

İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA
İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN YILLAR İTİBARIYLA ŞEFFAFLIK
DÜZEYLERİ İLE LİKİDİTELERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ (1995-2005)**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
Emrah ÖZBAY**

**Anabilim Dalı : İKTİSAT
Programı : İKTİSAT**

Haziran 2007

İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA
İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN YILLAR İTİBARIYLA ŞEFFAFLIK
DÜZEYLERİ İLE LİKİDİTELERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ (1995-2005)**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Emrah ÖZBAY

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 7 Mayıs 2007
Tezin Savunulduğu Tarih : 12 Haziran 2007**

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ümit ŞENESEN

Diğer Jüri Üyeleri Yrd. Doç. Dr. Melsa ARARAT (SÜ)

Doç. Dr. Oktay TAŞ (İTÜ)

HAZİRAN 2007

ÖNSÖZ

Bu çalışmada, halka açık anonim şirketlerin kendi faaliyetleri ve riskleri hakkında kamuyu aydınlatma kapsamında açıkladıkları bilgilerin iktisat teorisinde ve finans piyasasında önemi ortaya konularak, hisse senetleri İMKB’de işlem gören 27 şirketin şeffaflık düzeyleri ile likiditeleri arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Öncelikle, yüksek lisansın tüm aşamalarında destek olan Prof. Dr Ümit ŞENESEN’e şükran borçluyum.

Ayrıca, yüksek lisans süresince görüş ve değerlendirmeleriyle çalışmama katkıda bulunan ağabeylerim Remzi ÖZBAY, Sefer ÖZBAY ve Mustafa ÖZBAY’a teşekkür ederim.

Son olarak, Erginbay UĞURLU, Serkan SAKINCI, Emre OFLAZ, Ömer ZEYBEK, Mustafa ARAR ve Özgür ASLAN’a yardımları için teşekkür ederim.

Mayıs, 2007

Emrah ÖZBAY

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	V
TABLO LİSTESİ	VI
SUMMARY	IX
1. GİRİŞ.....	1
2. BİLGİNİN ÖNEMİ	2
2.1. İKTİSAT TEORİSİNDE BİLGİNİN ÖNEMİ.....	2
2.2. FİNANS TEORİSİNDE BİLGİNİN ÖNEMİ	4
2.2.1. Menkul Kıymet Piyasalarında Bilgi Problemi	6
2.2.2. Kredi Piyasasında Bilgi Problemi	7
2.2.3. Çözüm Önerileri.....	9
3. FİNANS PİYASALARININ ŞEFFAFLAŞMASI.....	11
3.1. ŞEFFAFLIK	13
3.2. ŞİRKETLERİN ŞEFFAFLIĞININ SAĞLANMASI.....	15
3.2.1. Şeffaflığın Yararları	16
3.2.2. Şeffaflığın Olumsuz Yönleri.....	20
3.2.3. Şeffaflığın Arttırılması	20
4. KAMUYU AYDINLATMA YAKLAŞIMI.....	21
5. HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERE İLİŞKİN BİR UYGULAMA	25
5.1. TEORİK ÇERÇEVE VE LİTERATÜR İNCELEMELERİ	26
5.2. ARAŞTIRMA HAKKINDA GENEL BİLGİLER	29
5.3. HİPOTEZLERİN OLUŞTURULMASI VE MODELİN DEĞİŞKENLERİ.....	31
5.4. ŞİRKET HİSSE SENETLERİNİN LİKİDİTESİ İLE ŞEFFAFLIK DÜZEYLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ	38

5.4.1. Likidite ile Toplam Şeffaflık Düzeyi Arasındaki İlişki.....	38
5.4.2. Likidite ile Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi Arasındaki İlişki.....	40
5.4.3. Likidite ile Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi Arasındaki İlişki	41
5.4.4. Likidite ile Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi Arasındaki ilişki.....	42
5.4.5. Likidite ile Kârlılık Oranları Arasındaki İlişki.....	42
5.4.6. Likidite ile Şeffaflık Düzeyleri ve Kârlılık Oranları Arasındaki İlişki	43
KAYNAKLAR	46
EKLER.....	49
ÖZGEÇMİŞ.....	61

KISALTMALAR

SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
Turnover	: İşlem Görme Oranları
totalt	: Toplam Şeffaflık Düzeyleri
ot	: Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyleri
ft	: Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyleri
bt	: Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyleri
pr	: Karlılık Oranları

