Küresel Finans Krizi Sonrasında Sermaye Piyasalarında Şeffaflığın Arttırılması: Türkiye Örneği

Increasing Transparency in Capital Markets after the Global Financial Crisis: The Case of Turkey

Ph. D. Candidate Cüneyd Ebrar Levent (İstanbul Aydın University, Turkey)

Abstract

The need for financial transparency is way beyond reducing fluctuations on financial markets, the protection of small investors or fighting against money laundering. Asian crisis in 1997, Dot-com bubble in 2000, company crises such as Enron and the global financial crisis in 2008 have shown that a crisis caused by the lack of transparency in companies might not only affect the company and its stakeholders in a negative way but also the country and the region the company is in. After the financial crisis of 2008 many countries made various arrangements in capital accounts about increasing transparency and accountability which was seen as one of the reason of the crisis in addition the short and long term precautions. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act which came into force in the United States in July 2010 is one of the most significant arrangements. In this study, practices of increasing transparency in capital markets after global financial crisis have been discussed. In this context, in light of the new regulations and the Corporate Governance Principles, transparency and disclosure practices in Turkey have been examined. The results of these practices have been analyzed in the short term and its possible effects on capital markets, companies and shareholders have been discussed in the long term. Increasing transparency has been expected to help financial markets process more effectively and to provide benefits to all stakeholders.

1 Giriş

Küreselleşme ve sermaye piyasalarının iç içe geçmiş yapısı, bir şirkette, bir sektörde veya bir ülkede yaşanan bir gelişmenin, hızla diğer şirketlere ve ülkelere yansıyabilmesine neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin birinde borsa endeksinin hızla düşmesi, aynı kategoride değerlendirilen başka bir ülkenin endeksinde de düşüşe yol açmaktadır. Üstelik bu iki ülke arasında coğrafi bir sınır olmasına, ciddi bir finansal ilişkisinin olmasına da gerek yoktur. Bu yüzden, sermaye piyasalarının bu yapısı, doğru, güvenilir ve doğru zamanlı bilgiye olan ihtiyacı daha da arttırmaktır.

Yatırımcılar normal olarak neye yatırım yaptıklarını, ne düzeyde bir risk aldıklarını bilmek isterler. Kurumsal yönetim anlayışına sahip olmayan veya yasal düzenlemelerin yeterli olmadığı bir ortamda faaliyet gösteren şirketler ise gerçek durumu yatırımcılardan gizleme eğilimindedir. Taraflardan birinin, diğer tarafa göre daha az bilgiye sahip olması asimetrik bilgi durumunu ifade eder (Akerlof, 1970). Bu, taraflar arasında eşitsizliğe neden olarak piyasalarının etkinliğini azaltır. Asimetrik bilgi yaklaşımına göre finansal kriz, finansal piyasaların fonksiyonun tam olarak yerine getiremediği bir durumdur (Miskhin, 1999). 2008 küresel finans krizinde dünya asimetrik bilginin neden olduğu problemlerle karşı karşıya gelmiş, birçok banka ya iflas etmiş ya da devletleştirilmiş, batmayacak kadar büyük denilen şirketler batmış, devletler sorgulanır hale gelmiştir.

Sermaye piyasalarında mevcut şeffaflık düzeyinin arttırılması için kamuyu bilgilendirme sistemlerin kurulması ve bunların sürekli geliştirilmesine ihtiyaç vardır. Açıklanan bilgilerin kaliteli standartlara uygun olarak hazırlanması, bu bilgilerin doğruluğuna bağımsız, uzman denetçiler tarafından güvence verilmesi gerekmektedir. Sadece şirketin değil, o şirketin denetimini yapan kurumun da şeffaf ve hesap verebilir yani denetlenebilir olması şarttır. Gerçek durumun yatırımcılardan gizlendiği veya durumun olduğundan farklı gösterilmesi için hileye başvurulduğu ve bunun şirketi denetleyen kurumların bilgisi dahilinde yapıldığı durumlarda 2001'de Enron, 2003'de Parmalat, 2008'de Lehman gibi şirket krizleri ile karşı karşıya gelinmektedir.

Şeffaf bir piyasa ortamı için belki en önemli görev hükümetlere düşmektedir. Hükümetlerin, piyasaların etkin biçimde çalışmasına izin verecek şekilde gerekli esnekliği sağlayan bir düzenleyici çerçeveyi oluşturma sorumluluğu vardır (OECD, 2004). Düzenleyici çerçeve ile kamuya sunulan bilginin standartlarını, bilgilendirmenin nasıl, ne zaman, hangi sıklıkla, hangi araçlarla yapılacağına ilişkin kuralları belirlenmiş, hem hissedarların hem de paydaşların beklentileri karşılanmış olur.

Bu çalışmada küresel finans krizi sonrasında sermaye piyasalarında şeffaflığın arttırılması konusu incelenmiştir. Çalışmanın giriş bölümünü takip eden ikinci bölümünde kurumsal yönetim perspektifinde şeffaflık kavramının çerçevesi çizilmiş, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilişkisi üzerinde durulmuş, kamuya açıklanacak bilginin taşıması gereken özellikler tartışılmıştır. Üçüncü bölümde sermaye piyasalarında şeffaflık konusu ele alınmış, sermaye piyasalarında çeşitli sınırlayıcı faktörler altında şeffaflığın arttırılması mümkün müdür sorusuna cevap aranmıştır. Bu çerçevede küresel finans krizi sonrasında sermaye piyasalarında şeffaflık eksikliği ve bunun sonuçlarına yer verilmiştir. ABD'de finansal krizin tekrarlanmaması için çıkarılan Dodd-Frank

Yasası'na değinilmiş, yasanın öne çıkan noktaları ortaya konulmuştur. Dördüncü bölümde ise Türkiye'de küresel finans krizi sonrası sermaye piyasalarında şeffaflığı arttırmaya yönelik uygulamalar ve yasal düzenlemeler ayrıntılı olarak incelenmiştir. Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu sadece yasa maddeleriyle değil gerekçeleri ile de ele alınmış, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık doğrultusunda getirilen düzenlemeler ortaya konulmuştur. Son olarak Türkiye'de hissedarların şirketlerin genel kurullara internet aracılığı ile katılabilmelerini sağlayan Elektronik Genel Kurul Sistemi (E-GKS) incelenmiş, şirketlere ve hissedarlara faydaları üzerinde durularak, bu sistemin kısa vadedeki sonuçları ortaya konulmuştur.

2 Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim

Şeffaflık, adillik, hesap verebilirlik ve sorumluluk ile birlikte kurumsal yönetimin dört temel ilkesinden biri olarak kabul edilir (OECD, 1999; West, 2009). Şeffaflık kavramı, farklı disiplinlerde farklı şekillerde tanımlanmasına karşın bu tanımların çoğunda "bilgi verme" ve "bilgiye erişim" ön plana çıkmaktadır. Bilgi verenlere odaklanan bir tanıma göre şeffaflık, kurumlar tarafından kendilerini değerlendirmeye imkan veren bilgilerin açıklanmasıdır (Florini, 1999). Bilgiyi alacak kişiler açısından bakıldığında ise şeffaflık, doğru, güvenilir ve zamanında bilgiye erişebilmektir.

Şeffaflık kavramını kurumsal yönetim ve finans açısından inceleyen Vishwanath ve Kaufmann (1999), şeffaflığı, "*ekonomik, sosyal ve politik bilgilerin zamanında ve güvenilir olarak akışının artırılması*" olarak tanımlamıştır. OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) tarafından ulusal hükümetler, ilgili uluslararası kuruluşlar ve özel sektör ile birlikte 1999'da hazırlanan, 2004 yılında revize edilen Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde ise şeffaflık, kamuya açıklama (disclosure) kavramı ile beraber ele alınmıştır. Dünya genelinde karar alıcılar, yatırımcılar ve diğer paydaşlar tarafından uluslararası bir referans kaynağı haline gelen bu ilkelere göre şeffaflık, kurumsal yönetim çerçevesinin içinde yer almaktadır, bu çerçeve şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dahil olmak üzere şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır (OECD, 2004).

