir hale getirmede, şeffaflık önemli bir rol oynamaktadır. Bu pozitif katkıyı anlayabilmek için, şeffaflık çalışanlar ve kreditorler (alacaklılar) bakımından incelenebilir.

Çalışanlar, kurumsal yönetim yapısının temel düzeydeki en önemli tamamlayıcıları olarak kabul edilebilir. OECD araştırmaları gibi sayısız çalışma, çoğu şirketin başarısının arkasında, kurumsal yönetim ile çalışanlar arasındaki güçlü ilişkinin varlığını göstermeye çalışmışlardır. Her ne kadar şirketlerdeki katkıları, küçük bir seviye gibi algılansa da, şirket kazançlarında onların kalitesi ve üretkenliği önemli rol oynamaktadır. Diğer bir ifadeyle, çalışanlar kendilerini, büyük şirket ailesinin bir ferdi gibi hissettikleri sürece, kaliteyi performanslarına yansıtıp şirket kârlılığına olumlu katkıda bulunacaklardır. Bu bakımdan, çalışanların güvenliği ve ihtiyaçları ile ilgili düzenlemeler etkin bir kurumsal yönetim anlayışı için gereklidir.

Şeffaflığın, çalışanlar bakımından gerekli olan bu düzenlemelerde önemli bir etkisi olduğu söylenebilir. Örneğin, Almanya, Çin, Hırvatistan, Brezilya ve Rusya gibi ülkelerde, çalışanlar da şirketlerin karar alma mekanizmasına yardımcı olmak için yönetim kurulu üyelerini seçme, hatta yönetim kurulu toplantılarında kendi temsilcilerini bulundurma hakkına sahiplerdir (OECD 2004, 63). Bu tür sistemlerde, çalışanlara ve temsilcilerine karar alma mekanizmasında yardımcı olmak için, gerekli bilgilere doğru zamanda ulaşmaları önemlidir. Diğer bir ifadeyle, çalışanlar, şirketin performansı, borç/sermaye oranı, devredilen haklar/yetkiler gibi konularda yeterli bilgiye sahip oldukları sürece, kurumsal yönetimdeki temel problemleri daha iyi analiz etme ve kendileriyle ilgili temel endişeleri dile getirme fırsatı bulabileceklerdir. Ayrıca, şeffaflığın kurumsal yönetimde sağlayacağı otomatik izleme mekanizması sayesinde, haklarının da şirkette kötüye kullanılması engellenecektir.

Kreditorler/alacaklılar bakımından ise, şirketteki şeffaflık düzeyi, şirket performansının anlaşılabilirliği açısından oldukça önemlidir. Kreditorler, ticari hayatta şirketler bakımından can kurtarıcılar olarak

kabul edilebilirler. Özellikle finansal krizlerin yaşandığı dönemlerde, şirketlerin acil kaynak ihtiyaçlarını karşılamak ve iflaslarını önlemek için kreditorler önemli bir rol oynamaktadırlar. Bu bakımdan, bu tür kara günlerde, kreditorlerden talep edilen miktarda kaynağın istenilebilmesi için, şirketlerin yeterli düzeyde bir şeffaflık seviyesine sahip olmaları gerekir. Zira, kreditorler risk yüklenicileri olarak, vermiş oldukları ödünç paranın belirlenen zamanda problemsiz bir şekilde dönmesini beklerler. Bunun içinde, şirketteki güvenilir, güncel, kapsamlı ve tutarlı bilgileri değerlendirerek, potansiyel risk ve tehditleri belirlerler. Bu yüzden, ihtiyaç duyulduğunda kreditorlerden sağlanan bu dışsal kaynaktan yararlanabilmek için, şirketlerin alacaklıları tatmin edecek seviyede bir şeffaflık düzeyine sahip olmaları zaruridir.

Bu bilgiler ışığında, şeffaflığın kurumsal yönetim yapısında önemli bir etkiye sahip olduğu rahatlıkla söylenebilir. Yeterli bir şeffaflık seviyesi, şirketlerin yönetilmesinde her bir ayrıntıyı gün yüzüne çıkararak, yöneticilerin olayları büyük resimde değerlendirmelerine yardımcı olur. Buna ilaveten, şirket içerisinde otomatik bir izleme mekanizması kurar, şirketteki hesap verilebilirlik seviyesini artırır, şirket içi iletişim kalitesini güçlendirir ve böylelikle etkili bir kurumsal yönetim anlayışının şirkette kazanılmasına yardımcı olur.

Burada dikkat edilmesi gereken bir husus, şeffaflığın katkılarını yalnızca kurumsal yönetim perspektifinde değerlendirmek, diğer etkilerinin gözden kaçırılmasına neden olabilir. Bu bakımdan şeffaflığın ana etkilerini anlamada, finansal piyasalardaki rolünün de incelenmesi daha sağlıklı sonuçlara ulaşmada yardımcı olacaktır.

Temel olarak şeffaflık, şirket performansı ile ilgili her bir detayın incelenmesini sağlayarak, şirketlerin karanlık yönlerini önlemek için bir şans sağlar. Piyasalardaki güveni artırarak, finansal krizlerin önlenmesi yada en azından negatif etkilerinin azaltılmasına yardımcı olur. Güven, bir finansal piyasanın düzgün bir şekilde işlemesindeki en önemli faktördür, zira onun sarsılması finansal piyasadaki sistemin çökmesine neden olacaktır. Diğer bir ifadeyle, piyasalara karşı güven arttıkça, piyasaların uçuculuğu azalacak, likidite rasyoları artacak ve piyasa, yatırımcılar bakımından daha cazip hale gelecektir.

Şeffaflık, piyasalardaki güvenin sağlanmasında önemli katkılar sağlamaktadır. Özellikle doğru bilgiyi, doğru zamanda, objektif olarak herkese ileterek, yatırımcılar bakımından eşitsizlikleri azaltır, doğru seçimleri yapmalarına yardımcı olur, potansiyel risklerin önceden

belirlenmesini sağlar ve yatırımcılar bakımından etkili bir piyasanın oluşturulmasına katkıda bulunur (Witerell 2003, 1-2, Ünal 2015, 418).

İkinci olarak şeffaflık, finansal piyasalarda oyuncular arasındaki asimetrik bilgilerin azaltılmasına yardımcı olur. Bilgilerin yetersiz olması, piyasalarda dışsal maliyetlerin iki şekilde artmasına neden olur. İlk olarak, gerekli bilgilerin eksikliği yatırımcıların finansal piyasalarda yanlış tercihlerde bulunmalarına neden olur (Goh, Ng ve Yong 2008, 9). Şeffaflığın yetersiz olması sebebiyle, yatırımcılar finansal piyasalardaki değerlendirmelerini dar bir çerçevede yapmak zorunda kalırlar ve potansiyel tehditler bakımından büyük resmi kaçırdıklarından, yanlış yatırım araçlarına yönelebilirler. Bu yüzden zarara uğrayarak yatırımlarını kaybedebilirler. Şeffaflığın yüksek seviye düzenlendiği etkili işleyen finansal piyasalarda ise, yatırımcılar her türlü bilgiye sahip oldukları için piyasalardaki risksiz getiri araçlarını değerlendirme fırsatı bulurlar ve seçimlerinde doğru getirilere yönelebilirler. İkincisi, yatırımcılar piyasalardaki bilgi eksikliğini giderebilmek, paylaşılmayan bilgilere ulaşabilmek için daha fazla efor sarf ederek daha fazla maliyete katlanmaya ve haliyle daha fazla zaman harcamak durumunda kalırlar. Bu bakımdan şeffaflığın, dışsal maliyetlerin azaltılmasında önemli bir rol oynadığı söylenebilir.

Üçüncü olarak şeffaflık, kurumsal yönetimde olduğu gibi finansal piyasalarda da etkili bir izleme mekanizması kurulmasını sağlar. Böylelikle hem finansal piyasalardaki oluşabilecek suçları azaltır, hem de piyasa bütünlüğünün korunmasına pozitif katkı sağlar. İyi bir izleme sistemi, şirketlerin daha sorumlu davranmalarını teşvik edecektir. Bu sayede de, finansal piyasalardaki güven ortamı geliştirilerek, piyasaların yatırımcılar açısından cazibesi arttırılacaktır (Canbaloglu 2011, 8).

Şeffaflığın diğer bir etkisi de finansal krizleri önlemedeki pozitif katkılarıdır. Aslında bu, diğer avantajlarının bir sonucudur. Öncelikli olarak şeffaflık, piyasadaki asimetrik bilgileri önleyerek yatırımcılar bakımından fırsat eşitsizliğini azaltır. Gerekli bilgileri, doğru zamanda bilgi kullanıcılarına ulaştırarak, onların yanlış tercih yapmalarını engeller. Böylelikle, piyasalardaki gayrimeşru kârlılığı azaltmaya yardımcı olur. İlaveten, şirketlerin nakde sıkıştığı acil durumlarda, kredi kuruluşları bir cankurtaran gibi şeffaflık düzeyinden emin oldukları şirketlerin kredi ihtiyaçlarını giderirler. Böylelikle, hem şirketlerin iflasının ertelenmesine yardımcı olurlar, hem de birbiriyle

sıkı sıkıya bağlı şirketlerin bu tür durumlarda domino taşları gibi birbirlerine zarar vermelerini engelleyerek, piyasaların bütünlüğünü korumaya pozitif bir katkı sağlarlar.

Bu bilgilerden de anlaşılacağı üzere, kaliteli bir şeffaflığın finansal piyasalar üzerinde birçok olumlu etkisi bulunmaktadır. Yöneticilerin hesap verebilirliğinin ve sorumluluklarının artırılması, iyi bir izleme sistemi, uzun dönemli yatırımcı sayısının artırılması, piyasada daha fazla işlem hacmi, nakit darlığının engellenmesi ve daha fazla nakdin piyasaya girmesi, pay senetlerinin iyi bir şekilde analiz edilmesi ve doğru yatırım tercihlerinin yapılması ve böylelikle krizlerin önlenmesi ile piyasa bütünlüğünün korunması şeffaflığın en önemli avantajları olarak kabul edilebilir. Fakat dikkat edilmesi gereken en önemli hususlardan biri, şeffaflığın bir takım dezavantajlarının da olmasıdır. Bu bakımdan kanun koyucular, maksimum şeffaflık yerine ‘*optimum şeffaflık*’ üzerinde odaklanmalıdır.

2.3. Şeffaflığın Finansal Piyasalardaki Olumsuz Etkileri

Şeffaflığın avantajları yanında, bir takım negatif etkilerinin de olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Aksi takdirde, yüksek seviye bir şeffaflığın sağlanmasında bazı problemlerle karşılaşılabilir. Şeffaflığın en temel negatif etkisi onun maliyetidir. Piyasalarda gerekli bilgilerin, doğru zamanda ve doğru yerde paylaşılmasının ne kadar önemli olduğunu yukarıda belirtmeye çalıştık. Fakat bu bilgilerin paylaşılması bedava olmayıp, şirketlere bir takım maliyetlere neden olurlar. Bu maliyetler iki şekilde açıklanabilir; ‘*şeffaflığın direkt maliyeti ve rekabet maliyeti*’ (Hermalin ve Weisbach 2007, 1; Ünal 2015, 419).

Bilgiler, finansal piyasalarda çeşitli şeffaflık araçlarıyla paylaşılmaktadır. Medya, internet, şirketler ve taraflar arasındaki mektup veya mail olarak yapılan yazışmalar, finansal raporlar, olağan yıllık genel kurul toplantısı ve genel toplantılar bilgilerin kullanıcılara ulaştırılmasındaki hem en popüler, hem de en kolay şeffaflık araçları olarak kabul edilmektedir. Ancak, bilgilerin paylaşılmasında kullanılan bu araçlar, şirketler bakımından şeffaflığın direkt maliyetlerinin artmasına neden olabilir. Rekabet maliyeti bakımından ise, şeffaflık, rakipler tarafından stratejik avantaj sağlanacak bir takım bilgilerin elde edilmesine sebebiyet vermektedir. Bu şirketler bakımından rekabet avantajının kaybına, rakipler karşısında kârların düşerek rekabet maliyetinin artmasına yol açabilmektedir (Hermalin ve Weisback

2007). Bu bakımdan şeffaflığın en önemli negatif etkisi, şirketler bakımından maliyetleri arttırmasıdır.

İkinci olarak güvenilirlik sorunu, şeffaflığın diğer bir problemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Şeffaflığı tanımlarken, onun yalnızca, saf olarak bilgilerin ilgili kişilerin hizmeti sunulması olarak anlaşılmasının yetersiz kalacağını vurgulamaya çalışmıştık. Şeffaflık, bir denetim süzgecinden geçen doğru ve yerinde bilgilerin tam zamanında ilgili kişilere aktarılması olarak kabul edilmelidir (Turilli ve Floridi 2009, 108). Burada sorulması gereken soru, paylaşılan bilgilerde güvenilirlik probleminin nasıl ortaya çıktığıdır. Bu problemin temelinde, kurumsal yönetimin de temel problemi olan, pay sahipliği/yönetim ayrılığı yatmaktadır. Pay sahipleri bazen zaman problemi nedeni, bazen de yönetimde bir profesyonel anlayış sağlayabilmek adına dışarıdan bir yönetici veya temsilci atama yoluna gidebilirler. CEO'lar, dışarıdan atanan bu yönetici kavramının ne olduğunun tam olarak anlaşılması bakımından örnek olarak incelenebilir (Hermalin ve Weisback 2007). CEO'lar profesyonel yöneticiler olduklarından, çoğu kez şirketle ilgili, şirketin sahiplerinden çok daha fazla bilgiye sahip olabilirler (Ünal 2014, 133-136). Bu bakımdan şeffaflığın düşük veya yetersiz olduğu şirketlerde, CEO'lar asimetric bilgilerden faydalanarak, performanslarındaki başarısızlıkları saklayabilir, ikramiye veya bonusları elde etmek için şirket performansını olduğundan çok daha iyi gösterebilirler. Bu problemi biraz daha detaylandırarak olursak, CEO'lar üç tür negatif davranış ile bu tür eylemlerde bulunabilirler; '*abartma eforu*, *karartma eforu* ve *gizleme eforu*' (Hermalin ve Weisback 2007, 12-18).