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Denklem Tablosu	31
Tablo 2: Şirketlerin İşlem Görme Oranları	32
Tablo 3: Şirketlerin Şeffaflık Düzeyleri	35
Tablo 4: Şeffaflık Tabloları	37
Tablo 5: Şirketlerin Kârlılık Oranları	37
Tablo 6: Likidite&Toplam Şeffaflık Düzeyi Korelasyon Analizi.....	39
Tablo 7: Likidite&Toplam Şeffaflık Düzeyi Regresyon Analizi	39
Tablo 8: Likidite&Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi Korelasyon Analizi.....	40
Tablo 9: Likidite&Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi Regresyon Analizi	40
Tablo 10: Likidite&Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi Korelasyon Analizi	41
Tablo 11: Likidite&Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi Regresyon Analizi	41
Tablo 12: Likidite&Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi Korelasyon Analizi.....	42
Tablo 13: Likidite&Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi Regresyon Analizi.....	42
Tablo 14: Likidite&Kârlılık Oranları Korelasyon Analizi.....	42
Tablo 15: Likidite&Kârlılık Oranları Regresyon Analizi	43
Tablo 16: Likidite&Toplam Şeffaflık Düzeyleri ve Kârlılık Oranları Regresyon Analizi	44

ÖZET

Şirketlerin kaynak sağlamak amacıyla hisse senetlerini halka arz ederek ve/veya tahvil ihraç ederek sermaye piyasalarına yönelmeleri, başta hissedarlar ve borç verenler/tahvil alanlar olmak üzere, bütün çıkar gruplarına performansları hakkında şeffaf bilgi sunmaları sorumluluğunu da beraberinde getirmiştir.

Bilgi ve bilgi sistemleri ile işleyiş etkinliği kazanan menkul kıymet piyasalarında yatırımcıları eşit koşullarda ve eş zamanda aydınlatma, yatırımcıların korunması ve piyasaların düzgün işleminin temel ilkesidir. Piyasaya gelen tüm yeni bilgiler, piyasa katılımcıları tarafından en kısa sürede öğrenilerek değerlendirilmekte ve yatırım kararları belirlenmektedir.

Teoriye göre, bilgiyi daha fazla kullanma avantajına sahip yatırımcıların sayısı arttıkça, yatırımcılar bir firmanın hisselerini tutmak için daha düşük bir getiri oranı bekleyecek, böylece sermaye maliyeti azalma eğilimi gösterecektir. Bu nedenle daha fazla şeffaf şirketlerin hisse senetlerinin likiditeleri fazla, sermaye maliyetleri düşük olacaktır.

Bu çalışmada söz konusu teori çerçevesinde hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin şeffaflık düzeyleri ile likiditeleri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu amaçla, 2005 yılında hisse senetleri İMKB’de işlem gören 288 şirketten, aynı yıl itibariyle İMKB Ulusal Pazar’da oluşan işlem hacminin %56’sını oluşturan 27 şirketin 1995-2005 dönemine ait yıllık bazda şeffaflık tablosu ve likidite tablosu oluşturulmuştur. Şirketlerin şeffaflık düzeylerinin göstergesi olarak faaliyet raporları, bağımsız denetim raporları ve web sitelerinde kamuya açıkladıkları bilgilerden oluşturulan şeffaflık skor tablosu, likiditelerinin göstergesi olarak yıllık bazda işlem görme oranları esas alınmıştır.

Çalışmada likidite bağımlı değişken, şeffaflık skor tablosu bağımsız değişken olup, basit regresyon denklemi kurulmuştur. Daha sonra şirketlerin kârlılık oranları da denkleme ikinci bağımsız değişken olarak dâhil edilmiştir.

Regresyon sonuçlarından, şirketlerin 1995 – 2005 dönemindeki şeffaflık düzeyleri ile likiditeleri arasında anlamlı ilişki bulunduğu ve şirketlerin

likiditelerindeki değişimlerin %2'sinin şeffaflık düzeylerindeki değişimler ile açıklandığı görülmüştür.

Şirketlerin likiditeleri ile kârlılık oranları arasında ise anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılamamıştır.

SUMMARY

Companies that go to public by issuing stocks and/or bonds in order to raise funds take the responsibilities of presenting transparent information about their performances to all stakeholders, especially to shareholders and creditors.

In security markets whose operational efficiency has been significantly improved by the help of information technologies, disclosing information to all investors at the same time and under the same conditions is crucial to assure investors protection as well as to establish a well-functioning market. All new information disseminated to the market is obtained by investors, assessed in the shortest period and taken into consideration in making investment decisions.

According to the theory, investors tend to decrease their expected returns on equity as the number of investors who have more advantageous positions in using information increases, so the cost of capital will decrease. Therefore, more transparent companies will have high liquidity for their shares and their capital cost of capital will be low.