Bütün bu tanımlardan ve açıklamalardan şeffaflığı, bilgi üretenler açısından bilgiyi duyurma, bilgiye ihtiyacı olanlar açısından ise bilgiye ulaşma olarak yorumlamak da mümkündür. Şeffaflığın temelinde bilgi olduğuna göre bu bilginin bazı özellikleri taşıması gerekmektedir.

İlk olarak açıklanacak bilgi doğru ve güvenilir olmalıdır. Hatalı bir bilgi, karar vericilerin yanlış kararlar almasına neden olabilecektir. Bilginin güvenilir olması için, bilgiler mevcut veya oluşturulacak temel standartlara uygun olarak hazırlanmalı, doğruluğu iç ve dış denetçiler tarafından denetlenmelidir. Standartlara uygun olarak hazırlanan bilgiler, bilgi kullanıcılarına karşılaştırma imkanı vermektedir.

Kamuya açıklanacak bilgi, tam ve eksiksiz olmalıdır. Sunulan bilgi, doğru ve güvenilir olmasına karşın eksikler içeriyorsa burada şeffaflıktan bahsetmek mümkün değildir. Bir şirketi faaliyet raporunda öngörülebilir risklerden bazılarına yer verilmiyorsa burada eksik bilgi var demektir.

Sunulacak bilginin bir diğer özelliği de anlaşılabilirlikdir. Bilgi kullanıcılarının, bilgiyi doğru karar vermede kullanabilmeleri için, bilginin karmaşık ve anlaşılması zor yöntemler yerine basit ve anlaşılır yöntemlerle, user friendly bir formatta sunulmuş olması gerekmektedir. Bilgi açık ve net olmalı, bilginin ne anlam ifade ettiğinin kavranabilmesine olanak sağlamalı, bilgi gereksiz detaylardan arındırılmış olmalıdır. Anlaşılabilir uygun sembol, açıklama ve dipnotlarla desteklenen bir bilgi, kullanıcıların bilgiyi doğru şekilde yorumlamalarına yardımcı olur.

Kamuya açıklanacak bilgi zamanında sunulmalıdır. Bir bilgi ne kadar doğru ve güvenilir olursa olsun, eğer zamanında sunulmamışsa, bilgi kullanıcıları açısından çoğu zaman bir anlam ifade etmeyecektir. Bilgi, bilgi kullanıcıların alacakları ekonomik kararları etkileme gücünü kaybetmeden önce, karar alma sürecine dahil edilmelidir. Bilgiyi zamanında açıklama şeffaflığın bir ölçüsü olarak kabul edilmektedir. Sermaye piyasalarının mevcut olduğu bütün ülkelerde halka açık şirketlerde zamanında ve sürekli açıklama yapma gönüllülüğün ötesinde zorunluluktur.

3 Sermaye Piyasalarında Şeffaflık

Sermaye piyasaları güven ve şeffaflık temeline dayanmaktadır. Güvenin olmadığı bir ortamda sermaye piyasaları gelişemez. Bu yüzden dünyadaki düzenleme ve yürütme erkleri sermaye piyasalarında güveni sağlamaya ve pekiştirmeye yönelik olarak tedbirler almaktadır. Güveni sağlamanın en önemli yollarından birisi yatırımcıların doğru ve zamanında bilgi edinebilmesini sağlamaktır. Yatırımcılar şeffaf bir sermaye piyasası isterler, yatırım yaptıkları finansal araçların taşıdıkları risklerini bilmek, bu bilginin de herkese aynı zamanda ve eşit bir şekilde dağılmasını talep ederler. Şeffaf bir sermaye piyasası için yatırımcılar arasında bilgi asimetrisi oluşturulmaması gerekir.

Sermaye piyasalarında şeffaflığın arttırılması bir yandan paydaşların çıkarlarına hizmet etmekte, diğer yandan piyasaların etkin işlemesine yardımcı olmaktadır. Şeffaf bir şirketin verimliliğinin artması, rasyonel karar vermesi ve hesap verebilirliğinin artması beklenmektedir. Burada iki soru karşımıza çıkmaktadır: Birincisi çeşitli

sınırlamalara karşın şeffaflığın gerçekten arttırılması mümkün müdür? İkincisi ise şeffaflığın artması hem piyasaların hem de şirketlerin yararına olacak mıdır?

İlk soruya şöyle cevap verilebilir: Evet, şeffaflık soyut değil ölçülebilir bir kavramdır ve şeffaflık düzeyinin arttırılması mümkündür. Ancak şirket ölçeğinde istenen düzeyde bilginin sağlanmasında bir isteksizlik mevcuttur. Bunun birinci nedeni, bilginin toplanması, duyurulması şirketlere ek maliyetler getirmektedir. Paydaşlar doğal olarak bilgiye düşük maliyetle ulaşmak istemektedir. Bilgiyi sağlayanlar ise kamuyu bilgilendirmeden sağlayacakları marjinal yararla bunun marjinal maliyeti arasında bir denge kurmaya çalışacaklardır ki, bu da tamamen şeffaf olmak yerine daha az şeffaf olunmasının tercih edilmesine yol açabilmektedir. Şirketlerin bilgiyi açıklamaktan kaçınmalarına sebep olan bir başka neden de stratejik faktörlerdir. Bir sektörde rekabet yoğunsa, şirketler birbirlerine bağlantılı ise, bu durumda yöneticiler daha fazla bilginin açıklanması ile şirketin stratejik rekabet avantajının kaybolmasına neden olabileceğini düşünebilirler.

Şeffaflık ile ilgili ikinci önemli konu şeffaflığın arttırılmasının yararlı olup olmadığıdır. Literatürde şeffaflığın arttırılmasının yararları ile ilgili çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Paydaşlara güvenilir, zamanında ve doğru bilgi sunulmasının şirketlere çeşitli yararlar sağladığı, şeffaf ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin finansal performanslarının da iyi olduğu yönünde çok sayıda çalışma ile ortaya konulmuştur. Buna göre finansal piyasalarla ilgili bilginin kamuya açıklanması sermayenin daha verimli yatırımlara yönelmesine ve böylece hem verimliliğin hem de üretimin artmasını sağlamaktadır. Florini'ye göre şeffaflığın arttırılması ekonomik entegrasyonun gelecekteki başarısı için en temel anahtar olarak görülmektedir (Florini, 1999).

Buna karşın finansal krizlerinin tek nedenini şeffaflık eksikliği olarak değerlendirmek de yanlıştır. Şeffaf piyasalar olarak bilinen birçok gelişmiş ülke, Küresel Finans Krizi'nden ciddi şekilde etkilenmiş, şeffaflık bu ülkeleri krizden korumaya yetmemiştir. Bu yüzden, bazı durumlarda şeffaflığın zararları bile olabileceğini, örneğin zamanla kendini düzeltme imkanı bulabilecek bazı zayıf finansal kuruluşların kapatılmasına yol açabileceği öne sürülmektedir (Furman ve Stiglitz, 1998).