Abartma eforu, finansal raporlardaki kayıtları değiştirerek, zimmete para geçirme olarak izah edilmektedir. CEO'lar şirket performansıyla alakalı finansal tablolarla oynayarak, pembe bir tablo çizerler ve şirkette kendi geleceklerini garanti altına almaya çalışabilirler (Hermalin ve Weisback 2007, 18). Karartma eforu, CEO'ların gereğinden fazla bilgi paylaşarak, yanlış yatırımlara veya aldığı yüksek risklere karşı doğruları gösteren asıl bilgileri saklama çabası olarak tanımlanabilir. Gizleme eforu ise, paylaşılması gereken bilgileri paylaşmama, bir takım bilgileri saklayarak gizli tutma olarak kabul edilir. CEO'ların veya dışarıdan atanan bu tür profesyonel yöneticilerin bu davranışlarından dolayı, paylaşılan bilgilerin güvenilirlik sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden, piyasada her ne kadar bilgiler

ulaşılabilir olsa dahi düşük kalite raporlama ve paylaşılan bilgilerin güvenilirliği problemi şeffaflığın ikinci sorunu olarak kabul edilebilir.

Üçüncü olarak da paylaşılan bilgilerin karmaşıklığı ve yetersizliği, şeffaflığın diğer bir problemi olarak vurgulanabilir. Şeffaflığın günümüzdeki dilemması, finansal piyasalarda hem zayıf hem de aynı zamanda çok fazla olmasıdır. Bu dilemma iki parçaya bölünerek analiz edilebilir. İlk olarak üzerinde durulması gereken konu, günümüz yasal zeminlerinde o kadar çok şeffaflık kuralları olmasına rağmen bilgilerin hala yetersiz kalmasıdır. Bunun sebeplerinden ilki olarak şeffaflığın karmaşık dilinin altı çizilebilir. Diğer bir ifadeyle, eğer paylaşılan bilgiler bilgi kullanıcıları yada yatırımcıların anlayamamaları nedeniyle onların karar alma mekanizmasında herhangi bir etkiye sahip olmuyorsa, sayısız şeffaflık kuralının yasalaştırılması hiçbir anlam ifade etmez. Şeffaflığın karmaşık ve teknik dili, ana kural veya standartların piyasada tam olarak anlaşılmasını engelleyebilir. Bu yüzden, şeffaflığın seviyesi bilgi kullanıcıları bakımından anlaşılabilirliğin düşük olmasından olumsuz bir şekilde etkilenebilir. İkinci olarak da günümüz globalleşen dünyasında dil farklılıklarından dolayı uluslararası finansal piyasalarda şeffaflık seviyesi biraz sınırlı kalmaktadır, zira paylaşılan bilgiler genelde İngilizce veya çok az sayıdaki diğer dillere tercüme edilerek paylaşılmaktadır (Bradley 2011, 8). Bu tip dil bariyerleri yüzünden, bazı yatırımcılar veya bilgi kullanıcıları finansal piyasaların performansını anlamakta zorluk çektikleri için, şeffaflığın cezbediciliği artırıcı etkisi bu tür durumlarda etkisini yitirmektedir. Bu açıdan bahsi geçen iki durum değerlendirildiğinde, şeffaflığın finansal piyasalarda bazı durumlarda nasıl zayıf kaldığı anlaşılabilir.

Şeffaflığın zayıf kalmasının yanında, aşırı veya gereğinden fazla olması da finansal piyasalarda negatif etkilere sebep olabilir. Günümüz hızla gelişen teknoloji dünyasında, finansal marketlerde iletişimin temeli olan şeffaflık araçları da nasibini almıştır. Fakat iletişim dünyasındaki bu değişim, yasal zeminlerde de yeni kuralların, standartların ve kriterlerin belirlenmesine neden olarak, karmaşık olan şeffaflık sistemlerinin daha da karmaşık bir hale gelmesine neden olmaktadır. Özellikle piyasada gereğinden fazla bilgi talep edilmesi, finansal piyasalarda bilgi kirliliğine neden olabilir ve bu yüzden piyasaları aydınlatması gereken şeffaflık, onların karmaşıklığını artırarak daha da karanlık olmasına sebep olabilir. Bu konuda *Fiemmetta Borgia'nin* bu görüşü destekleyen çok harika bir düşüncesi

vardır. Ona göre, ‘bir bilgiyi saklamanın en iyi yolu, onu gereksiz bilgi akışında gömmektir’ (Borgia 2007, 25). Bu yüzden daha fazla bilgi paylaşılması konusunda yapılan yeni kanunlar veya yasal düzenlemeler, her zaman etkili bir şeffaflık uygulamalarının varlığına delil teşkil etmez (Ünal 2014, 81-82).

Bu bilgiler ışığında, şeffaflığın avantajlarının yanında bazı olumsuz etkilerinin de olduğu gözlemlenebilmektedir. Özellikle üretim maliyetleri ve yıllık kâr marjı gibi bilgilerin kamuya açılması, şirketlerin hem pazarlık hem de rekabet gücünün azalmasına sebebiyet verebilir. Söz gelimi, üretim maliyetini öğrenen müşteriler, fiyatların düşürülmesini isteyebilir; kâr marjını öğrenen çalışanlar, kendilerine daha yüksek ücret ödenmesini talep edebilir, ayrıca sektördeki bu kâr marjı diğer rakiplerin faaliyette bulunan sektörlerle yönelmesine ve böylelikle kâr marjının düşmesine neden olabilir (Gilotta 2012, 49-50).

2.4. Analizler ve Değerlendirmeler

Bu çalışmanın sonuçları, şeffaflığın hem kurumsal yönetim hem de finansal piyasaların etkin bir şekilde işleyebilmesinde tamamlayıcı bir unsur olduğunu göstermektedir. Şeffaflık, bir taraftan birçok olumlu avantajlar sağlarken, bir taraftan da bazı yan etkileriyle piyasalarda olumsuz bazı sonuçlara neden olabilmektedir. Bu açıdan, şeffaflığın tam olarak finansal piyasalardaki etkilerini anlayabilmek için, bu potansiyel problemlere ve onların çözümlerine odaklanmakta fayda vardır.

İlk olarak belirtmek gerekir ki, bilgilerin kamuya açıklanması ücretsiz olmadığı için herhangi bir maliyete katlanmadan gerekli bilgileri finansal piyasalarda bilgi kullanıcıların hizmetine sunmak mümkün değildir. Fakat günümüz hızla gelişen teknoloji dünyasında, özellikle internetin gelişmesiyle birlikte, en azından bu tür bilgilerle kamuyu aydınlatma hem ucuzlamış, hem de dünya çapında herkese ulaştırılması kolaylaştırılmıştır. Maliyetler bakımından asıl üzerinde durulması gereken durum, şeffaflığın getirisidir. Diğer bir ifadeyle, genellikle şeffaflığın beklenen maliyeti hiçbir zaman onun beklenen getirisinden daha fazla olamaz. Zira şeffaflığın eksikliği, finansal piyasalardaki şirket skandalları gibi illegal faaliyetleri arttırarak, ekonomik bakımdan çok daha ağır sonuçlara neden olabilmektedir. Bu yüzden fayda-maliyet analizi bakımından şeffaflık incelendiğinde, şeffaflık seviyesinin artırılması finansal piyasaların verimliliği bakımından çok daha rasyonel bir yaklaşım olacaktır.

İkinci olarak, şeffaflığın etkililiğinin artırılması için düşük kalite raporlama ve güvenilirlik problemi kanun koyucular tarafından dikkate alınmalıdır. Şeffaflık, karar-verme sürecinde yatırımcılara veya bilgi kullanıcılarına bir şirket veya finansal piyasaların genel performansı ile ilgili bütün detayları inceleme fırsatı verir. Ayrıntılar önemlidir, çünkü ‘şeytan ayrıntılarda gizlidir’ (Ferran 2003, 5). Bu bakımdan, paylaşılan bilgilerin güvenilir olması, şeffaflık bakımından oldukça önemli bir kriterdir. Paylaşılan bilgilerin güvenilirliğini arttırmak için iki önemli koşulun yasal zeminlerde kanun koyucular tarafından dikkate alınması gerekmektedir; ‘iyi bir denetleme sistemi ve caydırıcı ceza kuralları.’ İyi bir denetleme sistemi, ‘x-ray’ rolünü üstlenen şeffaflık için kızıl ötesi ışınlar olarak kabul edilebilir. Paylaşılan bilgileri belirli bir dürüstlük süzgecinden geçirerek, kamuya karar-alma mekanizmalarında kullanacakları doğru bilgilere ulaşma imkânı sağlar. Caydırıcı ceza kuralları ise, piyasa oyuncularının gözünü korkutarak, finansal piyasalarda illegal faaliyetlerin azaltılması açısından önemlidir. Ağır yaptırımlar sayesinde, pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, diğer yöneticiler veya muhasebeciler finansal raporların hazırlanmasında gerçeği yansıtacak şekilde daha özenli davranabilirler. Bu minvalde, şeffaflığın güvenilirlik problemini çözmek bakımından iyi bir denetim mekanizması ve ağır cezai yaptırımlar oldukça önemli bir rol oynar.

Üçüncü olarak, şeffaflığın karmaşık terminolojisini azaltmak için, kanun koyucular dilde sadeleştirme yoluna gidebilir, kanunları gerekçeleriyle açıklarken finansal uzmanlardan yardım alarak daha detaylı bilgiler verebilirler. Ayrıca, günümüz globalleşen dünyasında daha fazla yabancı yatırımcıya hitap edebilmek için dil bariyerleri de önemli bilgilerin birden fazla dilde tercümesi edilerek ortadan kaldırılmalıdır. Her ne kadar İngilizce hâlihazırda dünyanın ortak dili olarak kullanılsa da, İngilizce’nin yanında önemli bilgilerin İspanyolca, Arapça, Almanca, Fransızca ve hatta Çince paylaşılması, yerel finansal piyasaların uluslararası boyutta cazibesini arttırmada çok büyük avantajlar sağlayabilir.

Dördüncü olarak da şeffaflık dolayısıyla rekabet avantajını kaybeden şirketlerle ilgili olarak, finansal piyasalarda bir takım bilgilerin gizlenmesi olanağının şirketlere tanınması gerekmektedir. Aslında şeffaflık, kamunun bilgiye erişim ihtiyacı ile şirketlerin gizleme ihtiyacı arasında bir nevi köprü işlevi görmektedir. Bu bakımdan şirketlere rekabet avantajını kaybettirecek bir takım bilgilerin

paylaşılması, şeffaflık seviyesinin düşürülmesi olarak algılanmamalıdır. Örneğin teknolojik bilgiler, kimyasal formüller, ticari sırlar gibi bilgiler stratejik nedenler ve fikri ve sınai hakların korunması mülhazalarıyla paylaşılmaz. Ayrıca bu tür bilgiler, yatırımcıların veya bilgi kullanıcıların karar-alma mekanizmasında herhangi bir olumsuz etkiye neden olmaz. Dolayısıyla, şeffaflığın içerisinde, bu yukarıda sayılan bilgilerle sınırlı olmak koşuluyla, bir seviye gizliliğin olması gereklidir.

386

Kısacası, şeffaflık finansal piyasaların ve kurumsal yönetimin etkili bir şekilde işleyişinde çok önemli roller üstlenmiştir. Uzun dönem yatırımcıların kazanılmasında, daha iyi bir denetleme mekanizması kurulmasında, piyasadaki düzgün yatırım araçlarının seçiminde, sermayenin uçuculuğunun önlenmesinde ve sermaye girişinin arttırılmasında veya ticaret hacminin genişletilmesinde şeffaflık olumlu katkılar sağlamaktadır. Ayrıca bir takım çalışmalarda, şeffaflığın kişi başına düşen yurt içi hasıla oranlarındaki pozitif etkisi de ispatlanmaya çalışılmıştır (Porta, Silanes ve Shleifer 2006, 17). Ancak bu avantajlardan yararlanabilmek için, kanun koyucular optimum şeffaflık seviyesinin sağlanması için gerekli düzenlemelere odaklanmalıdırlar. Özellikle, fayda maliyet analizi, gizlilik-açıklık prensibi üzerindeki denge kurulmalıdır. Aksi takdirde şeffaflığın potansiyel zararları, beklenen getirisinden daha fazla olabilir. Bir sonraki bölümde, etkili şeffaflık kurallarının temel kriterleri incelenecek ve nihayet, Türkiye'nin bu kriterler ışığı altında ne derece başarılı şeffaflık düzenlemelerine yer verdiği, değerlendirme konusu haline getirilecektir.

3. DÜZGÜN ŞEFFAFLIK KANUNLARININ TEMEL PRENSİPLERİ

Yukarıdaki bölümde, şeffaflığın hem finansal piyasalar hem de kurumsal yönetimlerde ne derece önemli katkılar sağladığı izah edilmeye çalışılmıştır. Bu bölümde, bu avantajlarından optimum seviyede yararlanabilmek için, şeffaflık kurallarının yasal zeminlerde nasıl düzenlenmesi gerektiği potansiyel prensipler baz alınarak tartışılacaktır.

Şeffaflık, günümüz iş dünyasında finansal piyasaların etkili bir şekilde işleyebilmesi bakımından çok önemli roller üstlenmektedir.

Özellikle piyasalardaki güven anlayışının hakim olmasında şeffaflığın seviyesi kilit bir rol oynamaktadır. Oliver’in belirttiği ‘*duyduğuna değil, gördüğüne inan*’ (Oliver 2004, 11) anlayışı artık ‘*gördüğünden de emin ol*’ prensibine dönüşmüştür. Bu bakımdan, finansal piyasaları, hem ulusal hem de uluslararası bazda cazibe merkezi haline getirebilmek için, ortak çıkarlar üzerine kurulu minimum şeffaflık standartları kanunkoyucular tarafından düzenlenmelidir.