Within the scope of this theory, this study examines the correlation between transparency and the liquidity of the shares for the companies traded on the ISE. For this purpose, 27 companies whose trade volume accounted for 57% of the ISE's total trade volume in 2005 were picked among 288 ISE traded companies in 2005. For each of these 27 companies, a yearly transparency table and yearly market liquidity table was prepared for the period of 1995-2005. The level of liquidity was determined based on the yearly trade volume ratio. The level of transparency was determined based on the transparency score tables which were formed from annual reports, auditing reports.

In this study, a simple regression equation in which liquidity was the dependent variable and transparency score was the independent variable was formed,

and then the equation was expanded to include the profitability ratios as the second independent variable.

Based on the regression results, it has been concluded that there is a significant relationship between companies' transparency levels and their market liquidity for the period of 1995-2005, and %2 of changes in their market liquidity can be explained by changes in transparency levels.

On the other hand, it has not been seen that there is a meaningful relationship between companies' market liquidity and their profitability ratios.

1. GİRİŞ

Genel olarak bir ekonomide, tasarruflar para piyasaları ve sermaye piyasaları üzerinden reel sektöre aktarılarak ekonomik kaynakların etkin kullanılması sağlanmaktadır. Tasarrufların reel sektörün finansmanında etkin bir şekilde kullanılması para piyasalarının ve sermaye piyasalarının kendilerinden beklenen işlevleri yerine getirebilmeleri ile mümkün olabilmektedir.

Ülkemizde halka açık anonim şirketler sermaye piyasalarının önemli bir unsuru durumundadır. Anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini halka arz ederek halka açık anonim şirket niteliği kazanmaları, başta hissedarlar olmak üzere bütün çıkar gruplarına performansları hakkında şeffaf bilgi sunma sorumluluğunu da beraberinde getirmekte ve şirketlerin şeffaflaşması ve kamuyu bilgilendirmeleri daha büyük önem arz etmektedir. Bununla birlikte söz konusu şirketler, kendi faaliyetleri ve riskleri hakkında bilgi almak isteyen karar alıcılara, gözetim ve denetim otorilerine anlaşılması güç bilgiler sunmaktadırlar. Oysa şirketlerin faaliyet alanları genişledikçe şeffaflık ve kamuyu bilgilendirmeleri daha önemli hale gelmiştir. Zira şeffaflık için gerekli olan bilginin ekonomik performansa katkıda bulunduğu gözlenmiştir. Bu bağlamda kamuya sunulan bilginin güvenilirliği, karşılaştırılabilirliği ve anlaşılabilirliği önem kazanmaktadır. Bu itibarla piyasa disiplini, şirketlerin gözetimini tamamlayıcı nitelikte olmaktadır. Piyasa disiplini ise ancak, karar alıcıların şirketlerin faaliyetleri ve bu faaliyetlerdeki riskler hakkında zamanında ve güvenilir bilgi almalarının sağlanmasıyla işleyebilir. Bununla birlikte bilgilendirmenin eksiklikleri de göz önünde bulundurulmalıdır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, halka açık anonim şirketlerin kamuyu aydınlatma kapsamında sundukları bilginin önemini göstermek amacıyla iktisat teorisinde ve finansal piyasalarda bilginin önemi ve işlevi üzerinde durulacaktır. Bu kapsamda, asimetrik bilgi sorununun piyasa başarısızlığına neden olduğu anlatılacak ve asimetrik bilginin olduğu finansal piyasalar üzerinden tasarrufların reel sektöre aktarılarak etkin kaynak dağılımının gerçekleştirilemeyeceği gösterilecektir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, finansal piyasaların şeffaflaşması ile asimetrik bilginin finansal piyasalarındaki olumsuz etkilerinin azaltılabileceği ve sermaye piyasalarında şeffaflığın önemi üzerinde durulacaktır. Bu kapsamda etkin piyasa disiplini içinde şeffaflık ve elde edilen bilgilerin kamuya açıklanmasının rolü tartışılacaktır. Halka açık şirketlerin faaliyetleri sırasında ve riske maruz kaldıkları takdirde, şeffaflığın artırılması yoluyla piyasa disiplininin güçlendirilmesinin önemi üzerinde durulacaktır.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise kamuyu aydınlatma yaklaşımına yer verilecektir.

Çalışmanın beşinci bölümünde hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören 27 şirketin şeffaflık tablolarına ve likiditelerine yer verilecektir. Bu çerçevede, önce literatür taramasına yer verilecek, daha sonra da şirketlerin şeffaflık derecesi ve likiditeleri arasındaki ilişki olup olmadığı araştırılacaktır. Daha sonra şirketlerin likiditelerini etkilediği düşünülen diğer bağımsız değişken kârlılık oranları modele dâhil edilerek ulaşılan sonuçlar tartışılacaktır.