Sermaye piyasalarında şeffaflığa davranışsal finans açısından bakıldığında ise, karşımıza bambaşka bir fotoğraf çıkmaktadır. Şeffaflığa yatırımcı tepkileri farklı olmaktadır. Yatırımcılar, kötü haberlere iyi haberlerden daha şiddetli tepki verdiği tepki görülmektedir. Kriz durumlarında ise birçok yatırımcının aşırı hassasiyeti, şirketlerden gelen haberleri yanlış değerlendirmeye itebilmektedir. Örneğin bir şirketten gelen olumsuz haber, aynı sektörde yer alan ancak olumsuzluk yaşamayan diğer şirketleri de negatif yönde etkileyebilmektedir. Bu durum şeffaflığı etkilemekte, kötü haberlerin yaygın olduğu kriz dönemlerinde şirketlerin genellikle daha az şeffaf hale geldikleri, daha az açıklama yapmayı tercih ettikleri görülmektedir (Andrews, 2012).

3.1 Küresel Kriz Sonrası Sermaye Piyasalarında Şeffaflığın Arttırılması

Şeffaf olmayan finansal işlemler ve ürünler, mali kurumlarda risk yönetiminin göz ardı edilmesi gibi sebepler Küresel Ekonomik Krizin oluşmasında ana nedenleri oluşturmaktadır. 2007 yılında ABD'deki konut fiyatlarında gerileme ve konut kredilerinin geri ödemelerindeki sorunlarla başlayan süreç, konuta dayalı menkul kıymetlerin fiyatına hızla yansımıştır. Riski dağıtılmasında bir araç olarak kullanılan menkul kıymetleştirme (securitization), temel işlevini yerine getirememiş ve riskin yayılmasına neden olmuştur. Sonuç olarak, finans kuruluşlarının ardı ardına açıkladıkları iflas kararları ve sektördeki kamulaştırmalar neticesinde kriz, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaları da içine alarak küresel bir boyuta ulaşmıştır.

Sermaye piyasaları da bu krizden çok ciddi şekilde etkilenmiş, tüm dünyada özellikle hisse senedi piyasaları endeksleri ciddi şekilde gerilemiştir. Kriz sonrası, kısa vadede yüksek getiriyi teşvik eden finansal inovasyon, bilanço dışı bırakılan riskleri tahlil edemeyen muhasebe standartları, yüksek riskli ürünlere yüksek kredi veren kredi derecelendirme kuruluşları, finansal piyasalarda oluşan riski önemsemeyen düzenleyici ve denetleyici otoriteler, kısacası tüm finansal sistemin işlerliliği sorgulanmaya başlanmıştır. Krizden çıkarılan dersler doğrultusunda başlatılan reform çalışmaları halen sürmektedir.

3.2 Dodd-Frank Yasası

ABD'de finansal krizin sebep olduğu yapısal ve diğer sorunları gidermek için çıkarılan Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketiciyi Koruma Yasası, ABD Kongresinde kabul edilerek Temmuz 2010'da Başkan Obama tarafından imzalanmıştır. Bu yasanın amacı giriş bölümünde "*finansal sistemde hesap verilebilirlik ve şeffaflığın geliştirilerek Amerika Birleşik Devletlerinde finansal sağlamlığının artırılması, "batmayacak kadar büyük" anlayışına son verilmesi, ekonomik durumu kötüye giden finansal şirketlerin kurtarılmasına son verilerek vergi ödeyen vatandaşların korunması ve tüketicilerin kötüye kullanılan finansal hizmetlerden korunması*" olarak belirtilmiştir (SEC, 2015).

Dodd-Frank yasası, var olan düzenleme yapısında şeffaflığı teşvik edici hükümler içermektedir. Yasa, finansal alanda yeni gözetim otoriteleri oluşturmuş, ülkedeki finansal kuruluşların denetimine ve finansal sistemin işleyişine yönelik önemli değişiklikler getirmiştir. Bazı düzenleyici kurumlar birleştirilmiş veya kaldırılmış, sistemin bütününü etkileyen riske sahip kurumların gözetimini arttıracak yeni düzenleyici kurumlar oluşturulmuştur.

Yasa 16 başlıktan oluşmaktadır. Bu başlıkların çoğunda kurumsal yönetime ve şeffaflığa atıflar bulunmaktadır. Dodd-Frank yasasının şeffaflığı arttırmaya yönelik öne çıkan noktaları özetle şu şekildedir:

- Şeffaflık ve karmaşık türev enstrümanlarının hesap verebilirliği
- Otorite ve bağımsızlıkla tüketicinin korunması
- İleri seviye uyarı sistemi
- Yönetici ücretleri
- Kurumsal yönetim
- Yatırımcıların korunması
- Hesap ve kayıtlardaki düzenlemelerin güçlendirilmesi
- Finansal okuryazarlığın güçlendirilmesi

4 Türkiye'de Kriz Sonrası Sermaye Piyasalarında Şeffaflığın Arttırılması

Türkiye, 2002-2007 yılları arasında oldukça yüksek bir büyüme performansı sergilemesine karşın, 2008 yılında dünyada baş gösteren küresel krizden olumsuz etkilenmiş, Türkiye'deki birçok ekonomik gösterge bozulmuştur. Küresel krizin etkilerinin Türkiye'ye yansıması farklı fakat birbiriyle ilişkili ekonomik olaylarla gerçekleşmiştir. 2008 yılında ülke ekonomisi büyüyememiş, enflasyon oranı iki haneli rakamlara ulaşmıştır. Türkiye'de krizin daha şiddetli hissedildiği 2009 senesinde ise GDP 4.8 % küçülmüştür. Krizin etkisiyle bütçe açığı hızlı bir şekilde artmış, işsizlik %14'e yükselmiştir.

Küresel kriz Türk sermaye piyasalarını da olumsuz etkilemiş, 2 Ocak 2008'de 54,708 olan Borsa Istanbul 100 endeksi (BIST 100), 20 Kasım 2008'de 21,228 seviyesine inmiştir. Bu iki dönem arasında değer kaybı % 61.12 olarak gerçekleşmiştir. Krizin yıkıcı etkisinin azalmaya başladığı 2009 yılı ilk çeyreğinin sonunda yükselişe geçen BIST 100 endeksi 2010 yılı başında kriz öncesi seviyesini yakalamayı başarmıştır (6 Ocak 2010'da BIST 100 endeks değeri 54,547).

Türkiye'de krizin, özellikle hisse senedi piyasalarında neden olduğu kısa süreli ama yıkıcı etki, ABD ve AB ülkelerinde yaşanan banka ve şirket iflasları, finansal sistemin az düzenlenmiş ya da hiç düzenlenmemiş alanlarının bulunduğunun farkına varılmasına sebep olmuştur. Mevcut düzenleme ve uygulamalar sorgulanmış, Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu gibi temel kanunlar revize edilmek yerine yeniden yazılmıştır. Böylece kriz sonrası şeffaflığın arttırılması, piyasaların daha etkin işlemesi amaçlanmıştır. Aşağıda Türk sermaye piyasalarında şeffaflığı arttırmaya yönelik bazı önemli düzenlemeler açıklanmaktadır. Bunlardan Türk Ticaret Kanunu 1956'dan beri, Türk Sermaye Piyasası Kanunu ise 1981'den beri çeşitli değişikliklere rağmen yürürlükte idi. Kanunların yeniden yazılmasının Türk ticaret ortamına ve sermaye piyasalarına olumlu etkileri olmuştur. Gerek yeni kanunlar gerekse ikincil düzenlemelerle özellikle sermaye piyasalarının hukuki alt yapısı büyük ölçüde yenilenmiş, uluslararası normlara uyum sağlanmıştır.

4.1 Yeni Türk Ticaret Kanunu

1 Temmuz 2012'de yürürlüğe giren Yeni Türk Ticaret Kanunu ile kurumsal yönetimin çerçevesi belirlenmiş olmaktadır. Kanun gerekçesinde kurumsal yönetim dört taşıyıcı kolon üzerine oturan bir anlayış olarak belirtilmiştir. Bunlar şeffaflık, adillik, sorumluluk ve hesap verebilirliktir.