Şeffaflık her ne kadar finansal piyasaların olmazsa olmaz prensibi olsa da, hızla değişen günümüz finans dünyasında istenen seviyede sağlanması büyük efor gerektirmektedir. Öncelikle, etkili bir şeffaflık düzenlemesinin sağlanabilmesi için şeffaflığın, hukukun hangi alanlarında geliştirilmesi gerektiği çok iyi analiz edilmelidir. Şeffaflığın kurumsal yönetimin en önemli parçası olmasından dolayı yalnızca şirketler hukukunda düzenlenmesi gerektiği düşünülebilir. Ancak, şeffaflığın finansal piyasalardaki rolü göz önüne alındığında iyi bir şeffaflık seviyesine ulaşılmasında sermaye piyasası mevzuatında da gerekli düzenlemelerin yapılması kaçınılmazdır. Bu bakımdan şeffaflığın ikili bir hukuksal yapısı olduğu söylenebilir.

İkinci olarak, yasalaştırılacak şeffaflık kanunlarında doğru usullerin kullanıldığından emin olunmalıdır. Genel olarak şeffaflık düzenlemelerinde üç temel usulün büyük rol oynadığı söylenebilir. Bunlar; ‘*açıklık, korumacılık ve caydırıcılık*’ prensipleri olarak sıralanabilir.

Üçüncü olarak, hangi bilgilerin kamuya açıklanacağı ayrıntılı bir şekilde düzenlenmelidir. Özellikle iyi şeffaflık kanunları, bütün bilgilerin piyasada açıklanması yerine, anahtar bilgilerin neler olduğunu belirlemeli ve bu anahtar bilgiler şeffaflık seviyesinde minimum kriterler olarak düzenlenmelidir.

Dördüncü olarak, şeffaflık kanunlarının tek başına varlığı, bu kanunların piyasada tam olarak uygulanabilmesi için yeterli olmaz. Düzenlenen kanunların etkili bir şekilde uygulanabilmesi için, hem bu kanunların isleyişinin denetimini yapan hem de piyasadaki karışıklıklara rehberlik hizmeti veren yetkili otoritelerce desteklenmesi gerekir.

Son olarak da finansal piyasalardaki hızlı değişime ayak uydurabilmek bağlamında, düzenlenecek olan şeffaflık kanunlarının güncelliğini korunması sağlanmalıdır. Aksi takdirde, güncelliğini

yitirmiş olan düzenlemeler, büyük ölçüde geçerliliğini de kaybedecektir.

Bu bilgiler ışığı altında, iyi şeffaflık kurallarına sahip olabilmek için olması gereken temel prensipleri beş başlık altında toplayabiliriz: *‘Şeffaflığın ikili hukuksal yapısı, şeffaflık kanunlarında olması gereken usuller, açıklanması gereken anahtar bilgiler, yetkili otoriteler/denetim kuruluşları ve kanunların piyasadaki yeniliklere adapte olabilirliliği’*. Takip eden bölümde, bu kriterler ayrıntılı bir şekilde değerlendirilerek teker teker analiz edilecektir.

3.1. Şeffaflığın İkili Hukuksal Yapısı

İyi bir şeffaflık kanununa sahip olmadaki ilk adım, şeffaflık prensibinin hukukun hangi alanlarında düzenlenmesi gerektiğinin belirlenmesidir. Şeffaflık, hem şirketler hem de finansal piyasalar bakımından önemli roller üstlendiği için, optimum seviyede düzenlenecek bir şeffaflık kanunu bakımından hem TTK'nın şirketler hukuku ile ilgili bölümünde hem de SPK ve ilgili ikincil mevzuatta yapılacak bir takım özel düzenlemelere ihtiyaç vardır.

Şeffaflık kanunlarının düzenlenmesindeki bu ikili hukuksal yapıyı anlayabilmek bakımından, şirketler hukuku ve sermaye piyasası hukukunun şeffaflığın geliştirilmesindeki katkılarını ayrı ayrı değerlendirmek gerekir.

Sermaye piyasası kanunu, finansal piyasalar için bir garantördür. Finansal piyasalardaki menkul değerlerin işleyişi, ticareti, korunması, taraflar arasındaki mevcut işbirliğinin sağlanması gibi temel konular sermaye piyasası kanunu ile düzenlenmektedir. Borsaya kayıtlı şirketlerin temel meseleleri yanında, piyasadaki yatırımcıların güvenliğini sağlayacak genel düzenlemeleri de içerdiğinden, şirketler hukukuna kıyasla daha ayrıntılı konuları ihtiva ettiği kabul edilebilir (Clausen 2011, 173). Şeffaflık kuralları bakımından 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu incelendiğinde, bütün piyasanın gerekli bilgiler ile tam zamanında aydınlatılmasının amaçlandığı görülmektedir (6362 Sayılı SPK md. 1). SPK'daki temel prensip, daha fazla bilginin paylaşılmasını düzenleyerek şeffaflığın maliyetini azaltmak ve bu şekilde yatırımcıların doğru bilgilere doğru zamanda ulaşmalarını sağlayarak, yatırım kararlarından önce piyasanın genel durumuyla ilgili analiz yapmaları için onlara bir fırsat vermektir (Winter 2004, 105).

Şirketler hukuku ise, şirketteki oyuncuların ilişkileriyle alakalı genel düzenlemeleri yapmak, ortaklık yapısıyla alakalı temel kriterleri belirlemek, şirket türlerini ayırt etmek gibi şirket bazlı temel düzenlemeler üzerinde durmaktadır. Şeffaflık düzenlemeleri bakımından, sermaye piyasası kanunu ile kıyaslandığında, şirketler hukukunun temel amacı, yatırımcılara veya bilgi kullanıcılarına karar alma mekanizmalarında yardımcı olabilmek için gerekli olan bilgileri finansal raporlama standart ve tekniklerini geliştirerek sunmaktır (Winter 2004, 105).

Özetle şeffaflık kanunları, sermaye piyasası ve şirketler hukuku bakımından birlikte incelendiğinde, sermaye piyasası kanunu, yeterli sayıda bilgilerin tam zamanında kamuyu aydınlatmasını amaçlarken, şirketler hukukundaki düzenlemeler raporlama teknik ve standartlarını belirleyerek yatırımcıların karar alma mekanizmasına pozitif etkileri olan kaliteli bilgileri sunmayı amaçladığı tespitinde bulunulabilir. Bu bakımdan şeffaflık kanunlarının geliştirilmesi ve düzenlenmesinde, hem sermaye piyasası hukuku hem de şirketler hukukunun büyük katkıları vardır. Bu yüzden, şeffaflığın bu ikili hukuksal yapısı, optimum seviyede düzenlenmesindeki ilk adım olarak kabul edilebilir.

3.2. Şeffaflık Kuralları için Aranılan Temel Usuller

Şeffaflık kanunları temel olarak üç temel usulü kapsmalıdır; ‘*açıklık, korumacılık ve caydırıcılık*’. Açıklık şeffaflık kanunlarının olmazsa olmaz temel prensiplerinin başında yer alır ve esas itibarıyla şeffaflık tanımının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Temel olarak açıklık prensibi, gerekli bilgilerin, doğru zaman ve doğru yerde paylaşarak yatırımcıların veya bilgi kullanıcılarının karar alma mekanizmasındaki kolaylaştırıcı etken olarak ifade edilebilir. Koruyuculuk ve caydırıcılık ise, piyasadaki oyuncuları ortaya çıkabilecek muhtemel hile ve yolsuzluklardan, gerekli adli ve idari cezaları yasalaştırarak korumak olarak kabul edilebilir. Finansal piyasalarda insanların karanlık dürtüleri, bazen illegal faaliyetleri daha cazip hale getirebilmektedir. İşte insanların bu dürtüleriyle mücadele edebilmek veya bunu engelleyebilmek adına koruyuculuk ve caydırıcılık prensipleri, iyi bir şeffaflık kanunu oluşturmada çok önemli bir rol üstlenmektedir.

Aslında şeffaflık kanunları için aranan bu üç temel prensip, burada değineceğimiz bütün diğer kriterler için ana çerçeveyi oluşturmaktadır. Örneğin şeffaflığın ikili hukuksal yapısı, açıklanması gereken anahtar

bilgiler ve kanunların piyasadaki yeniliklere adapte edilebilirliği otomatik olarak açıklık prensibini de yerine getirmektedir. Aynı şekilde koruyuculuk ve caydırıcılık prensibi, yetkili otoriteler olmadan tam anlamıyla hiçbir şekilde sağlanamayacaktır. Diğer bir ifadeyle, piyasalarda etkili denetim ve gözetim kuruluşlarının varlığı koruyuculuk ve caydırıcılık prensiplerinin bir sonucudur. Bu bakımdan, bu üç temel prensip düzgün işleyen şeffaflık kanunları özelinde temel yapıyı oluşturmaktadır ve olması gereken diğer kriterler, bu temel prensiplerin bir sonucu görünümündedir.

3.3. Açıklanması Gereken Anahtar Bilgiler

Evvelce de açıklandığı üzere, şeffaflık sadece bilgi bombardımanı olarak algılanmamalıdır. Şeffaflıktaki temel amaç, gerekli bilgileri, tam zamanında doğru yerde paylaşmaktır. Piyasada olması gerekenden daha fazla bilgi paylaşılmasının iki tür negatif etkisi söz konusu olabilir. Bunlardan ilki, gereğinden fazla bilgi, bilgi kullanıcıları için ‘*Cassandra Etkisine*’ neden olabilir. *Cassandra Etkisi*, piyasadaki aşırı bilgi veya bilgi kirliliği yüzünden, bilgi kullanıcıları ya da yatırımcılar tarafından piyasadaki gelecek senaryoları tahmin edememe, potansiyel riskleri gözden kaçırma olarak tanımlanmaktadır (Allaberdiev, Buccolieri, Pellegrini, Rezgui ve Romano 2012, 1). Bu bakımdan piyasadaki gereksiz bilgilerin fazlalığı, yatırımcıların karar-alma mekanizmasında olumsuz etkilere neden olacaktır. İkinci olarak da, bilgi paylaşmanın ücretsiz olmadığını açıklamıştık. Bu yüzden, gereksiz bilgilerin paylaşılması hem şirketler için gereksiz maliyetlerin oluşmasına neden olacak hem de şeffaflığın beklenen getirisinin maliyetinden düşük olmasına sebebiyet verecektir. Bu yüzden, bilgi kirliliği ve maliyetlerin azaltılmasında gerekli olan anahtar bilgilerin paylaşılması, bahsi geçen problemlerin çözümünde en önemli unsurların başında gelmektedir.

Burada sorulması gereken soru hangi tür bilgilerin paylaşılmasının piyasadaki yatırımcılar açısından faydalı olacaktır. Paylaşılacak bilgilerin çeşitlerinin belirlenmesi, başarılı bir şeffaflık seviyesinin sağlanmasında anahtar rol oynamaktadır. Bu yüzden kanunkoyucular hangi tür bilgilerin öncelikli olarak paylaşılması gerektiğini belirlemelidirler.

Bu konuda *Botosan*, beş çeşit bilginin piyasadaki yatırımcılar üzerinde pozitif etkisi olabileceğini kendi çalışmasında ayrıntılı olarak belirlemiştir (Botosan 1997, 331). İlk olarak, ‘*arka plan bilgileri*’

şirketle ilgili, özellikle şirketin ilk izlenimiyle alakalı, detaylı bilgileri kapsadığından yatırımcılar açısından büyük bir öneme sahiptir. Arka plan bilgileri genel olarak, şirketin amacı, hedefleri, yönetim stratejileri, sektördeki rakipler ve piyasaya giriş bariyerleri gibi temel konuları kapsamaktadır. Temel olarak bir şirketin vizyonu ve misyonuyla alakalı güncel verileri sunar ve şirketin bulunduğu sektörle alakalı durumu ana hatlarıyla resmeder. Bu yüzden optimum şeffaflık standartlarının sağlanmasında arka plan bilgileri açıklanması gereken bilgilerin başında gelmektedir.

İkinci olarak, ‘geçmiş finansal tablo verileri’ piyasaya şirket performansı ile alakalı faydalı bilgiler sunmaktadır. Yıllık raporlar, yarıyıllık raporlar, çeyrek dönemlik raporlar, geçici yönetim raporları, faaliyet raporları şirketin gerçek performansı ile alakalı göstergeler bu kapsamda kabul edilir. Bu bakımdan, bir şirketin yatırımcılar bakımından cazibesini arttıracak en önemli bilgiler, finansal tablo verileridir. Özellikle aktif getiri oranları, net gelirler, vergi oranları, toplam varlıklar, net kar marjı, aktif devir hızı, toplam gelirler, varlıkların devir hızı gibi bilgiler yatırımcıların karar-alma mekanizmalarında etkisi olan önemli bilgilerdir. Diğer bir ifadeyle, bu bilgiler sayesinde yatırımcılar şirketlerin finansal başarılarını kolaylıkla analiz eder ve geleceğe yönelik olarak potansiyel risk ve tehditleri değerlendirme fırsatı bulurlar. Bu yüzden optimum şeffaflık seviyesinin sağlanmasında, geçmiş finansal tablo verileri mutlaka açıklanması gereken bilgiler arasında yer alır.