Çalışmanın altıncı bölümünde genel bir değerlendirme yapılacaktır.

2. BİLGİNİN ÖNEMİ

2.1. İktisat Teorisinde Bilginin Önemi

Yaşadığımız dünyada ihtiyaçların sınırsız, kaynakların ise kıt olduğu varsayımı altında, insanoğlu istediği her şeye sahip olamamakta ve bundan dolayı her ekonomide, hangi mal ve hizmetlerin nasıl ve kimin için üretileceği konusunda karar verilmesi gerekmektedir. Genel olarak, özel mülkiyet esasının geçerli (sermayenin çoğunluğunun özel mülkiyete ait) olduğu serbest piyasa ekonomisinde, karar serbest piyasada fiyat mekanizması yoluyla belirlenmekte, sermayenin çoğunluğunun devlete ait olduğu merkezi planlı ekonomilerde ise ekonomik kararlar merkezi hükümet tarafından alınmaktadır. Günümüzde, özellikle doksanlı yıllarla birlikte, serbest piyasa ekonomisinin üstünlüğü tüm dünyada yaygın olarak kabul edilmiştir. Serbest piyasa ekonomisinin üç temel işleyiş varsayımı bulunmaktadır.

Ekonomi ajanları *maksimumun* peşindedirler. Hanehalkı ve firmalar ise optimum karar verirler. Bu, hanehalkı ve firmaların, karar verirken, **var olan tüm bilgileri kullandıkları** ve içinde buldukları koşullar altında bu kararların alınabilecek en iyi kararlar olduğu anlamına gelir.

Beklentiler *akılcıdır*. Bu beklentilerin, *var olan tüm bilgileri kullanarak* yapılabilecek, geleceğin en iyi istatistiksel tahminleri olduğu anlamına gelir.¹

Piyasalar süpürür (daima dengededir). Eğer böyle bir işlem onları daha iyi duruma getirecekse, firmaların ve işçilerin ücret ya da fiyatları ayarlamamaları için hiçbir neden yoktur. Dolayısıyla fiyat ve ücretler, arz ve talebi eşitleyecek şekilde uyum sağlar: başka bir deyişle, piyasalar süpürür.

Eksik rekabetçi fiyat, piyasanın denge fiyatı sağlamasını etkileyebilmekte ve bu da denge fiyatı ve Pareto optimumu konusunda sorunları ortaya çıkarmaktadır. Tam rekabetçi fiyat mekanizmasının etkinliğinin temelinde denge fiyatının bütün ekonomik aktörler tarafından bilindiği varsayılmaktadır. Ürünlerin kalitesi hakkında piyasa aktörleri tam bilgiye sahip değilse ve bilgiye serbestçe ulaşamıyorsa, Adam Smith'in görünmez eli de etkin olmayacaktır. Ürünün fiyat ve kalitesine ilişkin olarak doğru olmayan bilgiye dayanarak alınan karar kaynak dağılımının etkin olmamasına neden olabilmektedir (Nicholson, 1998:529).

Farklı kamplar arasında, düşünce hatta kuram ayrılığı olduğu yadsınamaz. Makroekonomi, gerçek dünyayla ilgilendiğinden siyasette ve medyada yapılan ekonomi politikası tartışmalarında, var olan farklılıklara elbette dikkat çekilecektir. Bununla birlikte, önemli uzlaşma alanlarının bulunduğu da söylenebilir. Ayrıca, farklı grupların, tartışma ve araştırma yoluyla, sürekli olarak yeni oydaşım (uzlaşma) alanları geliştirdikleri ve aralarındaki farkların kesin olarak nerede ortaya çıktığı konusunda daha dikkatli fikir oluşturdukları görülmektedir. Örneğin, şimdi ücret ve fiyat saptamada ve ekonomik dalgalanmalarda *bilgi sorunlarının önemi* üzerinde bir oydaşım ortaya çıkmaktadır (Dornbusch&Fischer, 1998).

¹ Nitekim yeni klasik okul, bazen akılcı beklentiler okulu diye de nitelendirilir, oysa akılcı beklentiler, yeni klasik okulun izlediği kuramsal yaklaşımın sadece bir parçasını oluşturur. Akılcı beklentiler, insanların hükümetin uyguladığı politikayı er geç anlama noktasına geleceklerini, bu nedenle insanların çoğunu, değil her zaman, çoğu zaman bile aldatmanın olanaksız olduğunu anlatır.

2.2. Finans Teorisinde Bilginin Önemi

Finansal piyasaların temel fonksiyonunun, tasarrufların yatırımların finansmanında kullanılmasına doğrudan veya dolaylı olarak aracılık ederek ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesine katkıda bulunmak olduğu ifade edilebilir.