ABD'de Enron ve Worldcom skandallarından sonra çıkarılan, hesap verebilirliği, karşılaştırılabilirliği ve şeffaflığı daha ileri noktalara taşımayı hedefleyen Sarbanes-Oxley Act'ın yeni Türk Ticaret Kanunu için ilham kaynağı olduğu, kanunun gerekçelerinde açıkça görülmektedir. Yeni Türk Ticaret Kanununun gerekçelerinde şeffaflıkla ilgili öne çıkan hususlar şöyle özetlenebilir:

Şeffaflık, şirketin bütün kurumlarını kavrar ve bilgi toplumu ile beraber tanımlanır. Kamuyu aydınlatmanın ise daha çok anonim şirketlerle beraber anılan bir kavram olduğu, şeffaflığın kapsamının ise daha geniş olduğu vurgulanmıştır. Şeffaflık halka açık şirketleri merkez alan bir anlayışın değil, bilgi toplumu yaklaşımının bir ürünüdür.

Şeffaflık, pay sahiplerine ve sermaye piyasasında rol sahibi herkesin tam bilgilendirilmesini ve aydınlatılmasını hedefler. Burada önceki kanunlarda yer almayan paydaş kavramına vurgu yapılmıştır. Kanuna göre şeffaflığın yeni aracı, internet ve elektronik bilgi aktarımıdır. Şirket web sitesi, şeffaflığı sağlayan bir mekanizma olarak ifade edilmektedir.

Bütün bunlar yeni Türk Ticaret Kanununun ana felsefelerinden birisinin şeffaflığın sağlanması olduğunu göstermektedir. Sadece kanun gerekçeleri değil, kanunun kendisi de incelendiğinde kurumsal yönetim ilkelerinin ön planda tutulduğu ve kanunda özellikle kamuyu aydınlatma ve şeffaflık doğrultusunda düzenlemeler getirildiği görülmektedir:

1-Halka açık şirketlere şeffaflık ve kamuyu aydınlatma başlığını da içeren kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde açıklama yapma zorunluluğu getirilmiştir.

2-Halka açık şirketlerde, Riskin Erken Teşhisi komitesi kurma zorunluğu getirilmiştir (Madde 378).

3-İmtiyazlı paylar kaldırılmamakla birlikte sınırlandırılmıştır.

4-Açıklanacak finansal tablolar, Türkiye Muhasebe Standartlarına göre hazırlanmalıdır.

5-Tüm şirketlere bağımsız denetim yükümlülüğü getirilmiştir.

6-Bağımsız yönetim kurulu üyeliği kavramı getirilmiştir. Bu konu, ikinci düzenlemelerle açıklığa kavuşturulmuş, kimlerin bağımsız yönetim kurulu olabileceği konusunda sınırlar çizilmiştir.

7-Azlık hakları güçlendirilmiştir (Madde 411).

8-Finansal tablolarda, yönetim kurulunda, bağımsız denetimde, iç denetimde tam şeffaflık aranmaktadır.

9-Şirketlerde genel kurulun (Madde 408 ve 616) ve yönetim kurulunun (Madde 375) devredilemez yetkileri kanunla net olarak tanımlanmıştır. Burada şirketlerin kurumsallaşmaları hedeflenmiş, şirketlerden şeffaf olmayan uygulamalardan kaçınmaları istenmiştir.

4.2 Yeni Sermaye Piyasası Kanunu

Türkiye'de Sermaye Piyasası Kanunu 30 Aralık 2012'de yürürlüğe girmiştir. Kanunun genel gerekçesinde, bu kanunun hazırlanma nedenlerinin başında 2008 Küresel Finans Krizi olduğu açıkça belirtilmiş, krizin nedenleri, sonuçları ve Türk sermaye piyasalarına etkisi üzerinde durulmuştur.

Yeni Türk Ticaret Kanunu gibi Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nda da kurumsal yönetim anlayışı hakimdir. Yasa incelendiğinde daha ilk maddede şeffaflığa vurgu yapıldığı görülmekte, yasanın amacının "*sermaye piyasasının şeffaf, etkini istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi*" olduğu belirtilmiştir.

Yasada sermaye piyasalarında şeffaflığın arttırılması ile ilgili önemli bazı hususlar şöyle özetlenebilir:

1-Kanunla sermaye piyasası araçlarının ihraç prosedürleri kolaylaştırılmakta, şirketlerin alternatif arayışlara girmeden sermaye piyasası sisteminde ve denetiminde kalmaları hedeflenmektedir.

2-Kanun, şeffaf olmayan, karmaşık ortaklık yapılarının önüne geçmek için şirketlerin kendi paylarını satın alabilmelerinin önünü açmıştır. Geçmişte bu, yasak olduğu için paravan şirketler yardımıyla yapılmaktaydı.

3-Finansal tablo ve raporlar şekil ve içerik olarak (IFRS'e uyumlu) Türkiye Muhasebe Standartları çerçevesinde, belirlenen düzenlemelere uygun olarak yapılmalıdır. Yeni Türk Ticaret Kanununda da buna benzer bir madde bulunmaktadır.

4-Madde 14 ve 15'de kamuya açıklamanın çerçevesi çizilmiştir. Sermaye piyasası araçlarının değerini, piyasa fiyatını veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek tüm bilgi, olay ve gelişmeler kamuya açıklanmalıdır. İkincil düzenlemelerle özel durum açıklamasına konu hususların kapsamı genişletilmiştir.

5-Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümleri de dahil olmak üzere kurumsal yönetim ilkelerini belirleme, bir kısmını veya tamamını zorunlu tutma yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir.

6-Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin alınan genel kurul kararlarına muhalefet eden ortaklara, paylarını ortaklığa satarak ayrılma hakkı tanınmaktadır.

7-Genel kurullara çağrı, katılım ve oy kullanmaya ilişkin ayrıntılı düzenlemeler yapılmıştır.

8-Hissedarların korunması, şeffaflığın sağlanması, firmaların karlarını gerçek olmayan yollarla azaltma veya arttırmalarına neden olan örtülü kazanç arttırımı yasağı ayrı bir madde olarak kanuna eklenmiştir.

9-28. madde ile sermaye piyasası araçlarının mevcut tüm imtiyazlarının şeffaf ve anlaşılır detayda kamuya duyurulması zorunludur. Üst üste beş yıl zarar eden şirketlerde imtiyazların kaldırılacağı belirtilmiştir. Böylece imtiyaza sahip grupların diğer ortakların menfaatine uygun davranmasının ve verimsiz yönetimlerin değiştirilerek şirketi daha iyi yönetecek kişilerin göreve gelmesinin sağlanması amaçlanmıştır.

10- Kanun ile yatırımcıyı zarara uğratacak, kompleks, şeffaf olmayan şirket yapılarına müsaade edilmemekte, ortak sayısı 500'ü aşan şirketler halka açık şirket sayılmakta, Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimi ve gözetimine tabi olmaktadır.

11-Yatırımcı Koruma Fonu'nun yerine oluşturulan Yatırımcı Tazmin Merkezi ile sağlanan teminatın kapsamı tüm menkul kıymetleri içerecek şekilde genişletilmiştir.

12-Küresel Finans Krizi sonrasında en çok tartışılan konulardan biri de derecelendirme kuruluşlarının batmış şirketlere verdiği adil olmayan notlar ve bu kurumların denetimsizliği idi. Kanunla Sermaye piyasasında derecelendirme ve değerleme alanlarında düzenleme yapma yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiş, bu kurumların sorumluluk esasları açıkça belirlenmiştir.