Üçüncü olarak, ‘finansal olmayan bazı istatistikî verilerin açıklanması’ şirkette personellerin durumu, üretilen ürünlerin kalitesi, şirketlerin sosyal sorumluluk projeleri gibi konularda detaylı veriler sunan diğer bir bilgi türüdür. Bu tür finansal olmayan bilgilerin açıklanmasının avantajlarıyla ilgili olarak Avrupa Birliği’nde (AB) sayısız çalışma yürütülmektedir. Bu çalışmaların ışığı altında, bu tür bilgilerin açıklanmasının ana avantajları şu şekilde sıralanabilir (DG Internal Market and Services 2011, 27): a) Şirketteki oyuncular arasındaki güvenilirliği artırır. Özellikle kurumsal yatırımcıların şirketle alakalı daha itimatlı olmaları sağlanır. b) Şirketin finans dünyasındaki görünümüne pozitif etkiler sağlayarak, yatırım camiasındaki itibarını arttırmaya yardımcı olur. c) Şirketin karşılaşılabileceği riskleri azaltarak şirketi uzun-dönem yatırımcılar bakımından daha cazip bir hale getirir. d) Sosyal sorumluluk projelerinin sayısını arttırarak toplumun ekonomik, hukuksal ve ahlaki

bakımdan gelişmesine yardımcı olur: e) Şirkette insan haklarına duyarlı bir iş ortamının kurulmasını sağlar. Bu bakımdan, finansal olmayan verilerin açıklanmasının, optimum şeffaflık seviyesinin yakalanmasında önemli bir işlev üstlendiği söylenebilir.

Dördüncü olarak *'ileriye yönelik, tahmini bilgiler'* piyasadaki bilgi kullanıcıları bakımından aranan diğer bir bilgi türüdür. İleriye yönelik bilgiler, piyasanın beklenen durumu, tahmini kâr ve satış oranları, potansiyel nakit akışı gibi verileri içermektedir. Yatırımcılar, şirket ile ilgili olarak genel değerlendirmeleri yaptıktan sonra bu tür bilgilerle, özellikle fırsatlar ve gelecek riskleriyle alakalı nihai analizlerini yaparak yatırım kararlarından emin olmak isterler. Bu bakımdan şirketin yatırım dünyasında pazarlanmasında bu tür bilgiler önemli bir konuma sahiptir.

Son olarak da, *'şirket yöneticilerin analizleri ve görüşleri'* yine yatırımcıların şirket performansını değerlendirirken aradıkları bilgiler arasındadır. Bu tür bilgiler genellikle şirketlerin yıllık rapor veya faaliyet raporlarının alt bir bölümü olarak sunulur ve şirketin satışlar, mallar, net gelir, toplam kâr, pay senetlerinin fiyatları gibi konulardaki yıllık değişim oranları analiz edilir.

Bu beş tür bilgi, minimum kriterler olarak optimum şeffaflık seviyesinin sağlanmasında anahtar bir rol oynamaktadır. Özellikle, şirketlerin yatırım dünyasında pazarlanmasında ve yatırımcıların şirket performansıyla alakalı sezgisel bakış açılarını geliştirmede bu beş çeşit bilgi mutlaka kamunun erişilebilirliğine sunulmalıdır. Hangi bilgilerin paylaşılması gerektiğinin bu şekilde belirlenmesi yukarıda belirttiğimiz şeffaflığın negatif etkilerini azaltmak bakımından önemlidir. Anahtar bilgilerin belirlenmesiyle birlikte gereksiz bilgi paylaşımının maliyeti azaltılabilecek, yalnızca faydalı bilgilerin paylaşılmasıyla birlikte piyasadaki bilgi kirliliği ortadan kaldırılacak ve bu şekilde yatırımcılara hem şirketleri hem de finansal piyasaları daha açık ve güvenilir bir çerçevede değerlendirme imkânı sağlanacaktır.

3.4. Yetkili Otoriteler ve Denetim Kuruluşları

Piyasalarda etkili bir şeffaflık seviyesinin sağlanmasında yalnızca şeffaflık kanunlarının düzenlenmesi yeterli olmaz. Diğer bir ifadeyle, şeffaflık düzenlemelerinin yalnızca kanunlarda yer alması, piyasalarda optimum şeffaflık seviyesinin varlığına delalet etmez. Şeffaflık düzenlemelerinin etkinliğinin sağlanabilmesi için, kanunların ne derece

piyasada uygulanabildiğinin denetimin yetkili organlar veya otoritelerce ayrıca gözetlenmesi gerekir.

Yetkili organ ve kuruluşlar şeffaflık kurallarının etkinliğini iki açıdan arttırabilirler: İlk olarak, resmi denetim kuruluşları, borsaya kayıtlı şirketlerin benimsenmiş şeffaflık kurallarına uyup uymadıklarını kontrol eder ve gelecekteki koşullar için teknik standartları belirlerler. Ayrıca, her ne kadar ülkeden ülkeye farklılık gösterse de, finansal krizler gibi acil durumlarda kanun koyucuların eksik veya kapsam dışı bıraktığı alanlarda gerekli önlemleri alırlar. İkinci olarak, piyasalarda resmi denetim ve gözetim organlarının yanında, yatırım bankerleri, finansal analizciler veya avukatlar gibi ‘*ikinci derece kurumlar*’ vardır. Bu ikinci derece kurum ve kuruluşlar, karmaşık bilgiler veya şeffaflık kurallarıyla alakalı yapmış oldukları analizlerle piyasada bir rehber vazifesi görmektedirler (Borgia 2007, 16).

Kısacası, yetkili denetim ve gözetim organları şeffaflık kanunları açısından tamamlayıcı bir rol oynamaktadır. Finansal piyasaların şeffaflık kanunlarına uygun olarak işleyip işlemediklerini izlemek ve kontrol etmek yanında, karmaşık ve anlaşılması zor olan şeffaflık kanunları ve bilgiler için de gerekli kararları açıklayarak, bir rehber vazifesi de üstlenmektedirler. Ayrıca, kanunda eksik bırakılan veya unutulmuş alanlar için, acil durumların gerektirdiği hallerde gerekli önlemleri alarak piyasada ‘ilk yardım’ vazifesini görmektedirler.

3.5. Kanunların Piyasadaki Yeniliklere Adapte Olabilirliği

Hızla değişen günümüz finansal piyasalarında, etkili bir şeffaflık mevzuatı daima bir gelişime ve yeniliklere karşı güncellenme ihtiyacı duyar. Siems’in dediği gibi ‘*hukuk yeni ve değişen durumlara hızlı bir şekilde cevap verebilmek zorundadır*’ (Siems 2006, 393). Bu yüzden piyasalarda optimum seviyede bir şeffaflık seviyesi yakalanmak isteniyorsa, şeffaflık kuralları finansal piyasalardaki yeniliklere ayak uydurmak zorundadır; aksi takdirde güncelliğini yitirmiş kurallar, yüksek seviye bir şeffaflık düzeyine ulaşmayı imkânsız kılar.

Yeni teknolojik gelişmeler nedeniyle, finansal piyasalarda da devrim niteliğinde gelişmeler yaşanmaktadır. Fakat finansal piyasalardaki bu değişim hızıyla, kanunların bu değişikliklere ayak uydurma hızı kıyaslandığında arada bariz bir fark olduğu göze çarpmaktadır. Bu durum, finansal piyasaların etkili bir şekilde çalışmasında negatif etkilere neden olur ve özellikle, piyasalarda yeni

krizlere veya skandallara davetiye çıkarır. 2008 yılındaki ‘*Lehman Brothers*’ skandalı incelendiğinde, ana nedenlerinden birisi olarak kanun koyucuların değişen yeni finansal enstrümanlar karşısında zamanında gerekli düzenlemeleri yapamadıkları görülecektir. Bu yüzden, şeffaflık mevzuatının etkin bir şekilde düzenlenmesinde, piyasadaki yeniliklere ayak uydurma ve kanun koyucular tarafından bu değişikliklere hızlı bir şekilde cevap verme oldukça önemlidir.

Burada tartışılması gereken soru, hızla değişen finansal piyasalardaki yeniliklere nasıl aynı hızda karşılık verilebilir? Bu problem mukayeseli hukukta yasal uyum süreci olarak tanımlanmış ve bu konuda doktrinde sayısız çalışma yapılmıştır. Siems’e göre, değişen koşullara hızlı bir şekilde karşılık verebilmek için öncelikle iyi organize edilmiş bir yasama yapısı kurulmalı, bürokratik engeller azaltılmalı ve böylece kanun çıkarma süreci kısaltılmalıdır (Siems 2006, 395-398). İkinci olarak, adli sistemin bağımsızlığı artırılmalı ve gerekli kurum ve uzmanlarla koordinasyonu sağlanmalıdır. Üçüncü olarak, akademisyenler, düşünce kuruluşları (*think thanks*), denetim ve gözetim kuruluşları bu tür yeniliklerle alakalı gerekli analiz ve değerlendirmeleri yabancı mevzuatı ve uygulamayı da takip ederek yapmalı ve yetkili mercilere yapılması gerekenleri raporlarıyla tavsiye etmelidirler. Dördüncü olarak da toplumun düşünce ve konuşma özgürlüğü sağlanarak, daha fazla entelektüel tartışmalara katılması sağlanmalıdır. Böylelikle, özellikle piyasadaki kurumlar ve taraflar arasındaki karşılıklı işbirliği sayesinde, kanun koyucular hızlı bir şekilde yapılması gerekenlerden haberdar olabilecek ve gerekli tedbir ve önlemleri zamanında alabileceklerdir.

4. TÜRKİYE’DE ŞEFFAFLIK VE MEVZUATTAKİ DÜZENLEMELER

Son zamanlarda meydana gelen ekonomik kriz ve skandallar, küresel piyasaların temellerinin, yeni denge ve koşullarla ve uluslararası ticaret standartlarıyla uyumlu olarak yeniden şekillenmesine neden olmuştur. Bu yüzden, özellikle gelişmekte olan ülke mevzuatlarının küresel standartlarla uyumlaştırılması, rekabetin bu denli yüksek olduğu piyasalarda hayatta kalabilmek ya da en azından şirketlerin karanlık yönleri sonucunda piyasada meydana gelebilecek negatif etkileri azaltabilmek bakımından oldukça önemlidir.

Her ne kadar bu konuda doktrinde bir fikir birliği olmamasına rağmen, güçlü bir hukuki yapı ile ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkiyi analiz etmede Türkiye’de son zamanlarda yapılan değişiklikler ile bunun ekonomiye olan katkıları incelenebilir. Örneğin 2001 yılındaki İmar Bankası skandalıyla, Türkiye ekonomisi çok ağır sonuçları olan bir krizi tecrübe etmiş oldu. Kısaca belirtmek gerekirse bu krizle birlikte, sermayenin büyük çoğunluğu aniden ülkeden çekildi, ülkeye sermaye girişleri durdu, ülkenin kendi parası değerini kaybetti, yerel bankalar nakit sıkıntısı çekti ve çok yüksek faiz oranlarını kabul etmek şartıyla kredi imkânları bulabildi, bir çok işçi işten çıkarıldı, enflasyon oranları %40-%50’lere dayandı ve gecelik faiz oranları astronomik olarak %6200’lere yükseldi (Uygur 2001, 23). Ayrıca, ülke ekonomisini düzeltebilmek için Türkiye çok yüksek oranlı IMF kredilerine başvurmak zorunda kaldı. Böylelikle Türkiye, modern tarihindeki en büyük ekonomik krize maruz kalmış oldu.

Bu ekonomik felaketten sonra Türkiye, krizden bazı dersleri almayı başardı ve 2003-2013 yılları arasında ekonomik dönüşüm sürecini başlattı. Öncelikle daha sıkı kural ve düzenlemeler kabul edildi. 2005 yılında Avrupa Birliği’yle müzakereler hızlandırıldı. Türk parasının yeniden değer kazanması sağlandı. Kamu harcamaları geliştirildi, özelleştirmeler hızlandırıldı ve böylelikle Türk ekonomisine olan güven hem ulusal hem de uluslararası piyasalarda yeniden kazanılmaya başlandı. Türkiye, yıllık %6 oranında bir büyüme oranı yakaladı ve 2002-2012 yılları arasında yıllık 800 milyar dolar gelir ile dünyanın en büyük on yedinci ekonomisi olmayı başardı (TC Dış İşleri Bakanlığı 2015).

Bu süreçte gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye de, , hızla değişen finansal piyasalarda modernizasyon yarışında hayatta kalabilmek için güçlü bir hukuki yapı ve etkili bir kurumsal yönetim anlayışının varlığının olmazsa olmaz unsurlar olduğunun farkına varıldı ve bu amaçla, hukuk sisteminde birtakım yapısal reformlar yapıldı. Özellikle 6102 sayılı yeni Ticaret Kanunu’nun yürürlüğe girmesiyle birlikte, iş ve ticari hayat yeniden tanımlanarak, Türkiye’nin küresel piyasalarda şeffaflık, hesap verilebilirlik ve güvenilirlik açısından rekabetçi seviyesinin artmasına yardımcı olacak bir modern görünüş sağlanması hedeflendi. Daha da önemlisi, yeni Kanunla birlikte Avrupa Birliği standartlarının bir çoğu Türk Ticaret hayatına kazandırıldı ve böylelikle Avrupa Birliği’ne katılma sürecindeki engellerin bazıları azaltılmaya çalışıldı.

Kurumsal yönetimin, son zamanlarda yapılan değişim ve gelişmelerle piyasaların düzgün işlemesine olan olumlu katkıları, Türkiye'deki kanun koyucular tarafından da dikkate alınmıştır. Özellikle dolaylı veya doğrudan yabancı yatırım sayısının istenilen seviyelere ulaşamaması, zayıf bankacılık sistemleri, yüksek enflasyon oranları veya siyasi belirsizlikler gibi nedenlerle finansal piyasadaki eksiklikler, etkili bir kurumsal yönetim yapısının oluşturulması gerekliliğini ön plâna çıkarmıştır. Bu amaçla, 2003-2013 tarihleri arasında Türkiye'de, kurumsal yönetim yapısının geliştirilmesi amacıyla modernizasyon çalışmaları başlatılmış, uluslararası kurumsal yönetim standartları kabul edilmiş, şeffaflık ve hesap verilebilirlik gibi önemli kurumsal yönetim prensipleri geliştirilmeye çalışılmıştır.