Neoklasik finans teorisi, tam rekabetçi sermaye piyasaları varsayımına dayanmaktadır. Piyasaların mükemmel ve bilginin/enformasyonun tam olduğu durumlarda, fon temini konusunda hiçbir sorun çıkmaması ve fonların en etkin kullanıcılara aktarılması esastır. Bu ideal dünyada, firma içi fonlarla firma dışı fonlar arasında büyük bir fark olmayacağı gibi, firmaların borç ya da öz kaynak yoluyla finansman sağlamaları da performanslarını etkilemeyecektir. Ancak, bunlar gerçekçi açıklamalar/varsayımlar değildirler. Finansal piyasalar tam rekabet koşullarında çalışmamakta, önemli miktarlarda işlem ve bilgi/enformasyon maliyetleri taşımaktadır (Ökte).²

Finansal piyasalarda önemli rolü olan aracılar, işlem maliyetini azaltmakta ve küçük yatırımcıya finansal piyasalardan yararlanma olanağı sağlamaktadırlar (Mishkin, 2004:173). Finansal piyasalarda işlem maliyetinin varlığı, finansal aracılardan ve dolaylı finansmanın bu piyasalarda neden önemli bir rol oynadığını açıklamaktadır. Bununla birlikte, finansal piyasaların tam olarak anlaşılabilmesi için finansal piyasalarda bilginin fonksiyonunun belirlenmesi gerekmektedir.

Sözleşme yapan tarafların aynı bilgilere sahip olmaması, finansal piyasaların işleyişinde önemli etkisi olan ters seçim ve ahlaki tehlikeye neden olmakta ve finansal piyasaların etkin çalışmasını engellemektedir. Finansal piyasalar, temel aracılık işlevlerinin yanında, bu tür bilgi/enformasyon problemleriyle de ilgilenmek zorunda kalmaktadır. Finansal aracılar, işlem maliyetini azaltarak, riski dağıtarak ve ters seçim ve ahlaki tehlikenin neden olduğu problemlerin çözümüne katkıda bulunarak finansal piyasalarda önemli bir rol oynamaktadırlar.

²“Finansal yapının önemli bir unsuru olan aracılar, işlem maliyetlerini azaltmak ve küçük tasarruflar ile yatırımcıları finansal piyasaların imkânlarından yararlandırmak üzere ortaya çıkmışlar ve zamanla bu doğrultuda gelişme göstermişlerdir. Finansal aracılar, bu piyasalara önemli miktarda ölçek ekonomileri sağlamışlardır. Finansal işlemlerde kullanılan teknoloji, portföy çeşitlendirmesi yolu ile riskin dağıtılması, finansal uzmanlık ve danışmanlık hizmetlerinden herkesin istifade edebilmesi ve daha önemlisi müşterilere sağlanan likidite imkânları daima işlem maliyetlerindeki azalmanın olumlu sonuçları olarak görülmüştür.” (Ökte)

Akerlof'un (1970) limon³ piyasası modeli, finansal meseleler üzerinde teorik ilerleme yapma imkânını arttıran çalışmaların başlangıcı olarak kabul edilmektedir. İşleme konu olan "şey"nin niteliğinin belirlenmesinin maliyetli olduğu, kalitenin belirsizlikle ilişkilendirildiği, yani tarafların "şey" hakkında aynı bilgiye sahip olmadığı (asimetrik bilgi) esasına dayalı modelde, satıcıların satışa sundukları kullanılmış arabaların kalitesini bildikleri, fakat alıcıların bu konuda bir bilgilerinin olmadığı varsayılmaktadır. Bu durumda, alıcı ortalama bir arabanın kalitesi hakkında tahmin yapmak ve ödeyeceği fiyatı ona göre belirlemek zorundadır. Bu fiyattan satış yapmak isteyenler ise, kaliteli araba (plums) satıcılarını piyasa dışında bırakacak şekilde sadece kalitesiz araba (lemons) satıcıları olacaktır. Bu bir piyasa başarısızlığıdır ve iyi kaliteli mal satıcıları ile kötü kaliteli mal satıcıları arasındaki dışallıktan kaynaklanmaktadır. Akerlof'un modelinde bazı değişiklikler yapılarak, alıcılar ve satıcılar arasındaki bilgi/enformasyon sorunlarının, iki kalitede malın da üretimini durduracak şekilde önemli sonuçlar doğurabileceği gösterilmektedir (Varian, 2003:667-9).