13-Bilgi suistimali (içeriden öğrenenlerin ticareti) yeniden tanımlanmış, cezaların caydırıcılığı arttırılmıştır.

14-Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini ve yatırım kararlarını, arz ve taleplerine ilişkin yanlış ve yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım satım yapmak, piyasa dolandırıcılığı olarak tanımlanmış, cezalar

arttırılmıştır. Yatırım kararlarını etkileyebilecek yalan, yanlış, yanıltıcı bilgi vermek, haber çıkarmak, söylenti yaymak, rapor hazırlamak ve yaymak da suç sayılmıştır.

4.3 Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde Yapılan Değişiklikler

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye piyasası için önemi de dikkate alınarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ilk olarak 2003 yılında "Uygula, Uygulamıyorsan Açıkla" yaklaşımı altında kurumsal yönetim ilkeleri yayımlanmıştır. Bu suretle şeffaflık, paydaş haklarının korunması gibi hususlarda atılan adımlar Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşmasına katkı sağlamıştır. Kurumsal yönetim ilkeleri bankalar dışında şirketlerin uymalarının zorunlu olmadığı, 2011 yılına kadar herhangi bir kanun, yönetmelik gibi düzenlemelerin içinde yer almayan ilkelerdi (Bankaların kurumsal yönetim ilkeleri ise Bankacılık Kanunu'na dayanılarak 2006'da çıkarılan yönetmelikle zorunlu hale gelmişti. Bunda 2001 yılında Türkiye'de yaşanan Bankacılık Krizi'nin etkisi olduğu söylenebilir). Küresel finans krizi sonrasında (2011 yılında) ise bazı kurumsal yönetim ilkeleri banka dışındaki şirketlere de zorunlu hale getirilmişti. Aynı yıl içinde Sermaye Piyasası Kurulu'na şeffaflık ve kamuyu aydınlatma dahil kurumsal yönetim ilkelerini belirleme, gerekli gördüğü halka açık şirketlere kısmen veya tamamen uyma zorunluluğu getirme ve uymayanlara da gerekli müeyyide uygulama yetkisini vermiştir. Daha sonraki yıllarda ise kurumsal yönetim ilkelerine uyma zorunluluğu getirilen şirketlerin kapsamı genişletilmiş, şeffaflığın arttırılmasına yönelik çeşitli revizyonlar yapılmıştır.

Yürürlükte olan, en son haliyle "Kurumsal Yönetim Tebliği"'nde şirketlerin uymakla yükümlü oldukları ilkelerin neredeyse tamamı şeffaflık ve kamuya açıklama ile bağlantılıdır. Bunlardan bazıları şunlardır:

1-Şirket ortaklık yapısı, imtiyazlı payları ve imtiyazların özelliklerinin şeffaf bir şekilde kamuya duyurulması,

2-Şirket faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyecek yönetim ve faaliyet değişikliklerinin duyurulması,

3-Yönetim Kurulu üyeleri ile ilgili bilgilerin şeffaf bir şekilde duyurulması (özgeçmişleri, son on yılda yürüttükleri işler, atanmaları, azil gerekçeleri),

4-Esas sözleşme değişikliklerinin duyurulması,

5-Genel kurul toplantılarında şeffaflığın sağlanması. Bunun için genel kurul toplantısında soru sorulmasına imkan verilmesi, ticari sır olmayan her sorunun cevaplandırılması ve bunun şirketin internet sitesinde duyurulması,

6-Önemli ölçüde varlık/hizmet alımı ve satımı işlemlerinde yönetim kurulunda bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayının bulunması ve bu durumun Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda duyurulması. Tebliğde "önemli işler" kavramı ile ilgili çok detaylı sayısal kriterler belirtilmektedir.

7-Tebliğde yönetim kurulu üyeleri ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yapısı, seçimi ve duyurulması ile ilgili zorunlu maddeler bulunmaktadır.

8-Kurumsal Yönetim Tebliği ile halka açık şirketlerin aşağıdaki komiteleri kurmaları zorunludur:

a. Denetimden Sorumlu Komite
b. Riskin Erken Saptanması Komitesi
c. Kurumsal Yönetim Komitesi
d. Aday Gösterme Komitesi (Yönetim kurulu ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilik pozisyonları için uygun adayların saptanması, değerlendirilmesi konularında şeffaf bir sistemin oluşturulmasından sorumludur)
e. Ücret Komitesi (Yönetim kurulu ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirilmesinde kullanılan ilke ve kriterleri belirler, verilecek ücretlere ilişkin önerilerini yönetim kurula sunar.)

Bu komitelerinin başkanlarının bağımsız yönetim kurulu üyesi olması ve komite üyelerinin çoğunluğunun icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyelerinden seçilmesi zorunludur.

Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda olduğu gibi, Kurumsal Yönetim Tebliği'nde de kurumsal internet sitesi ve faaliyet raporları şeffaflığın önemli araçları olarak görülmüş, ayrı başlıklar halinde incelenmiştir. Bu iki konuya aşağıda bölümlerde değinilecektir.

4.4 Kurumsal İnternet Siteleri ve Kamuyu Aydınlatma Platformu

Türkiye'de sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin büyük bir kısmının küresel finans krizi öncesinde kurumsal web sitesi bulunmaktaydı. Ancak 2012'de yürürlüğe giren Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda kurumsal web sitesi bir zorunluluk haline getirilmiş, ikincil düzenlemelerle birlikte web sitelerinde bulunması gereken asgari unsurlar tanımlanmıştır. Bu sayede şirketlerin kurumsallaşması, yerli ve yabancı yatırımcıların şirket hakkında doğru bilgilere sahip olması amaçlanmıştır. Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 1524. Maddesinin gerekçesinde, şirketlere internet sitesi açma zorunluluğu ile hedeflenenin en üst düzeyde şeffaflığın sağlanması olduğu belirtilmiştir. Yeni Sermaye Piyasası Kanununda ve bu kanuna dayanılarak hazırlanan Kurumsal Yönetim Tebliği'nde de şirketlerin hazırlamakla yükümlü oldukları kurumsal web sitesi ve içeriği ile ilgili konular bulunmaktadır. Ancak bu konuda en kapsamlı düzenleme Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından Yeni Türk Ticaret Kanunu'na dayanılarak 31 Mayıs 2013'de yayımlanan "Sermaye Şirketlerinin Açacakları İnternet

Sitelerine Dair Yönetmelik'te yapılmış, sermaye şirketleri tarafından açılacak internet siteleri, erişime açık tutulacak asgari içerik yükümlülüklerine ilişkin usul ve kapsamlar açıkça belirtilmiştir. Bu yönetmeliğe göre şirketlerin internet sitelerinde yayımlanması gereken zorunlu içeriklerden bazıları şunlardır:

1-Şirketle ilgili temel bilgiler (Ünvanı, yönetim kurulu üyeleri, merkezi, sermaye miktarı vs),

2-Birleşme durumunda birleşme raporu, son üç yıllık finansal tablolar,

3-Bölünme durumunda birleşme raporu, son üç yıllık finansal tablolar,

4-Şirkete açılan fesih davaları ile ilgili hususlar,

5-Genel kurul toplantısı ile ilgili bilgiler (Toplantıya çağırma, genel kurul tutanağı, toplantının ertelenmesi, genel kurul kararlarının iptaline dair kararlar),

6-Şirket ana sözleşmesinin değiştirilmesi,

7-Sermaye azaltılmasının sebepleri, azaltmanın amacı, azaltmanın ne şekilde yapılacağının belirtilmesi, bu konuda hazırlanan rapor.