Türkiye'nin kurumsal yönetim yapısı incelendiğinde oldukça yüksek merkezîyetçi bir yapıya sahip olduğu söylenebilir (Institute od Directors, Waring ve Pierce 2004, 337). Şirketlerde aileler büyük hissedarlardır ve hisselerin %45-%75 arasındaki büyük çoğunluğu bireysel aile üyelerine aittir (Altuğ ve Filiztekin 2006, 180). Bu bakımdan şirketlerin yönetimi karmaşık bir piramitsel yapıdan oluşan aile kontrollü gruplar tarafından yerine getirilmektedir. Aslında, dışarıdan atanan profesyonel yöneticiler şirketlerde önemli bir rol oynamasına rağmen, aile üyeleri şirketin günlük rutin işleri de dâhil olmak üzere, stratejik karar alma sürecine yoğun bir şekilde katılmaktadırlar (Gürsoy ve Aydoğan 2002, 10).

Aile şirketlerinin yanında, devlet de uzun bir süre iş hayatında en önemli aktörlerden birisiydi. Diğer bir ifadeyle, Türkiye'de iş hayatı devletin hakim pay sahibi olduğu büyük şirketler aracılığıyla şekilleniyordu. Hükümet, şirketlerdeki ana hissedardı ve özel sektördeki kaynak dağılımı hükümet tarafından gerçekleştiriliyordu. Hükümetin hâlâ Türk iş hayatında önemli bir rol oynadığı söylenebilir, fakat son zamanlarda yapılan özelleştirme faaliyetleriyle birlikte, devlete ait TÜPRAŞ veya Türk Telekom gibi büyük şirketler satılmış, böylelikle hükümetin finansal piyasalardaki rolü azaltılmaya başlatılmıştır. Özelleştirme çalışmalarının artmasının iş hayatının gelişmesinde önemli katkıları olduğu söylenebilir, zira özel şahıslara veya tüzel kişilere ait şirketler, devlete ait şirketlere oranla çok daha iyi performans göstermektedirler. Bu konuda doktrinde çok fazla çalışma vardır. Örneğin *Megginson ve diğerleri*, devlet odaklı şirketlerin, politik kaygı ve çıkarlar yüzünden, finansal piyasalara olumsuz katkıları olduğunu vurgulamaktadırlar (Megginson, Nash ve van

Randenborgh 1994, 403-452). Bu bakımdan, özel şahıslara ait şirket sayısının artmasıyla birlikte, finansal piyasalarda daha iyi bir performans sergilenecek, böylelikle de ülkeye sermaye girişi hızlanacaktır.

Kurumsal yönetimin tam olarak anlaşılmasında şirketlerin yönetim kurulu yapısı da önemli bir rol oynar. Türkiye’deki borsaya kayıtlı şirketlerin yönetim kurulları incelendiğinde, 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu ile birlikte çok önemli değişiklikler yapıldığı gözlemlenebilir. Örneğin, bilindiği üzere, borsaya kayıtlı şirketler anonim şirket olarak kurulmak zorundadır. Yeni Kanun’a göre, anonim şirketlerde yönetim kurulu, esas sözleşmeyle atanmış veya genel kurul tarafından seçilmiş en az bir üyenin varlığı ile kurulabilir (TTK md. 359/1). Böylelikle, eski kanunda bulunan yönetim kurulunun en az üç üye tarafından kurulmak zorunda olduğu prensibi terkedilmiştir. Bunun yanında, gerçek veya tüzel kişiler anonim şirketlerde yönetim kurulu üyesi olarak atanabilirler. Ancak, bir tüzel kişilik, yönetim kuruluna üye olarak atanacak ise, onunla birlikte tüzel kişi tarafından belirlenecek, yönetim kurulu toplantılarına katılıp, tüzel kişilik adına oy kullanacak ve diğer görevleri ifa edecek, bir gerçek kişinin de ticaret siciline tescili ve ilanı zaruridir (TTK md. 359/2, Şener 2015, 356).

Yönetim kurulu, Anglo-Saxon Kurumsal Yönetim Modelinde belirlendiği gibi tek hatlı (*single-tier*) olarak düzenlenmiş ve üyelerinin görev süresi, TTK md. 362’de en çok üç yıl olarak belirlenmiştir. Her üç yılın sonunda, ortaklığın devam etmesini isteyen pay sahipleri, genel kurulu toplantıya çağırılmalı ve burada yeni yönetim kurulunun seçilmesini istemelilerdir (Şener 2015, 360; Kendigelen 2011, 217, 227- 228). Yönetim kurulunun devredilemez görev ve yetkileri, yeni Kanunda ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir. TTK md. 375’e göre bu görev ve yetkiler şu şekilde sıralanabilir:

“(a) Şirketin üst düzeyde yönetimi ve bunlarla ilgili talimatların verilmesi; (b) Şirket yönetim teşkilatının belirlenmesi; (c) Muhasebe, finans denetimi ve şirketin yönetiminin gerektirdiği ölçüde, finansal planlama için gerekli düzenin kurulması; (d) Müdürlerin ve aynı işleve sahip kişiler ile imza yetkisini haiz bulunanların atanmaları ve görevden alınmaları; (e) Yönetimle görevli kişilerin, özellikle kanunlara, esas sözleşmeye, iç yönergelere ve yönetim kurulunun yazılı talimatlarına uygun hareket edip

etmediklerinin üst gözetimi; (f) Pay, yönetim kurulu karar ve genel kurul toplantı ve müzakere defterlerinin tutulması, yıllık faaliyet raporunun ve kurumsal yönetim açıklamasının düzenlenmesi ve genel kurula sunulması, genel kurul toplantılarının hazırlanması ve genel kurul kararlarının yürütülmesi; (g) Borca batıklık durumunun varlığında mahkemeye bildirimde bulunulması” (TTK md. 375/1).

398

Yönetim kurulu üyelerinin bu devredilmez görev ve yetkilerinin yanında ayrıca bilgi alma hakları da yeni kanunda düzenlenmiştir. TTK md. 392/1 hükmüne göre; *‘Her yönetim kurulu üyesi şirketin tüm iş ve işlemleri hakkında bilgi isteyebilir, soru sorabilir, inceleme yapabilir. Bir üyenin istediği, herhangi bir defter, defter kaydı, sözleşme, yazışma veya belgenin yönetim kuruluna getirilmesi, kurulca veya üyeler tarafından incelenmesi ve tartışılması ya da herhangi bir konu ile ilgili yöneticiden veya çalışandan bilgi alınması reddedilemez. Reddedilmişse dördüncü fıkra hükmü uygulanır’* (Kendigelen 2011, 240-241).

Özetle, bu bilgiler ışığında, yeni Kanun ile birlikte, Türkiye’deki finansal piyasaların uluslararası piyasalardaki ünü; uluslararası finansal standartların sağlanması, kurumsal yönetimlerde ‘demokratik rejimin’ (Siems 2008, 337) daha yaygın hale getirilmesi ve Avrupa Birliği Kanunlarıyla uyum içinde olunmasıyla birlikte olumlu bir şekilde etkilenmiştir. Bu bakımdan, yeni Kanun, Türkiye’nin bu geçiş dönemindeki en önemli gelişme olarak nitelendirilebilir.

4.1. Yeni Ticaret Kanunu’nda Öngörülen Şeffaflık Düzenlemeleri ve Gerekçeleri

Yukarıda anlatıldığı gibi, Türkiye’deki kurumsal yönetim yapılarında merkezîyetçi bir yönetim anlayışının hâkim olmasından dolayı, piyasalarda yeterli seviyede şeffaflık sağlanamıyordu. Taraflar arasında bilgi akışı zayıftı ve bu nedenden dolayı İmar Banka’sı skandalında olduğu gibi, şirket sahipleri veya yöneticiler, illegal aktiviteleriyle karanlık yönlerini kolayca saklayabiliyor ve ülke ekonomisine çok ağır zararlara sebep olabiliyorlardı.

Piyasalardaki bu tür sahtekârlık veya dolandırıcılıkları azaltmak ve finansal piyasaların etkin işleyişini sağlamak için, kurumsal yönetimin ve özellikle şeffaflık seviyesinin artırılmasına yönelik gerekli adımların atılması gerektiği anlaşıldı. Bu amaçla, 2003 yılında

kurumsal yönetim prensipleri kabul edildi ve Sermaye Piyasası Kurumu tarafından ilan edildi. Bunun dışında yine 2003 yılında denetim standartları ilan edildi ve 2005 yılında Uluslararası Muhasebe Standartları kabul edildi. Fakat mülga Ticaret Kanunu’nun 1957 yılı temellerine dayanması, yapılan değişikliklerin istenilen pozitif katkıyı sağlamasını engelliyordu. Bu bakımdan, bu problemlerle etkili bir şekilde çözümlenmek adına, 2011 yılında 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu kabul edildi ve 2012 yılında yürürlüğe girdi.

Yeni Türk Ticaret Kanunu, Türkiye’nin yasal zemininin, müzakere sürecinde belirtildiği gibi, Avrupa Birliği’ne entegre sürecinin bir sonucu olarak kabul edilebilir. Avrupa Birliği’ne aday bir ülke olarak, Türkiye birçok AB düzenlemeleri ile uyum sağlamayı başarmıştır. Diğer bir ifadeyle, kurumsal yönetim ve denetim alanında daha katı kurallar düzenlenmiş, şeffaflık seviyesinin artırılmasına yönelik yeni kurallar kabul edilmiş ve uluslararası kurumsal yönetim ve finansal raporlama standartları benimsenmiştir. Bu kapsamda özellikle pay sahiplerinin bilgi alma hakkı modern bir yapı kurularak genişletilmiş ve özel denetim daha kapsamlı bir şekilde yeniden düzenlenmiştir. Bunlara ek olarak kurumsal yönetim ilkeleri Avrupa Birliği müktesebatı ve uluslararası standartlar baz alınarak yeniden gözden geçirilmiştir. Bu yüzden, yeni Türk Ticaret Kanunu, Borsa İstanbul üzerindeki olumlu dalgalanmalar göz önüne alınarak, Türkiye’nin bu geçiş döneminde finansal piyasalardaki negatif etkileri azaltmaya yönelik bir dönüm noktası olarak kabul edilebilir (6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Gerekçeleri).

Bu bölümde, Türk Hukukundaki şeffaflık düzenlemelerini anlayabilmek için, hem SPK hem de TTK’nın şirketler hukuku ile ilgili hükümleri incelenecek ve optimum şeffaflık seviyesine ulaşıp ulaşılmadığı yukarıda açıklanan temel prensipler çerçevesinde değerlendirilecektir. Bu açıdan aşağıdaki Tablo 1, mevzuattaki ana şeffaflık düzenlemelerini görebilmek bakımından bir yol haritası olarak kabul edilebilir.

Tablo 1: Türk Hukukunda Şeffaflık Düzenlemelerine Genel Bir Bakış

Alan	Yasal Düzenlemeler	Ana Konular
Sermaye Piyasası Hukuku	6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu	Madde 1: Amaç
		Madde 14, 15, 17, 32: Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Esaslar
		Madde 62, 63: Bağımsız Denetim
		Madde 70, 87: Sermaye Piyasalarında Borsalar
		Madde 106, 107, 111, 112: Sermaye Piyasası Suçları
	Sermaye Piyasası Kurumu Tebliğ ve İlanları	Madde 5: Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VIII, No: 54
		Madde 6, 7: Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14/1 No: 28676
		Ek 1 Bölüm 2: Kurumsal Yönetim Tebliği II-17/1 No: 28871
		Madde 1, 5, 8, 9: Özel Durumlar Tebliği II-15/1 No: 28891
		Şirketler Hukuku
Madde 64, 375: Ticari Defterler		
Madde 378 (1), 398 (4): Riskin Erken Saptanması ve Yönetimi		
Madde 399, 400, 402: Bağımsız Denetim Sistemi		
Madde 392, 437: Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı		
Madde 514, 515, 516: Şirketin Finansal Tabloları		

4.1.1. Şeffaflığın İkili Hukuksal Yapısı

Finansal piyasalardaki modernizasyon yarışı ile rekabet edebilmek için Türkiye, hukukun bu iki alanında şeffaflık kanunlarını geliştirmeyi başarmış olarak gözükmektedir. Sermaye piyasası hukuku bakımından, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğ ve İlânları şeffaflık kanunlarının Türkiye’de geliştirilmesinde anahtar bir rol oynamaktadır.

Örneğin Sermaye Piyasası Kanunu’nun 1. maddesinde şeffaf, güvenilir, sorumlu, etkili, tutarlı ve yatırımcıların hak ve kazançlarını korumaya yönelik finansal piyasaların yaratılması gerektiği, kanunun ana hedefi olarak vurgulanmıştır. Kanun’un ikinci bölümünde kamunun aydınlatılmasına ilişkin esaslar başlığı altında, finansal raporlama standartları, yatırımcıların karar-alma mekanizmasında etkili olan hangi bilgilerin açıklanması gerektiği, hangilerinin muaf tutulacağı, kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi ve açıklanması gereken bilgilerin kanuna aykırı tutulmasından doğan zararlarda kimlerin sorumlu tutulabileceği gibi önemli konular hükme bağlanmıştır.

Daha önceki açıklamalarımızda, paylaşılan bilgilerin güvenilirliğinin sağlanmasında denetim mekanizmasının oldukça önemli bir rol oynadığından bahsetmiştik. Kanun’un üçüncü bölümünde bağımsız denetim ile ilgili genel prensipler düzenlenmiştir. Bağımsız denetim kuruluşları ile ilgili temel standartlar belirlenmiş, hangi şirketlerin finansal piyasalarda bu görevi yapabilecekleri düzenlenmiş, Sermaye Piyasası Kurulu’nun bağımsız denetim kuruluşları üzerindeki sorumlulukları oluşturulmuş ve yapılan işlemlerden ortaya çıkan bir zarardan kimlerin sorumlu tutulabileceği ayrı ayrı hukuki zemine kavuşturulmuştur.

Dördüncü bölümde borsaların işleyişiyle alakalı genel kurallar belirlenmiş ve özellikle düzgün bir gözetim ve bilgilerin depolama merkezi kurulmasıyla ilgili düzenlemeler getirilerek, dolaylı yoldan şeffaflık prensibine atıfta bulunulmuştur. Son olarak da Kanun’un altıncı bölümünde, şeffaflık ile ilgili karşılaşılabilecek suçlar veya illegal faaliyetlerin neler olabileceği sınıflandırılarak, bu suçlar karşısında tarafların muhatap olacağı cezaların neler olabileceği hükme bağlanmıştır.