Asimetrik bilginin (bir ticari ilişkide/işlemede doğru karar vermek hususunda taraflardan birinin diğerine göre daha az bilgi sahibi olması) finansal piyasaların önemli bir yüzü kabul edilmektedir. Asimetrik bilginin varlığının ters seçim ve ahlaki tehlikeye neden olduğu kabul edilmektedir. Ters seçim, taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunu olup saklı bilgiden⁴ kaynaklanmaktadır. Saklı bilgi, piyasadaki taraflardan birisinin kendisi hakkında bildiği, diğer tarafın bilmek istediği fakat öğrenemediği şeydir. Ahlâki tehlike ise, sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkmakta ve saklı faaliyetten⁵ kaynaklanmaktadır. Saklı faaliyet, ekonomik ilişkide bir tarafın faaliyetinin diğer tarafından gözlenememesidir. İki kavramın çıkış noktası da sigortacılık endüstrisidir ve bu sektörden verilen örneklerle açıklanmaktadır (Varian, 2003:671-5). Piyasada bu sorunların varlığı ile ulaşılan dengelerin etkin olmaması, standart piyasa analiziyle çelişkili bir durumdur. Sigortacılık sektöründe bu çelişki, yüksek ve düşük risk gruplarındaki müşteriler arasındaki dışallığa bağlanmaktadır. Ters seçim olan bir piyasadaki denge çok az işleme gerçekleşirken, ahlâki tehlike probleminin

³ Limon, Amerika argosunda ikinci el piyasadan alınan ve sonradan ciddi sorunları olduğu anlaşılan arabalar için kullanılmaktadır (Şükür; Bilginin İktisadi Değeri ve İçerden Öğrenenlerin Ticareti; s 6).

⁴ Saklı bilgi: Hidden information

⁵ Saklı faaliyet: Hidden Action

görüldüğü bir piyasadaki dengede tayınlama vardır. Kamu müdahalesinin bu sorunların çözümündeki rolü ise tartışmalıdır (Ökte). Diğer taraftan, kaliteli mal satıcılarının örneğin garanti verilmesi gibi kendilerini kalitesiz mal satıcılarından ayıran işaretler⁶ kullanarak asimetrik bilginin neden olduğu piyasa etkinsizliğini azaltmaları mümkündür (Varian, 2003:675-8).

Asimetrik bilgi yaklaşımı⁷, bir müddet sonra menkul kıymetlerin de limon olabilecekleri iddiasıyla finansal piyasa analizlerine girmiş ve kendisine geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Finansal piyasalardaki işlemlerde doğru karar vermek durumunda olan taraflar, birbirleri hakkında bilmek istedikleri tüm bilgilere sahip değillerdir. Örneğin, kredi talebinde bulunan bir girişimci, planladığı yatırım projelerinin riskleri ve getirileri hakkında, ödünç veren kurumdan daha fazla bilgi sahibidir. Yine bir şirketin yöneticisi, şirkette işlerin nasıl gittiği konusunda, pay sahiplerine göre daha çok bilgi sahibidir. Finansal piyasaların önemli bir özelliği olan asimetrik bilgi, bu eksik bilginin sonucudur ve diğer piyasalarda olduğu gibi bu piyasalarda da iki sorun yaratmaktadır: Ters seçim ('limon problemi') ve ahlâki tehlike.

2.2.1. Menkul Kıymet Piyasalarında Bilgi Problemi

Potansiyel bir menkul kıymet yatırımcısı, beklenen kazançları yüksek ve riskleri düşük olan 'iyi' firmaların hisse senetleri ile beklenen kazançları düşük ve riskleri yüksek olan 'kötü' firmaların hisse senetlerini birbirinden ayıramayabilir. Böyle bir durumda, menkul kıymet yatırımcısı iyi firmaların hisse senetlerinin yüksek fiyatı ile kötü firmaların hisse senetlerinin düşük fiyatı arasındaki bir fiyattan hisse senedi almak ister. Diğer bir ifadeyle, menkul kıymet ihraç eden firmaların ortalama kalitesini yansıtan bir fiyatı ödemek ister (Mishkin; 2004:175). Fakat firmalarıyla ilgili olarak potansiyel yatırımcıdan daha fazla bilgi sahibi ('saklı enformasyon') olan ve firmalarının gerçekten iyi bir durumda olduğunu ve alıcının teklif ettiği fiyatın, firmanın menkul kıymetlerinin gerçek (olması gereken) değerinin altında olduğunu bilen iyi firmaların sahipleri ya da yöneticileri, menkul kıymetlerini bu fiyattan satmak istemeyeceklerdir. Dolayısıyla bu fiyattan satış mümkün değildir.