Görüldüğü gibi birleşme ve bölünme durumları haricinde halka açık olmayan şirketler için finansal tabloların internet sitesinde yayınlanması zorunlu değildir. Ancak halka açık şirketler başta finansal tablolar olmak üzere özel durum açıklamalarını internet üzerinde yayınlamak zorundadırlar. Bu durum ikincil düzenlemelerle düzenlenmiş durumdadır. Halka açık şirketler kendi internet sitelerini etkin olarak kullanılmakla birlikte, düzenlemelerde, duyurularda kullanılması gereken esas yer olarak Kamuyu Aydınlatma Platformu belirtilmiştir.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), sermaye piyasası ve Borsa mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemdir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 'Kamuyu Aydınlatma Platformu Tebliğ'i kapsamında, kamuya açıklanacak her türlü bilgi ve belgenin Kamuyu Aydınlatma Platformu'na (KAP) gönderilmesi gerekmektedir. "*Sistem, tüm kesimlerin doğru, anlaşılır, tam bilgiye, internet üzerinden eş anlı ve düşük maliyetle erişebilmelerine imkan tanıyacak şekilde tasarlanmıştır. Ayrıca, geçmişe dönük bilgilere de kolay ve düşük maliyetle erişim imkanı sağlayan elektronik bir arşiv niteliğindedir.*" (KAP, 2015).

Kamuyu Aydınlatma Platformu tam şeffaflığa giden yolda önemli bir adım olarak değerlendirilebilir. Bilgilerin elektronik imza ile gönderilmesi suretiyle verilerin güvenilirliği sağlanmaktadır. Bunun yanında yapılan açıklamaların bekletilmeksizin, sisteme gönderildiği anda kamuya açıklanması, kullanıcılara eş zamanlı, güvenli ve hızlı bir şekilde bilgiye ulaşabilme imkanını vermektedir. Kullanıcılar bilgiye daha hızlı ulaşmalarının yanında, finansal tablo kalemlerinin karşılaştırılması imkanına sahiptirler. Kullanıcıların bilgi almak için herhangi bir üyeliğe veya ücret ödemelerine de gerek yoktur. Bildirimlerin elektronik ortamda sisteme gönderilmesiyle zaman, kağıt ve işgücü tasarrufu sağlanmaktadır.

4.5 Faaliyet Raporları ile ilgili Yapılan Düzenlemeler

Kapsadığı hesap dönemine ilişkin finansal bilgileri, şirketin gelecek dönemdeki hedeflerini ve bu hedeflere nasıl ulaşacağını anlatan faaliyet raporu şeffaflığın önemi araçlarından biridir. Paydaşlar için her zaman önemli bir bilgi kaynağı olan faaliyet raporları, özellikle küresel finans krizi sonrasında yatırımcılar ve diğer paydaşların daha fazla şeffaflık ve daha çok bilgi ihtiyacını karşılayamaz hale gelmiştir. Bu yüzden şirketlerin hazırlamaları gereken faaliyet raporlarının içeriği ile ilgili yasalarda çeşitli değişiklikler yapılmıştır.

Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 516.maddesinde faaliyet raporunu çerçevesi şöyle çizilmiştir. *"Yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, şirketin, o yıla ait faaliyetlerinin akışı ile her yönüyle finansal durumunu, doğru, eksiksiz, dolambaçsız, gerçeğe uygun ve dürüst bir şekilde yansıtır. Bu raporda finansal durum, finansal tablolara göre değerlendirilir. Raporda ayrıca, şirketin gelişmesine ve karşılaşması muhtemel risklere de açıkça işaret olunur. Bu konulara ilişkin yönetim kurulunun değerlendirmesi de raporda yer alır."*

Kurumsal yönetim ilkelerinden hesap verebilirlik ve sorumluluk, kaliteli bilgiye dayanılarak nelerin başarılmış olduğunu, ulaşılan performansı ve bu kapsamdaki gerekli açıklamaları içeren uygun zamanlı raporlamayı gerektirmektedir. Ancak 2000 yılından sonra yaşanan krizler sonrasında faaliyet raporlarının yönünün geçmişten geleceğe doğru çevrildiği görülmektedir. Türkiye'de bu bakış açısıyla hazırlanan kanun ve yönetmelikler, faaliyet raporlarının sadece geçmiş yılın finansal tablolarını sunan, şirketin yatırımcı ve hissedarlarına tanıtımı yaptığı bir reklam broşürü olmaktan kurtulmasını amaçlamaktadır. Faaliyet raporları, şirketin araştırma geliştirme çalışmalarının, gelecekteki tehdit ve fırsatlarının da anlatıldığı bir iletişim aracı olmak zorundadır.

Faaliyet raporlarında yer alması zorunlu hususlar daha detaylı olarak 28 Temmuz 2012'de yayımlanan yönetmelikle daha belirgin hale getirilmiştir. Bunlardan bazıları aşağıda özetlenmiştir:

1-Şirket ile ilgili genel bilgiler (Ünvanı, iletişim bilgileri, merkezi, şubeleri, yönetim kurulu, üst düzey yöneticileri, personel sayısı, şirketin organizasyon yapısındaki değişiklikler),

2-Yönetim Kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticilere sağlanan mali haklar: Küresel finans krizinin ardından CEO'ların daha fazla kar etmek için şirketi aşırı riskleri sokmaları, bunun karşılığında yüksek prim almaları konusu özellikle ABD'de çok tartışılmıştı. Türkiye'de bu konu fazla gündeme gelmese de bir önlem olarak hem Yeni Türk Ticaret Kanununa hem de bu yönetmeliğe girmiştir.

3-Şirketin araştırma ve geliştirme çalışmaları,

4-Şirketin faaliyetleri ve faaliyetlerine ilişkin önemli gelişmeler (Yatırımlar, iç denetim sistemi, iç kontrol sistemi, şirketin doğrudan ve dolaylı iştirakleri, şirket aleyhine açılan davalar ve bu davaların olası sonuçları, geçmiş dönemde belirtilen hedeflere ulaşılıp, ulaşılmadığı, genel kurul kararlarının yerine getirilip getirilmediği, yıl içinde yapılan olağanüstü genel kurul toplantıları hakkında bilgiler, şirketin yaptığı bağış ve yardımlar, sosyal sorumluluk projeleri),

5-Finansal durum (Finansal duruma ilişkin analiz ve değerlendirme, planlanan faaliyetlerin gerçekleşme derecesi, stratejik hedefler, geçmiş yılların karşılaştırmalı analizi, geleceğe yönelik finansal beklentiler, şirket sermayesinin analizi, finansal yapıyı iyileştirmek için alınması düşünülen önlemler, kar dağıtım politikası),

6-Riskler (Şirketin öngörülen risklere karşı uygulayacağı risk yönetim politikası, riskin erken saptanması komitesinin çalışmaları, satışlar, verimlilik, gelir oluşturma kapasitesi, karlılık ile ilgili ileriye dönük riskler).

4.6 Elektronik Genel Kurul Sistemi (E-GKS)

1 Temmuz 2012'de yürürlüğe giren Yeni Türk Ticaret Kanunu, birçok yenilikçi ve şeffaflığı arttırıcı uygulamayı da beraberinde getirmiştir. Özellikle anonim şirketler açısından getirilen en önemli yeniliklerden birisi de, hissedarların genel kurullara internet aracılığı katılabilme imkanı sağlanmasıdır. Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından gözetimde olan bu uygulama Elektronik Genel Kurul Sistemi (E-GKS) üzerinden gerçekleştirilmektedir.

Yeni Türk Ticaret Kanunu'na göre, payları borsaya kote olan şirketlerin genel kurullarını elektronik ortamda yapmaları zorunludur. Diğer anonim şirketler ise isterlerse genel kurullarını E-GKS üzerinden gerçekleştirebilmektedir.