Yukarıda anlatıldığı üzere, SPK, şeffaflığın finansal piyasalarda geliştirilmesinde çok önemli düzenlemeler getirmiştir. Ancak,

şeffaflığın bütün meseleleri bu kanunda kapsam dâhiline alınamamıştır. Bu bakımdan, şeffaflığın geliştirilmesiyle ilgili Kanun'da eksik bırakılan daha spesifik konular, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğ ve İlanlarıyla giderilmeye çalışılmıştır.

Örneğin Özel Durumların Kamuya Açıklanması Tebliği (Seri VIII, No: 54 md.5) ile şirketteki büyük pay sahiplerinin kamuya açıklanmasıyla alakalı düzenlemeler getirilmiştir. Özellikle, bir şirkette hangi oranda hisseye sahip olanların veya hangi oranların altında kalan hissedarların açıklanmasıyla ilgili başlangıç eşikleri belirlenmiştir. Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1 No: 28676 md 6, 7) ile yıllık raporlar ile üç aylık, altı aylık ve dokuz aylık geçici finansal raporlar düzenlenmiş, bunların hangi bilgileri kapsayacağı ve en son ne zamana kadar yayınlanmaları gerektiği belirlenmiştir. Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1 No: 28871 Ek 1 Bölüm 2) ise, teknolojik gelişmelere ayak uydurabilmek için çıkartılmış bir tebliğ olarak kabul edilebilir, zira borsaya kayıtlı şirketlerin bir internet sitesi açma zorunluluğunu ihdas eder ve bu internet sitelerinde hangi bilgilerin ne kadar süreyle kamuya açıklanması gerektiğini düzenler. Ayrıca bilgilerin İngilizce olarak açıklanması zorunluluğunu getirmiştir. Son olarak da Özel Durumlar Tebliği (II-15.1 No: 28891 md. 1, 5, 8, 9) yatırımcıların karar alma mekanizmasında herhangi bir etkiye neden olabilecek şirketin veya bağlı kuruluşların stratejilerini değiştirmesi, finansal enstrümanların fiyatında veya miktarındaki olağandışı değişimler, şirketle alakalı söylenti veya dedikoduların açığa çıkarılması gibi ani değişimlerle ilgili bilgilerin açıklanmasıyla alakalı genel kuralları düzenlemektedir.

Şirketler hukuku perspektifinden bakıldığında ise, yeni Ticaret Kanunu, Türk Hukuk sisteminin modernizasyonu hızlandırarak piyasalarda yeni bir iş modelinin kazandırılmasını amaçlamıştır. Şeffaflık bakımından en önemli gelişmelerden biri, elektronik işlemler ve bilgi toplumu hizmetlerini düzenleyerek, şeffaflığın en önemli araçlarından birisi olan internet teknolojilerinin piyasalara kazandırılmasının amaçlanmasıdır. Yeni Kanun ile birlikte denetime tâbi bütün şirketlerin bir internet sitesi açma ve bu internet sitesinde şirketin performansıyla ilgili finansal raporlar da dâhil olmak üzere, şirketlerdeki yapısal değişiklikler, mahkeme kararları, genel kurul kararları gibi gerekli bütün bilgilerin açıklanması gerektiği hükme bağlanmıştır (TTK md. 149/1, 1524). Ayrıca internet teknolojilerinin geliştirilmesiyle birlikte, genel kurul toplantıları, yönetim kurulu

toplantıları, pay sahiplerinin kendi aralarındaki toplantılarının online olarak yapılabilmesi düzenlenmiş ve elektronik imza kullanılmasının kabul edilmesiyle, şirketteki tarafların uzaktan da bu tür aktivitelere katılarak şirketlerde aktif katılım oranının artırılması planlanmıştır (TTK md. 1527).

İkinci olarak, ticari defter tutma yükümlülüğü ayrıntılı bir şekilde düzenlenerek, finansal piyasalardaki ticari faaliyetlerin yakından takip edilmesi amaçlanmıştır. TTK md. 64’e göre, ticari defterler, bir şirketin veya ticari işletmenin finansal ve ekonomik durumunu, borç alacak ilişkisini ayrıntılı bir şekilde göstermeli, hem elektronik hem de basılı kopya olarak on yıl süreyle saklanmalıdır (Ülgen, Helvacı, Kendigelen, Kaya, Nomer Ertan, 2015, 608 vd.; Kayar 2013, 233).

Üçüncü olarak, yeni TTK ile birlikte risk yönetim sistemleri geliştirilmiştir. Örneğin TTK md. 378’e göre borsaya kayıtlı bütün şirketler, uzmanlardan oluşan bir risk yönetim komitesi kurmalı, bu uzmanlar şirketin gelecekte karşılaşılabileceği riskleri, potansiyel tehdit ve çözüm önerilerini raporlarında belirtmelidirler (Kırca, Şehirali, Çelik, Manavgat 2013, 591; Üçışık, Çelik 2013, 416; Bilgili, Demirkapı 2015, 244).

Dördüncü olarak denetim sistemiyle alakalı bir takım yenilikler getirilmiştir. Örneğin, Uluslararası Muhasebe Standartları baz alınarak Türk Muhasebe Standartları oluşturulmuştur. Ayrıca şirketlerdeki denetçi organı kaldırılmış, yerine bağımsız denetim kuruluşları getirilmiştir. Böylelikle daha güvenilir bilgilerin kamuya açıklanması amaçlanmıştır (TTK md. 400; Poroy, Tekinalp, Çamoğlu 2014, N 630a; Pulaçlı 2015, 491; Karahan, Arı 2013, 441 vd.; Bahtiyar 2015, 245; Üçışık, Çelik 2013, 626; Bilgili, Demirkapı 2015, 256 vd.; Topçuoğlu 2012, 41 vd.).

Beşinci olarak pay sahiplerinin hem şirket aktivitelere katılımlarını arttırmak, hem de onların hakkını korumak için bilgi alma ve inceleme hakkı ile gerektiğinde talepleri üzerine yeni bir denetçinin atanması hususu hükme bağlanmıştır. Örneğin TTK md. 392 hükmüne göre pay sahipleri, ticari defteri veya paylaşılan diğer bilgilerin doğruluğunu incelemek için şirketten detaylı ve kapsamlı ek bilgiler isteme hakkına sahiptir. Ayrıca şüpheli gördükleri bölümlerin aydınlatılmasını ve bu bölümler için özel denetçilerin atanmasını talep etme hakları mevcuttur (TTK md. 438-444; Narbay 2010, 46 vd.).

Şirketler hukukunda şeffaflık düzenlemeleriyle alakalı incelenmesi gereken son bölüm ise, şirketlerin finansal tablolarıyla ilgili olmak üzere yapılan değişikliklerdir. Örneğin TTK md. 514, 515 ve 516'da finansal raporların zaman, şeffaflık prensipleri ve içerik bakımından gerekli kriterleri belirlenmiştir. Bu düzenlemelerle finansal raporlarda dürüstlük prensibi kabul edilmiş ve bu prensip çerçevesinde hangi bilgilerin açıklanması gerektiği ayrıntılı bir şekilde hükme bağlanmıştır (Kendigelen 2011, 365-366).

Bu bilgiler dâhilinde, Türkiye'de hukukun iki alanında da şeffaflık düzenlemelerinin yapıldığı gözlemlenebilir. Finansal piyasalarda optimum seviye bir şeffaflık sağlanabilmesi için hem Sermaye Piyasası Kanunu'nda hem de Türk Ticaret Kanunu'nun Şirketler Hukuku ile ilgili bölümünde bir takım özel düzenlemeler yapılmıştır. Fakat yukarıda da görüldüğü üzere, Türkiye'de şeffaflık mevzuatı karmaşık bir yapıda düzenlenmiştir. Şeffaflık kurallarının dağınık yapısından dolayı, hangi kanunların nerede düzenlendiğinin anlaşılması hem zorlaşmış hem de şeffaflık gibi önemli bir konunun gereken önem verilmeden düzenlendiği izlenimi verilmesine neden olmuştur. Bu bakımdan, Avrupa Birliği *Transparency Directive* 2013/50/EU (Şeffaflık Direktifi)'nde olduğu gibi önemli şeffaflık kurallarının tek bir mevzuat altında toplanarak düzenlenmesi, açık bir çerçevede bütün kuralların gözlemlenmesine olanak vererek bu tür karmaşıklığın azaltılmasını sağlayacaktır.

4.1.2. Türk Hukuk Sisteminde Şeffaflık Kuralları İçin Aranılan Temel Usuller

Şeffaflık kuralları için aranan temel usullerin, 'açıklık, koruyuculuk ve caydırıcılık' olduğunu daha önceki bölümlerde açıklamıştık. Türkiye'deki şeffaflık kuralları incelendiğinde, açıklık prensibinin hem SPK'da hem de TTK'da sağlandığı söylenebilir. Örneğin Sermaye Piyasası Hukuku açısından, SPK'nın 'Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Esaslar' kenar başlıklı 14 ve 15. maddeleri, Sermaye Piyasası Kurulu Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1) ve Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) hem açıklanacak bilgilerin format, içerik ve yapısını hem de finansal raporların çeşitlerini ve son hazırlanma tarihlerini düzenleyerek, açıklık prensibini büyük ölçüde sağlamaktadır. Şirketler Hukuku bakımından ticari defterlerin düzenlenmesi ile ilgili kuralları düzenleyen TTK md. 64 ile elektronik işlemler ve bilgi toplumu hizmetlerini düzenleyen md. 1524 ve 1527,

yine açıklık prensibini düzenleyen kurallar olarak kabul edilebilir. Bunlara ek olarak Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), finansal piyasalarda yatırımcılar arasında etkili bir bilgi akışı sağlayarak, Borsa İstanbul’da yatırımcıların doğru bilgilere, doğru yer ve zamanda ulaşabilmelerine yardımcı olmaktadır. KAP, Borsa İstanbul’da bilgilerin depo edildiği ve bilgi kullanıcılarına dağıtıldığı elektronik bir sistemdir. Ana amacı, borsaya kayıtlı bütün şirketler hakkında gerekli olan bütün bilgileri ve anlık değişimleri internet teknolojileri sayesinde kamuya doğru zaman ve doğru yerde anında açıklamaktır. Bu bilgiler ışığı altında, Türkiye’nin şeffaflık düzenlemelerinde açıklık prensibini sağladığı söylenebilir.

Türkiye’deki şeffaflık düzenlemelerinde koruyuculuk ve caydırıcılık prensipleri incelendiğinde ise, yeni düzenlemelerle birlikte önemli gelişmeler yaşandığı belirtilmelidir. Örneğin SPK’nın altıncı bölümünde idari para cezaları ve finansal piyasalar suçları düzenlenmiştir. Bu bakımdan SPK md. 106, 107, 111 ve 112, piyasa bozucu eylemlerin engellenmesi bakımından anahtar bir rol oynamaktadır. Bahsi geçen maddelerde, nelerin suç sayılacağı ve kimlerin suçlu olacağı, bu suçlar karşısında ne gibi yaptırımlar uygulanacağı teker teker sıralanmıştır. Şirketler Hukuku bakımından yaklaşıldığında ise, TTK’nın on ikinci bölümde cezai sorumluluklar düzenlenmiş ve md. 562’de bilgilerin gerçeği yansıtmaması durumunda ne gibi müeyyideler uygulanacağı ayrıntılı olarak hükme bağlanmıştır.

Sermaye piyasası hukuku ve şirketler hukuku bakımından şeffaflık kanunları incelendiğinde, koruyuculuk ve caydırıcılık prensiplerinin yukarıdaki düzenlemelerle birlikte sağlandığı söylenebilir. Ancak şeffaflık düzenlemelerinin genel karmaşık yapısı, piyasa bozucu eylemlerin düzenlenmesi gibi önemli bir konuda da karşımıza çıkmaktadır. Avrupa Birliği bu problemi, bu konuyla ilgili bütün sorunları, tek bir direktif altında toplayarak (*Market Abuse Directive* 2014/57/EU) daha açık bir mevzuat düzenlemeyi başarmıştır. Türkiye de piyasa bozucu eylemlere karşı yapmış olduğu düzenlemeleri, Avrupa Birliği’nde olduğu gibi tek bir mevzuatta toplayabilirse, mevcut düzenlemelerin anlaşılabilirliği ve efektif bir şekilde uygulanabilmesi bakımından daha etkili sonuçlar elde edebilir.

4.1.3. Türk Şeffaflık Hukukunda Açıklanacak Anahtar Bilgilerin Düzenlenmesi

Beş tür bilginin yatırımcıların karar alma mekanizmasında anahtar rol oynadığını yukarıda açıklamıştık. Bu bölümde, Türkiye’de kabul edilen şeffaflık kurallarında bu beş tür bilginin ne derece etkili bir şekilde düzenlendiği incelenecektir.

6102 sayılı yeni Ticaret Kanunu ile birlikte bilgi teknolojileriyle alakalı piyasadaki yeni değişim ve gelişmelere ayak uydurulmuştur. Özellikle TTK md. 1524 ile şirketlere internet sitesi açma yükümlülüğü getirilmiş, Resmi Gazete ‘de yayımlanan 28663 sayılı Sermaye Şirketlerinin Açacakları İnternet Sitelerine Dair Yönetmelik ile de kapsamı belirlenmiştir (Kendigelen 2011, 529-531). Yatırımcıların karar-alma mekanizmasında etkili olan ilk bilgi türü şirketle ilgili, şirketin vizyonu, misyonu gibi konuları kapsayan arka plân bilgileridir. Türkiye’deki şeffaflık düzenlemelerinde bu bilginin zorunlu bir şekilde paylaşılması düzenlenmemiştir. Borsaya kayıtlı şirketler, bu tür bilgileri kendi internet sitelerinde gönüllü bir şekilde paylaşmaktadır. Bu açıdan, şeffaflık düzenlemelerine bu bilgilerin paylaşılması konusunda bir zorunluluk getirilebilir.