⁶ İşaret: Signalling

⁷ The analysis of how asymmetric information problems affect economic behavior is called **agency theory** (Mishkin S 175)

Bu durumda, piyasada menkul kıymetlerini satmak isteyenler sadece, alıcının teklif ettiği fiyatın, onların menkul kıymetlerinin gerçek değerinin üzerinde olduğunu bilen kötü firmalar olacaktır. Kötü firmaların sahiplerinin ya da yöneticilerinin, menkul kıymetlerini satmak için aşırı ısrarcı bir tutum izlemeleri, potansiyel (rasyonel) yatırımcılara bu menkul kıymetlerin gerçek değerleri hakkında işaretler verecek ve onlar da bu piyasada yatırım yapmaktan vazgeçecektir. Sonuç, ikinci el araba piyasasına benzer şekilde, menkul kıymet piyasasının işleyişinin aksaması ve bu piyasada çok az sayıda firmanın sermaye temini için menkul kıymet ihraç edebilmesi olacaktır (Mishkin, 2004:176).

Menkul kıymet piyasasında tahvil satın almak isteyen bir yatırımcı da aynı problemle karşılaşabilir. İyi ve kötü firmaların tahvillerini ayırt edemeyen yatırımcı, eğer faiz oranı borçlanma enstrümanını ihraç etmeye çalışan iyi ve kötü firmaların ortalama geri ödenmeme riskini karşılamaya yetecek kadar yüksek ise tahvil satın almak isteyecektir. Fakat iyi firmaların (bilgili) sahipleri, bu faiz oranının kendilerinin ödemesi gereken orandan çok yüksek olduğunu fark ederek, tahvil piyasasından borçlanmak istemeyeceklerdir. Bu durumda, sadece kötü firmalar borçlanmak isteyeceklerdir. Fakat bu durumun farkında olan menkul kıymet yatırımcıları kötü firmaların tahvillerine yatırım yapmak istemeyecekler ve belki de artık hiç tahvil almayacaklardır. Sonuç, bu piyasada çok az sayıda tahvilin satılabilmesi ve firmalar için tahvil ihracı yoluyla fon sağlama imkânının azalması olacaktır (Mishkin, 2004:176).

2.2.2. Kredi Piyasasında Bilgi Problemi

Kredi piyasasının mükemmel olarak ve tam bilgi ile çalışması halinde, kredilerin etkin bir şekilde kullanıcılara aktarılması beklenecektir. Bu özellikler sahip bir kredi piyasasında denge faiz oranı vasıtasıyla sağlanacaktır (Aras ve Müslümov). Bilginin tam olduğu böyle bir durumda krediye erişim konusunda sorun olmayacak ve mali kaynaklar en etkin çalışan firmalara aktarılacaktır. Bu tür ideal bir dünyada firma içi fonlar ile firma dışı fonlar arasında önemli bir fark olmayacağı gibi, firmaların borç veya özkaynak yoluyla finansman sağlamaları da performanslarını etkilemeyecektir. Ancak, mali piyasalar mükemmel değildir. Zira iki önemli sorun bulunmaktadır. Bunlardan birisi bilgi, diğeri ise sözleşmelerin bağlayıcılığının

sağlanmasının maliyeti ile ilgilidir. Kredi piyasasında bilgiye ilişkin iki tür sorun vardır (Atiyas ve diğ.). Bunlarda birincisi ters seçim sorunu, kredi sözleşmesinin yapılması öncesinde ödünç verenlerin ödünç alanların gerekli tüm özelliklerini görememesinden kaynaklanmaktadır. Girişimci, projesinin beklenen getirisini bilmekte ('saklı bilgi'), fakat banka projenin beklenen getirisi hakkında herhangi bir bilgiye sahip olmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, banka iyi ve kötü kredi risklerini birbirinden ayıramamaktadır. İkincisi ise, kredi verildikten sonra ödünç verenin ödünç alanın faaliyetlerini gözlemleyememesi ('saklı faaliyet') ile ilgili olan ahlâki tehlike sorunudur. Bu sorun ise, ödünç alanların kredileri getiri beklentisi yüksek riskli projelerde kullanma eğiliminde olabilmelerinden kaynaklanmaktadır.

Ters seçimde, potansiyel borçlanıcıların büyük bir ihtimalle kredi riskleri en kötü kişiler olması söz konusudur. Bu kişilerin krediler için aşırı istekli olmaları, bir anlamda ödünç veren kurumu bu kişilere kredi vermeye zorlamaktadır. Krediler için en çok talepte bulunanlar bu kişilerdir. Dolayısıyla ödünç veren kurum tarafından seçilme şansı en yüksek olanlar bunlardır. Ancak, ödünç veren kurum, bu kişilerin aynı zamanda aldıkları kredileri geri ödememe ihtimali en yüksek kişiler olduklarını da bilmektedir. Sonuç, bu en kötü ihtimale karşı, ödünç veren kurumun piyasada kredi riskleri iyi kimseler bulunmasına rağmen kredi vermemesidir.