Dünyada elektronik ortamda şirket genel kurul uygulamalarına bakıldığında, "virtual-only shareholder meeting" ve "hybrid shareholder meeting" olarak iki uygulama karşımıza çıkmaktadır. "Virtual-only" genel kurullar, toplantının yüz yüze yapılmadığı, hissedarların online teknoloji kullanarak sanal ortamda bir araya geldikleri kurulları ifade eder. "Hybrid" genel kurullarda ise hissedarlar toplantısı fiziksel bir yerde yapılır ancak dileyen hissedarların toplantıya online olarak katılmalarına, haklarını kullanmalarına izin verilir (Best Practices Working Group, 2012). Türkiye'de uygulanan E-GKS hybrid sistemlere bir örnektir.

E-GKS, genel kurullara hissedarların katılımını kolaylaştırarak, sermaye piyasalarında şeffaflığı arttırıcı en önemli araçlardan biri olarak görülmektedir. E-GKS, büyük veya küçük olduklarına bakılmaksızın hissedarlara şu imkanları sağlamaktadır:

1-Genel kurul, görüntü ve ses aktarımı sayesinde fiziken genel kurala katılmaksızın internet erişimi olan her yerden canlı olarak izlenebilmektedir.

2-Hissedarlar genel kurulda, toplantıya fiziken katılanlarla birlikte eş zamanlı olarak oy kullanabilmektedir.

3-Hissedarlar, görüşülen gündeme ilişkin görüş ve önerilerini eş zamanlı olarak iletebilmektedir.

4-Elektronik genel kurula katılmak için payların bloke edilmesine gerek yoktur.

5-Hissedarlar, yukarıda sayılan bu işleri vekil (temsilci) aracılığı ile de yapabilir.

6-Hissedarlar genel kurul gündem maddelere online olarak muhalefet şerhi düşebilir.

7-Toplantı öncesi ve sonrası tüm dökümanlara, e-GKS ortamından ulaşılabilmektedir.

E-GKS, şirketlere de büyük kolaylık sağlamaktadır. Şirketin bütün hissedarlarına ulaşımı mümkün olmaktadır. Toplantıya uzaktan erişimin mümkün olması sebebiyle fiziken katılımcı sayısı uzun vadede azalmakta, toplantı organizasyon giderleri, toplantı salonu kiralama giderleri (daha küçük salon kiralama), yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticilerin toplantı için seyahat ve konaklama giderleri azalmaktadır. Online genel kurul sistemlerinin karbon ayak izini azalttığı belirtilmektedir (Noked, 2012). (Örneğin daha az faaliyet raporu, toplantı dökümanı basılması, daha az seyahat edilmesinden dolayı daha düşük karbon salınımı gibi). Türkiye'de kullanılan hybrid sistem, fiziksel katılımla da entegre çalıştığı için şirketlere oylamalarda oy depolanması ve eş zamanlı olarak hissedarlara oy dağılımını sunma açısından da büyük kolaylık sağlamaktadır.

Online genel kurul sistemi ve elektronik oylama sistemi dünyada birçok ülkede uygulanmaktadır. Türkiye dünyada bu sistemi uygulayanlar içinde, bunu halka açık şirketler için zorunlu kılan ilk ülkedir. E-GKS'nin tam anlamıyla uygulanmaya başlandığı 30.10.2012 tarihinden yıl sonuna kadar 10 genel kurul toplantısı yapılmıştır. Bu toplantılara toplam 94 kişi EGKS'den katılmış ve haklarını kullanmıştır (MKK, 2012). 2013 ve 2014 yıllarında ise sistem her şirketler ve hem de hissedarlar tarafından tanınıp benimsenmiş, elektronik olarak katılan hissedar sayısı katlanmıştır. E-GKS ile ilgili istatistikler Tablo 1'de verilmektedir.

	2011	2012	2013	2014
Fiziksel katılım	9.093	8.394	6.339	5.236
Elektronik Katılım	----------	94	13.464	16.625
Elektronik Toplantı Sayısı	----------	10	406	358
Aynı gün içinde yapılan en yüksek E-Genel Kurul sayısı	----------	NA	32	33
Katılım yapılan ülke sayısı	----------	8 farklı ülkeden katılım	32 farklı ülkeden katılım	49 farklı ülkeden katılım

Tablo 1. *E-GKS istatistikleri* ***Kaynak:*** *Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)*

Sisteme geçilmeden önce, fiziksel ve elektronik oylamaların eş zamanlı yapılacak olması sebebiyle oylama sürelerinin ve toplantı sürelerinin çok uzun sürmesi bekleniyordu. Ancak E-GKS fiziksel olarak toplantıya katılanların verilerini de bünyesinde topladığı için oy sayımını kolaylaştırmış, hem toplantı süreleri hem de oylama sürelerinde artma yerine tam tersine azalma olmuştur. 30 Ekim 2012 - 30 Eylül 2014 arasında E-GKS'de ortalama toplantı süresi 47 dakika, bir genel kurul maddesi için ortalama oylama süresi 11 saniye olarak gerçekleşmiştir (MKK, 2015).

Kısa vadede alınan olumlu sonuçlar, Türkiye örneğinin dünya için bir en iyi uygulama (best practice) olabileceğini göstermektedir. Türkiye'de bu sistemin başarıyla uygulaması birçok habere ve uluslararası çalışmaya konu olmuş olup, E-GKS 2013 yılında "Financial Sector Technology Awards" yarışmasında birincilik ödülü kazanmıştır (FSTech, 2013).

5 Sonuç

Küresel finans krizinden dünya ekonomisi ve sermaye piyasalarının olumsuz etkilenmesi, dünyada yeni bir yaklaşımın benimsenmesini zorunlu kılmıştır. Birçok ülkede düzenlemeler ve denetim yapıları yeniden ele alınmış, sistemin istikrarına yönelik tehdit olabilecek riskleri önceden tespite çalışan, daha güvenli ve daha şeffaf bir sermaye piyasası ortamının oluşturulması hedeflenmiştir.

Türkiye de sermaye piyasalarında şeffaflığı arttırmaya çalışan, düzenlemelerini gözden geçiren, yatırımcıları bilgilendirme mekanizmalarını geliştiren ülkeler arasında yer almıştır. Küresel kriz sonrasında, Türkiye'de sermaye piyasalarını ilgilendiren iki önemli kanun olan, Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu, küresel krizden sonra değiştirilmek yerine yeniden yazılmış ve 2012'de yürürlüğe girmiştir. Kamuyu aydınlatma, türev araçlar, derecelendirme kuruluşları, bağımsız denetim ve finansal raporlama gibi ikinci düzenlemelerin de tamamlanması ile paydaşların ihtiyaçlarını dikkate alan, daha etkin ve şeffaf bir sermaye piyasasının oluşması için önemli adımlar atılmıştır. Geçmişte uyulması zorunlu olmayan kurumsal yönetim ilkeleri küresel kriz sonrasında kanunlara girmiş, ilkelerin bir kısmı zorunlu hale getirilmiştir. Şeffaflığı sağlayan iki araç olan internet sitesi ve faaliyet raporları ile ilgili de şirketlere çeşitli yükümlülükler getirilmiştir.

Sermaye piyasalarında şeffaflığın artmasına yardımcı olan bir uygulama da elektronik genel kurullardır. Ancak sadece online genel kurul yaparak etkinliğin artacağını, hissedarların şeffaflık ihtiyaçlarının karşılanacağını düşünmek yanlış olur. Sanal genel kurulların yoğun olarak yapıldığı ABD'de virtual-only genel kurullara şirket yönetimini hissedarlardan uzaklaştırdığı gerekçesiyle karşı çıkıldığı görülmektedir. Bu çalışmada incelenen Türkiye örneğinde ise, virtual-only genel kurullara izin verilmemekte, bunun yerine hissedarların fiziken ve online olarak eş zamanlı olarak katılabildiği, daha dengeli bir sistem olan hibrit sistem tercih edilmektedir.