İkinci olarak, finansal tabloların açıklanması gerektiğini ayrıntılı bir şekilde incelemiştik. Türk hukukunda finansal raporların açıklanması ile ilgili kurallar ayrıntılı bir şekilde hukuki düzenlemeye kavuşturulmuştur. Örneğin SPK md. 14’de finansal raporlamaya ilgili temel kriterler düzenlenmiştir. Buna ek olarak Sermaye Piyasası Kurulu Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1) md. 6 ve 7’de finansal raporların çeşitleri ve son hazırlanış tarihleri düzenlenmiştir. Ayrıca TTK md. 64’de ticaret defterler hükme bağlanmış, md. 514, 515 ve 516’de finansal raporların nasıl hazırlanmasıyla ilgili genel kriterler belirlenmiştir. Bu açıdan, Türk Şeffaflık Hukuku’nda finansal raporların kamuya açıklanması zorunlu kılınmıştır.

Üçüncü olarak finansal olmayan anahtar bilgiler şeffaflık kurallarına dâhil edilmelidir. Finansal olmayan bilgiler, bir şirkette çalışanların sayısı, çalışanlara ortalama ödenecek tazminat miktarı ve sosyal sorumluluk projeleri gibi konuları kapsayan bilgilerdir. Kısacası, finansal olmayan bilgiler şirket ile toplum arasında hem şirkete hem de topluma ekonomik, sosyal ve hukuki yönden hizmet ederek ilişkileri güçlendiren bir konsept olarak kabul edilebilir. En büyük avantajları ile ilgili olmak üzere, bir şirkete kısa dönem spekülasyoncular yerine,

uzun dönemli yatırımcıları çekmesine yönelik bir çok çalışma yapılmıştır (McWilliams ve Siegel 2000, 601-609; McGuire, Sundgren ve Schneeweis 1988, 854-872; Waddock ve Graves 1997, 303-319). Bu bakımdan, bu tür bilgilerin şeffaflık kanunları içerisinde açıklanması, finansal piyasaların performansı bakımından pozitif etkilere sahiptir.

Türkiye finansal olmayan bilgilerin açıklanması gerektiğinin farkına varmış ve bu meseleyi Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim Tebliği'nde (II-17.1 No: 28871). Bu Tebliğ'e göre, çalışanların sayısı ve sosyal sorumluluk projeleri gibi bilgiler şirketlerin yıllık raporunda açıklanmak zorundadır. Fakat bu bilgilerin, şirketlerin web sitelerinde açıklanmasına yönelik bir düzenleme yapılmamıştır. İnternet teknolojilerinin büyük bir öneme sahip olduğu günümüz finans dünyasında, bu bilgilerin ayrı bir başlık altında açıklanması yatırımcıların çekilmesi bakımından faydalı olabilir.

Dördüncü ve son olarak, ileriye yönelik bilgiler ve yöneticilerin genel değerlendirme ve analizleri, yatırımcıların karar alma mekanizmasında önemli bir yere sahiptir. İleriye yönelik bilgiler, şirketin gelecekte karşılaşılabileceği riskleri kapsamaktadır. Bu tür bilgiler, genelde yöneticilerin genel değerlendirme ve analizleri içerisinde açıklandığı için bu iki çeşit bilgi türü birlikte incelenecektir. Türkiye'de bu tür bilgiler, yönetim kurulunun düzenlediği yıllık faaliyet raporları içerisinde açıklanmaktadır. Bu husus TTK md. 516'da düzenlenmiştir (Kendigelen 2011, 365-366). Anılan hükme göre yönetim kurulu beklenen riskleri veya şirkette negatif etkilere neden olabilecek belirsizlikleri yıllık faaliyet raporlarında açıklamak zorundadır. Ayrıca yine aynı maddeye göre, yönetim kurulu bu raporlarında, şirketin mevcut performansına göre genel değerlendirmeleri yapmak ve firmanın piyasadaki geleceğe yönelik potansiyel başarısını mevcut piyasa koşullarını dikkate alarak analiz etmek zorundadır.

Bu bilgiler ışığı altında, Türkiye'nin anahtar bilgilerin paylaşılması konusunda yapmış olduğu düzenlemelerin yeterli olduğu söylenebilir. Sadece arka plân bilgilerin zorunlu bir şekilde paylaşılması ve finansal olmayan bilgilerin internet sitelerinde ayrı bir başlık altında düzenlenmesi bu beş tür bilginin paylaşılmasındaki genel eksiklikler olarak görülmektedir. Bu bilgilerin açıklanmasına yönelik düzenlemelerin yapılmasıyla birlikte, şeffaflık seviyesinde optimum standartlar sağlanabilecektir.

4.1.4. Türk Hukuk Sisteminde Yetkili Otoriteler ve Denetim Kuruluşları

Şeffaflık düzenlemelerinin etkinliğinin sağlanabilmesi için, kanunların ne derece piyasada uygulanabildiğinin denetimin yetkili organlar veya otoritelerce ayrıca gözetilmesi gerektiğini yukarıda açıklamıştık. Bu bakımdan, optimum seviye bir şeffaflık standartlarına ulaşmada, kuralların yanında, bu kuralların uygulanabilirliğinin denetimini yapan resmi (idari) otoriteler ve ikinci derece kurumlara ihtiyaç vardır.

Türkiye’de, etkili bir şekilde şeffaflık kanunlarının düzenlenmesinde, bu tür kuruluşların önemi anlaşılmış ve bir dereceye kadar hem resmi hem de ikinci derece kurumlar yasal zeminlerde düzenlenebilmiştir. Resmi kurum olarak finansal piyasalarda Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Kanunu ile görevlendirilmiş düzenleyici ve denetleyici kurum olarak görev almaktadır. Ana amacı, iyi organize edilmiş bir iş atmosferi kurarak finansal piyasaların etkili bir şekilde işleyişini sağlamaktır. Temel olarak, yayınladığı tebliğ ve ilânlarla piyasalardaki anahtar politikaları belirler, kanunda eksik bırakılan alanları düzenler ve piyasadaki şirketleri inceler (Memiş ve Turan 2015, 228-229; SPK Web Sitesi 2015). Ayrıca denetlediği şirketlerde herhangi bir şekilde illegal bir faaliyet tespit ederse, SPK’da belirlenen yaptırımları uygulama yetkisine sahiptir. Bu bakımdan, Sermaye Piyasası Kurulu Türkiye’deki finansal piyasalarda etkin bir rol oynamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu gibi resmi kuruluşlara ek olarak, bazı özel kuruluşlar da ikinci derece kuruluşlar olarak finansal piyasalarda görev almaktadırlar. Örneğin Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD), Müstakil Sanayici ve İş Adamları Derneği (MÜSİAD), Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) ve Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu (TKYF) ikinci derece kuruluşlar olarak hazırladıkları raporlarla finansal piyasaları analiz etmekte, genel eksiklikleri değerlendirmekte ve gelecekte yapılması gerekenlerle ilgili olarak tavsiyelerde bulunmaktadırlar. Bu bakımdan, Türkiye’nin hem resmi kurum hem de ikinci derece olarak kabul eden özel kuruluşlarla şeffaflık düzenlemelerini geliştirdiği gözlemlenebilir.

4.1.5. Türkiye’deki Şeffaflık Kanunlarının Piyasadaki Yeniliklere Adapte Edilebilirliği

Şeffaflık kanunlarının piyasadaki yeniliklere ayak uydurması, piyasada optimum seviyede şeffaflık sağlanmasındaki en önemli etkidir. Zira, yenilikler karşısında hiç bir hükmü olmayan şeffaflık kanunlarının varlığı ne finansal piyasalarda ne de yatırımcıların karar alma mekanizmasında herhangi bir etkiye neden olmaz. Şeffaflık kanunlarının etkinliği ile ilgili unutulmaması gereken en önemli husus, herhangi bir sonunun olmaması, yeniliğe daima açık olmasıdır. Borgia’nın dediği gibi ‘*şeffaflık bir varış yeri değil, yolculuğun kendisidir*’ (Borgia 2007, 23).

Yukarıda da anlatıldığı üzere, Türkiye’deki hukuk sistemindeki son yıllarda yapılan değişikliklerle, kanunların yeniliklerle uyum sağladığı söylenebilir. Örneğin hem elli yıldan daha fazla bir süreden sonra 6102 sayılı yeni Ticaret Kanunu’nun hem de 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girmesiyle birlikte, Türk finansal piyasasının uluslararası yatırımcıların radarına girebilmesi için yeni ölçüler getirilmiştir. Özellikle piyasadaki teknolojik gelişmelere ayak uyduran daha modern kurallar getirilmiş, kurumsal yönetim, denetim ve finansal raporlama standartları, uluslararası kriterlere uyularak yeniden gözden geçirilmiştir.

Bu yeniliklerle birlikte Türkiye’de, şeffaflık kurallarının en önemli özelliği olan kuralların yeniliklere adapte olabilmesi kriterinin sağlandığı söylenebilir. Fakat bu değişikliklerin yapılmasında çok geç kalındığının da gözden kaçırılmaması gerekmektedir. Mülga 6772 sayılı Ticaret Kanunu’nun uzun bir süre yürürlükte kalması ve yeni TTK’nın ancak elli yıldan sonra yürürlüğe girmesi, Türkiye’nin finansal piyasalardaki ani değişimlere ayak uydurması konusunda çok ağır kaldığını göstermektedir. Hukuk sisteminde geç kalınmış yenilikler, beklenen etkilerin sağlanmasına neden olmaz. Yalnızca maruz kalınan negatif etkilerin tekrarlanmasını önler. Basiretli kanun koyucular, yenilikleri tam zamanında yaparak, negatif etkilere hiç maruz kalmamayı hedeflemelidirler. Türkiye’nin de bundan böyle, finansal piyasalardaki yenilikleri yakından takip etmesi, değişiklik gerektiren hususları, bürokratik engellere maruz kalmadan hızlı bir şekilde çözmesi beklenen şeffaflık seviyesinin kazandırılması bakımından önem arz etmektedir.

5. SONUÇ

Bu çalışmanın sonuçları optimum seviyede yüksek şeffaflık uygulamalarının şirketlerin başarısında bir çok açıdan anahtar etken olarak kabul edilebileceğini göstermektedir. Bunun ana nedenlerinden bir tanesi, şeffaflığın finansal piyasaların ve kurumsal yönetimin temel problemlerine, hem uygun bir işletim sistemi kurup hem de bütün oyuncuları arasında uyumu sağlayarak rasyonel çözümler önerileri aramasından kaynaklanmaktadır.

Birinci bölümde açıklandığı üzere optimum seviye bir şeffaflık, piyasalardaki ‘x-ray’ etkisiyle güven ortamını sağlayarak şirketlerin ve finansal piyasalardaki oyuncuların karanlık yönünü engellemeye yönelik bir rol üstlenmektedir. Bu açıdan şeffaflığın temel avantajları; yöneticilerin hesap verilebilirliğinin ve sorumluluklarının artırılması, iyi bir izleme sistemi, uzun dönemli yatırımcıların sayısının artırılması, piyasada daha fazla işlem hacmi, nakit darlığının engellenmesi ve daha fazla nakdin piyasaya girmesi, hisse senetlerinin iyi şekilde analiz edilmesi ve doğru yatırım tercihlerinin yapılması ve böylelikle krizlerin önlenmesi ve market bütünlüğünün korunması olarak sıralanabilir.

Kurumsal yönetim perspektifinden değerlendirildiğinde ise, optimum seviyede şeffaflık, şirketlerin yönetilmesinde her bir ayrıntıyı gün yüzüne çıkararak, yöneticilerin olayları büyük resimde değerlendirmelerine yardımcı olur. Buna ilaveten, şirket içerisinde otomatik bir izleme mekanizması kurar, şirketteki hesap verilebilirlik seviyesini artırır, şirket içi iletişim kalitesini güçlendirir ve böylece etkili bir kurumsal yönetim anlayışının şirkette kazanılmasına katkıda bulunur.

Fakat bu çalışma, şeffaflığın bu avantajları yanında piyasada bazı yan etkileri olduğunu da göstermiştir. Yukarıdaki bilgiler ışığında, şeffaflığın üç temel probleme neden olduğu anlaşılmaktadır; ‘*şeffaflığın maliyeti, güvenilirlik problemi ve karmaşıklığı ve yetersizliği*’. Bunlara ek olarak, optimum seviye şeffaflık kanunları hazırlamanın ne kadar kapsamlı ve külfetli olduğu, yine bu çalışmada ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır.

Burada sorulması gereken asıl soru, bu kadar dezavantaja ve bu kadar külfete rağmen, şeffaflık seviyesinin artırılması piyasaların etkili bir şekilde işleyebilmesi için gerekli midir? Bu soruyu, daha doğrusu şeffaflığın önemini anlayabilmek için, olmadığı piyasalardaki negatif

etkilerini iyi analiz etmek gerekir. Örneğin 2001 yılında Türkiye'nin şeffaflık seviyesinin ortalamanın çok altında olması bazı şirketlerin karanlık yönünü tetikleyerek (İmar Bankası krizi) Türkiye ekonomisinde 20 milyar dolardan fazla bir ekonomik buhrana neden olmuştur. Aynı şekilde, İtalya'daki Parmalat Skandalı'nın maliyeti 14 milyar Euro olarak piyasalara yansımıştır. Bu bakımdan, şeffaflığın maliyetinin, olmaması durumunda piyasada oluşturacağı maliyetlerle kıyaslandığında çok daha rasyonel olacağı gözden kaçırılmamalıdır. Diğer taraftan, şeffaflığın maliyeti her zaman getirisinden düşük olacaktır. Bu yüzden şeffaflık fayda maliyet analizi bakımından değerlendirildiğinde kârlı bir işlem olarak tezahür etmektedir.

Bu çalışmada ayrıca şeffaflık teorisinin pratikte uygulanabilirliğinin tam olarak anlaşılabilmesi için, Türk hukuk sisteminde şeffaflık mevzuatı incelenmiştir. Bu inceleme yapılmadan önce, etkili bir şeffaflık mevzuatına sahip olabilmek için temel kriterler belirlenmiş ve Türkiye'nin şeffaflık kuralları bakımından ne kadar başarılı olduğu bu temel kriterler çerçevesinde yorumlanmıştır.

Çalışmanın bulgularına göre, optimum seviyede bir şeffaflık hukukuna sahip olabilmek için olması gereken temel prensipleri beş başlık altında toplanmıştır: *‘Şeffaflığın ikili hukuksal yapısı, şeffaflık kamunlarında olması gereken usuller, açıklanması gereken anahtar bilgiler, yetkili otoriteler/denetim kuruluşları ve kamunların piyasadaki yeniliklere adapte olabirliği’*. Türkiye'deki şeffaflık kuralları bu temel prensipler çerçevesinde incelendiğinde bu kriterlerinin çoğunun yasal zeminlerde sağlandığı gözlemlenebilmektedir. Fakat hâlâ üzerinde durulması ve düzeltilmesi gereken bazı eksiklikler vardır.

Örneğin yatırımcıların karar alma mekanizmasında önemli bir etkiye sahip olan arka plan bilgilerin ve finansal olmayan istatistiki bilgilerin zorunlu bir şekilde ve ayrı bir başlık altında şirketlerin internet sitelerinde paylaşılması gerektiğine dair bir hukuki düzenleme hâlâ mevcut değildir. Kuralların ihlal edilmesi durumunda, gerekli cezai yaptırımların şiddeti, Avrupa Birliği düzenlemeleriyle kıyaslandığında gerekli caydırıcılık seviyesinin çok altındadır. Çeyrek dönemlik raporların hazırlanması ve yayımlanmasının küçük ölçekli işletmeler bakımından çok maliyetli olduğu doktrinde tartışmalıdır. Bu bakımdan bu tür raporların isteğe bağlı yayınlanmasına dair düzenlemeler yapılması, finansal piyasalarda olumlu sonuçlar elde edilmesine katkıda bulunacaktır. Şeffaflık kurallarının dağımık bir

mevzuatta düzenlenmesi, anlaşılabilmesi ve uygulanabilirliği açısından birtakım problemlere neden olabilmektedir. Bu açıdan, AB *Transparency Directive* gibi temel kuralların tek bir mevzuatta toplandığı minimum kriterleri içeren düzenlemeler çok daha faydalı sonuçlar alınmasına yardımcı olacaktır. Ayrıca Türkiye’de finansal veriler Türkçeye ek olarak yalnızca İngilizce olarak yayınlanmaktadır. Piyasalarda hem daha fazla yatırımcıya ulaşabilmek hem de şeffaflık seviyesinin artırılması adına, finansal veriler Türkiye’nin yakın ticari ilişki içinde bulunduğu diğer ülkelerin ana diline de çevrilip yayınlanabilir. Son olarak da, finansal piyasalardaki hızlı değişimlere gereken zamanda müdahalede bulunabilmek için bürokratik bariyerlerin azaltılması beklenmedik olaylara karşı (ekonomik kriz veya finansal skandallar gibi) hazırlıklı yakalanmaya ve negatif etkilerini azaltmaya imkan verecektir. Yukarıda sayılan bu eksikliklerin giderilmesiyle birlikte, şeffaflığın beklenen etkilerini tam olarak Türk piyasalarında da görmek kaçınılmaz olacaktır.

Sonuç itibariyle, şeffaflık finansal piyasaların bu hızla değişen yapısında başarıya giden bir anahtardır. Görünmez bir muhafız gibi piyasaları tehlikelerden korur ve güvenli bir atmosfer oluşturarak piyasayı hem ulusal hem de uluslararası yatırımcılar bakımından cazip bir hale getirir. Şeffaflık teorisiyle ilgili unutulmaması gereken temel prensip, şeffaflık düzenlemelerinin süregelen bir amaç oluşudur. Değişen finansal piyasaların yapısına ayak uydurmalıdır, aksi takdirde kanunlarda yazılı varlığı hiç bir şekilde hüküm ifade etmeyecektir. Ayrıca şeffaflık hiç bir zaman dünyanın bütün hastalıkları için en son çare olarak görülmemeli, fakat başarıya giden yolda ilk adım olarak kabul edilmelidir (Henriques 2007, 3).

KAYNAKÇA

- Allaberdiev B., Buccolieri L., Pellegrini A., Rezgui N., ve Romano I. 2012. ‘Cassandra Effect: A Retrospective Analysis of 1960s and 1970 Forecasts’, Eni Corporate University, <http://www.iaasm.net/%5CUserFiles%5Cattach%5C20127583724-Cassandra%20Effect.pdf>.
- Altuğ S. ve Filiztekin A. 2006. *The Turkish Economy the Real Economy, Corporate Governance and Reform*, London-Routledge Studies in Middle Eastern Economies.

- Armour J and McCahery J. 2006. *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart Publishing.
- Bahtiyar M. 2015. *Ortaklıklar Hukuku*, 9.Bası, Beta Yayınevi, İstanbul.
- Bilgili F., Demirkapı E. 2015. *Şirketler Hukuku Dersleri*, 4.Baskı, Dora Yayınevi, Bursa.
- Black Bernard S. 2001. 'The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets', 48 the UCLA Law Review 781.
- Borgia F. 2007. 'Corporate Governance & Transparency: The Role of Disclosure in Preventing New Financial Scandals and Crimes', *Editoriale Scientifica*.
- Botosan C. 1997. 'Disclosure Level and the Cost of Equity Capital', 72 *Accounting Review* 3: 323-349,
- Bradley Caroline M. 2011. 'Transparency is the New Opacity: Constructing Financial Regulation After the Crisis', *American University Business Law Review* 1,
- Brandeis L.D. 1914. 'Harper's Weekly Article, Chapter V: What Publicity Can Do', McClure Publications, 92-108, <http://www.law.louisville.edu/library/collections/brandeis/node/196> (Erişim Tarihi: 28.07.2015).
- Canbaloğlu N. Ayşe. 2011. 'Finans Sektöründe Kamunun Aydınlatılması ve Türkiye'deki Uygulaması, Transparency in Financial Markets and It's implementation in Turkey, Published Dissertation in Ankara University, available at <http://acikarsiv.ankara.edu.tr/browse/5958/>.
- Clausen N. 2011. 'Regulating Listed Companies: Between Company Law and Financial Market in Danish Law', 22 *European Business Law Review* 2:171-188.
- Directive 2004/109/EC of European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the Harmonization of Transparency Requirements in Relation to Information About Issuers Whose Securities are Admitted to Trading on a Regulated Market and Amending Directive 2001/34/EC.
- Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013 Amending the Transparency Directive

(2004/109/EC).

Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on Criminal Sanctions for Market Abuse Directive.

Eminoğlu C. 2014. Türk Ticaret Kanununda Kurumsal Yönetim, On iki Levha Yayıncılık.

Ferran E. 2003. 'The Role of the Shareholder in Internal Corporate Governance: Enabling Shareholders to Make Better-Informed Decisions', 4 European Business Organization Law Review 491.

Gilotta S. 2012. 'Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis', 13 European Business Organization Law Review 45,

Goh W. B., Ng J. and Yong O. K. 2008. 'The Effect of Corporate Governance on Liquidity: Voluntary Disclosure, Analyst Coverage, and Adverse Selection as Mediating Mechanisms', Institutional Knowledge at Singapore Management University, http://ink.library.smu.edu.sg/soa_research/20.

Gompers A. P., Ishii L. J. and Metrick A. 2003. 'Corporate Governance and Equity Prices', 118 Quarterly Journal of Economics 107.

Gonencer E. 2008. 'Development of Corporate Governance in the European Union and Turkey as a Candidate Country', Centre International De Formation Européenne, <http://www.iehei.org/bibliotheque/memoires2008/GONENCER.pdf>.

Gursoy G. and Aydogan K. 2002. 'Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Listed Companies', 38 Emerging Markets Finance & Trade 6: 6-25.

Henriques A. 2007. 'Corporate Truth: The Limits to Transparency', Earthscan, London.

Hermalin BE, Weisbach MS. 2012. 'Information Disclosure and Corporate Governance', 67 The Journal of Finance : 195-233.

Institute of Directors, 2004. 'The Handbook of International Corporate Governance: A Definitive Guide', Kogan Page, London-IOD.

Karahan S. 2013. 'Şirketler Hukuku', Mimoza Yayınevi,

- Güncellenmiş 2.Baskı, Konya,
Kayar I. 2013. ‘6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Ticaret Hukuku’, Seçkin Yayınevi, Güncellenmiş 2.Baskı, Ankara.
- Kendigelen A. 2011. ‘Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler’, XII Levha Yayıncılık, İstanbul.
- Kırca I., Şehirli Çelik F.H. ve Manavgat C. 2013. ‘Anonim Şirketler Hukuku’, C.1 Temel Kavram ve İlkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu, Ankara.
- La Porta R., Silanes D. L. ve Shleifer A. 2003. ‘What Works in Securities Laws?’ 61 Journal of Finance 1.
- La Porta R., Silanes D. L., Shleifer A. ve Vishny W. R. 2000. ‘Investor Protection and Corporate Governance’, 58 Journal of Financial Economics 3.
- McGuire J., Sundgren A. and Schneeweis T. 1998. ‘Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance’, 31 Academy of Management Journal 4: 854-872.
- McWilliams A. and Siegel D. 2000. ‘Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification’, 21 Strategic Management Journal 601.
- Megginson WL, Nash RC ve Van Randenborgh M. 1994. ‘The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis’, 49 Journal of Finance 2: 403-52.
- Memiş T. ve Turan G. 2015. ‘Sermaye Piyasası Hukuku’, Seçkin Yayınevi, Birinci Baskı, Ankara.
- Narbay Ş. 2010. ‘Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Ortaklıkta Özel Denetim’, XII Levha Yayıncılık, İstanbul.
- OECD 1999. ‘OECD Principles of Corporate Governance’, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- OECD 2009. ‘Practical Guide to Corporate Governance Experiences from the Latin American Companies Circle’, The USA: International Finance Corporation.
- Oliver R. W. 2004. ‘What is Transparency?’, McGraw-Hill, New York.
- Paslı A. 2004. ‘Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi’, Çağ Hukuk

Vakfi.

Poroy R., Tekinalp U. ve Çamoğlu E. 2014. 'Ortaklıklar Hukuku I', Vedat Kitapçılık, Yeniden Yazılmış 13.Bası, İstanbul.

Pulaşlı H. 2015. 'Şirketler Hukuku Genel Esaslar', Adalet Yayınevi, Güncellenmiş ve Genişletilmiş 3.Baskı, Ankara.

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliği Seri: 4 No: 56.

Sermaye Piyasası Kurulu Özel Durumlar Tebliği Seri: II No: 15.

Sermaye Piyasası Kurulu Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak Kamuyu Aydınlatma Platformuna Gönderilmesine İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VIII, No: 61.

Sermaye Piyasası Kurulu Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14.1.

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1.

Sermaye Piyasası Kurulu, 'Misyonomuz', <http://www.cmb.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=0&pid=0&submenuheader=-1> (Erişim Tarihi: 15.08.2015).

Siems M. 2006. 'Legal Adaptability in Elbonia', 2 International Journal of Law in Context 4: 393-408.

Siems M. 2008. 'Convergence in Shareholder Law', Cambridge: Cambridge University Press.

Sonmez M. 2014. 'The Role of Better Transparency Law in Corporate Governance and Financial Markets, and Its Practicability in Legal Systems: A Comparative Study Between the EU and Turkey', Doctoral Thesis, Durham University.

Tapscott D. ve Ticoll D. 2013. 'The Naked Corporation: How the Age of Transparency Will Revolutionize Business', Free Press, New York.

Topcuoğlu M. 2012. 'Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Bağımsız Denetçi ve Sorumluluğu', Seçkin Yayınevi, Değiştirilmiş ve Genişletilmiş 2. Baskı, Ankara.

Turilli M. and Floridi L. 2009. 'The Ethics of Information Transparency', 11 Ethics and Information Technology 105.

Üçışık G. ve Çelik A. 2013. 'Anonim Ortaklıklar Hukuku', Adalet Yayınevi, 1.Cilt, Ankara,

- Ülgen H., Helvacı M., Kendigelen A., Kaya A. ve Nomer Ertan N.F. 2015. ‘Ticari İşletme Hukuku’, XII Levha Yayıncılık, Güncellenmiş 4.Bası, İstanbul.
- Ünal A.C. 2015. ‘Kurumsal Yönetimin Teorisi, İlkeleri ve Uygulamaya Yansıması, Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi’, 1(1): 403-441.
- Ünal A.C. 2014. ‘Türk ve Yabancı Hukuk Sistemlerinde CEO’nun Hukuki Konumu’, Adalet Yayınevi, Ankara.
- Uygun E. 2001. ‘Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri’, İstanbul-Turkish Economy Institutions.
- Vishwanath T. and Kaufmann D. 2001. ‘Toward Transparency: New Approaches and Their Application to Financial Markets’, Oxford University Press, 16 World Bank Research Observer 41.
- Waddock S. and Graves S. 1997. ‘The Corporate Social Performance – Financial Performance Link’, 18 Strategic Management Journal 4: 303–319.
- Winter J. 2004. ‘EU Company Law on the Move’, 31 Legal Issues of Economic Integration, Kluwer Law International 2: 97-114.
- Witherell B. 2003. 'The Roles of Market Discipline and Transparency in Corporate Governance Policy', 16 the Banque de France International Monetary Seminar.
- Yüksel C. 2008. 'Recent Developments of Corporate Governance in the Global Economy and the New Turkish Commercial Draft Law Reforms', <http://www.jiclt.com/index.php/jiclt/article/view/47/46> (Erişim Tarihi: 10.08.2015).
- 28663 Sayılı Sermaye Şirketlerinin Açacakları İnternet Sitelerine Dair Yönetmelik.
- 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu.
- 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.