Bütün bu düzenlemeler ve uygulamalar ile Türkiye'nin Avrupa Birliği ve uluslararası standartları referans alan daha şeffaf bir hukuki altyapıya kavuştuğu söylenebilir. Düzenlemelerin de zorlamasıyla bazı şirketlerin yönetim ve yönetim kurulu yapılarını değiştirmeye çalıştıkları, daha kurumsal bir yapıya doğru yöneldikleri görülmektedir. Kanunlar ve ikincil düzenlemelerin hayata geçmesiyle birlikte zorunlu olmamasına rağmen kurumsal yönetim derecelendirme raporu alan şirket sayısında artış gözlenmiştir. Rapor alan şirketlerin büyük bir çoğunluğunda hem kamuyu aydınlatma ve şeffaflık hem de toplam kurumsal yönetim notlarında, düzenlemeler öncesine göre artma gerçekleşmiştir (TKYD, 2015). Uzun vadede daha fazla şirketin kurumsal yönetim derecelendirme raporunu alması beklenmektedir.

Şeffaflığın bir diğer boyutu bütün bu düzenlemelerin, standartların uygulanması, yükümlülüklerin yerine getirilip getirilmediğinin takibidir. Şirket tarafında, kurumsal yönetim anlayışını benimsemeyen şirketlerin bir kısmı yasal düzenlemelere uymaktan, hissedarlarına olan sorumluluklarını yerine getirmekten kaçınmakta, şirketle ilgili mümkün olan en az bilgiyi paylaşmaya çaba gösterdiği görülmektedir. Özellikle birçok aile şirketinde komiteler etkin çalışmamakta, bağımsız üyeler, kanunlardaki bağımsızlık kriterlerini sağlamalarına karşın aslında aileye yakın olan kişilerden seçilmektedir. Enron ve Lehman gibi büyük boyutlu ve organize olmasa da, Türkiye'de de durumlarını olduğundan farklı göstermeye çalışan çok sayıda şirket bulunmaktadır. SPK tarafından suç işleyenlere verilen idari cezalar ve yaptırımlar şeffaf bir şekilde ilan edilmektir (SPK, 2015). Buna karşın, insider trading, piyasa dolandırıcılığı, piyasa bozucu işlemler, halka arz, birleşme ve satın alma

yoluyla yatımcıların zarara uğratılması ile ilgili suçların ciddi oranda azaltılamaması, hatta bazı suçlarda artış olması yatırımcılarda yasal düzenlemelere rağmen bir şeyin değişmediği algısını oluşturmaktadır.

Şeffaflığın artması için sadece yasal düzenlemeler tek başına yeterli değildir. Sermaye piyasalarının diğer tarafını oluşturan yatırımcıların da doğru ve güvenilir bilgiyi talep etmeleri gerekmektedir. Özellikle küçük yatırımcıları yatırım yaptıkları araçları bilmeleri, üstlendikleri risklerin farkında olmaları, ortak oldukları şirketi ve şirketin karar süreçlerini tanımaları hususu çok önemlidir. Bu çalışmada incelenen elektronik genel kurul sistemine kurumsal ve yabancı yatırımcılar hızla uyum sağlamış olmalarına rağmen, bireysel ve küçük yatırımcıların genel kurullara yeteri kadar ilgi göstermedikleri görülmektedir. Bundaki asıl nedenin E-GKS'nin karmaşıklığı değil, yerli yatırımcıların hisse senedi yatırımlarına bakış açıları olduğu söylenebilir. Rakamlar, 2014 yılında yabancı yatırımcıların hisse senetlerini ortalama elde tutma süresinin 290 gün, yerli yatırımcıların ise 41 gün olduğunu ortaya koymaktadır (TSPB, 2015). Finansal farkındalığın ve okur yazarlığın artması, bilinçli yatırım kararlarının alınmasına neden olacaktır. Bunun da, kişilerin finansal kuruluşlardan talep edecekleri bilgi düzeyinin ve çeşitliğinin yükselmesine, finansal piyasaların daha şeffaf olmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Kaynakça

- Akerlof, 1970. "The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, **Vol.84**, No.3, p. 488-500.
- Andrews, 2012. "Ilan Guttman: How Does Transparency Affect Financial Crises?", Stanford Business, https://www.gsb.stanford.edu/insights/ilan-guttman-how-does-transparency-affect-financial-crises
- Best Practices Working Group for Online Shareholder Participation in Annual Meetings, 2012. "Guidelines for Protecting and Enhancing Online Shareholder Participation in Annual Meetings", http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/shareholder_participation_annual_meetings.pdf
- FSTech, 2013, http://www.fstech.co.uk/fst/2013_FStech_Awards_Winners.php
- Florini, 1999. "Does the invisible hand need a transparent glove? The politics of transparency.", World Banks Annual Conference on Development Economics, p. 163-184.
- Furman ve Stiglitz, 1998. "Economic Crises: Evidence and Insights From East Asia." Brookings Panel on Economic Activity, p. 1-135
- KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu), 2015. https://www.kap.gov.tr
- Mishkin, 1999. "Lessons from The Tequila Crisis", *Journal of Banking and Finance*, **23**, p. 1521-1533
- MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu), 2011 Faaliyet Raporu
- MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu), 2012 Faaliyet Raporu
- MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu), 2013 Faaliyet Raporu
- MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu), 2014 Faaliyet Raporu
- MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu), 2015. Elektronik Genel Kurul Sistemi: E-GKS, https://egk.mkk.com.tr/egkweb
- Noked, 2012. Online Shareholder Participation in Annual Meetings, http://corpgov.law.harvard.edu/2012/07/19/online-shareholder-participation-in-annual-meetings/
- OECD, 1999. "Corporate Governance - Improving Competitiveness and Access to Global Capital Markets", *Corporate Governance: An International Review*, **Vol.7**, No.2, p. 198–206.
- OECD, 2004. OECD Principles of Corporate Governance, http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf
- Resmi Gazete, 28.08.2012, Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari İçeriğinin Belirlenmesi Hakkında Yönetmelik, Sayı: 28395
- Resmi Gazete, 31.05.2013, Sermaye Şirketlerinin Açacakları İnternet Sitelerine Dair Yönetmelik, Sayı: 28663
- Resmi Gazete, 03.01.2014, Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1), Sayı: 28871
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission), The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf
- Sermaye Piyasası Kanunu, 2012, http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdf
- SPK, 2015, İdari Para Cezaları, http://www.spk.gov.tr/apps/DavalarYasaklilar/idariparacezalari.aspx?submenuheader=-1
- TBMM (Türkiye Büyük Millet Meclisi), 2005. Türk Ticaret Kanunu Tasarı Gerekçesi, http://www2.tbmm.gov.tr/d22/1/1-1138.pdf

- TBMM (Türkiye Büyük Millet Meclisi), 2012. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarı Gerekçesi, https://www2.tbmm.gov.tr/d24/1/1-0638.pdf
- TKYD (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği), 2015. http://www.tkyd.org/tr/default.html
- TSPB (Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği), 2015. **Türkiye Sermaye Piyasası 2014**, İstanbul.
- Vishwanath ve Kaufmann, 1999. "Towards Transparency in Finance and Governance", The World Bank, (http: //ssrn. com/abstract=258978).
- West, 2009. "Corporate Governance Convergence and Moral Relativism", *Corporate Governance: An International Review*, **Vol.17**, No:1, p. 107-119
- Türk Ticaret Kanunu, 2011. http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6102.pdf