Ahlâki tehlike, ödünç verenin bakış açısından ödünç alanın istenmeyen (tehlikeli) faaliyetlere girmesi, bu yönde teşviklere sahip olması durumudur. Krediyi alan kişi, bunu getirisi ve riski belli olan bir projeye yatırabileceği gibi, getirisi belirsiz ve riski yüksek bir projeye de yatırabilir. Alınan kredinin riskli projede kullanılması halinde, iki ihtimal söz konusudur. Kredi alan yatırımcı, projeye yatırdığı parayı ya fazlasıyla geri alacak ya da tümüyle kaybedecektir. Birinci ihtimalde, yani riskli projenin başarılı olması halinde, yatırımcı bu işe koyduğu paranın çok üzerinde bir kazanç sağlamış olacaktır. Ancak, bu tek taraflı bir kazançtır. Çünkü ödünç verene geri ödeyeceği miktar bellidir. Projenin başarısız olması halinde ise, yatırımcının ödünç veren kuruma olan borcu değişmeyecektir. Bu borç, alınan kredi miktarı ve bunun faizi ile sınırlıdır. Yatırımcıyı, getirisi ve riski daha yüksek olan projeyi seçmeye teşvik eden şey, ödünç veren kuruma karşı olan yükümlülüğünün sınırlı olmasıdır. Projenin başarısız olması halinde, alınan kredinin geri ödenmeme riski de vardır. Yatırımcıların bu tür davranışları, ödünç verenlerden

ödünç alanlara 'servet transferi' anlamına gelmekte; bu nedenle de, ödünç verenler tarafından hoş karşılanmamaktadır. Sonuçta, ödünç verenler ahlâki tehlike faktörüne karşı, piyasada riski ve getirisi düşük (güvenli) projeler olmasına rağmen kredi vermek istememektedir (Mishkin, 2004:174).

Aras ve Müslümov, asimetric bilgi sorununun, ters seçim ve ahlaki tehlikenin/çöküşün yanı sıra temsilcilik sorununa da neden olduğunu belirtmektedirler. Temsilcilik sorunu ise, bir sözleşme tarafının işlerini görmek için temsilci kullanıldığında, o temsilcinin faaliyetlerini tam olarak kontrol edemediği veya sürecinin maliyetli olduğu durum olarak tanımlanmaktadır.

Türkiye'de 1994 yılında uygulanmaya başlayan mevduat sigorta sistemi bankalarda ahlaki tehlike sorununa neden olmuştur. Ahlaki tehlike sorununa yüksek duyarlılığı olan küçük ölçekli yerli özel ticaret bankalarının mevduat sigorta sisteminin uygulanmasından sonraki dönemde sermaye yeterliliğini kaybettikleri, kredi, likidite risklerinin arttığı, gelir-gider dengesinin bozulduğu, ortalama faiz yükünün arttığı ve temsilcilik maliyetinin yükseldiği araştırma bulguları arasındadır. Banka performansındaki bu değişimler ekonomik konjonktürden arındırıldığı için ahlaki tehlike sorunundan kaynaklandığı görülmektedir (Müslümov).

Bu açıklamalar, ödünç verenin karşılaştığı geri ödenmeme riski nedeniyle iki sorunun kesin çizgilerle birbirinden ayrılamayacağını ortaya koymaktadır. Gerçekten, hem ters seçim sorunu hem de ahlaki tehlike sorunu birer kredi tayinlaması sebebidir. Dolayısıyla bu sorunların çözümlerinin de benzer olması beklenmelidir (Ökte).

2.2.3. Çözüm Önerileri

Eğer menkul kıymet yatırımcıları iyi firmaları kötü firmalardan ayırabiliyorlarsa, iyi firmalar tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin tüm değerini ödeyecekler ve bu firmalar da piyasada menkul kıymetlerini satabileceklerdir. Böylece menkul kıymet piyasaları, fonları en verimli yatırım fırsatları olan etkin kullanıcılara aktarma fonksiyonlarını yerine getirmiş olacaktırlar (Mishkin, 2004:176). Yine, kredi piyasasının mükemmel bir şekilde ve tam bilgi koşullarında çalışması halinde, kredilerin en etkin kullanıcılara aktarılması

beklenecektir. Bu özelliklere sahip bir kredi piyasasında denge, faiz oranı vasıtasıyla sağlanacaktır. Ancak, bu ideal dünya her zaman geçerli değildir. Eksik bilgi sonucunda ortaya çıkan asimetrik bilgi problemi, finansal piyasaların temel işlevlerini yerine getirmelerine engel olmaktadır.

Asimetrik bilgi sorununun, hemen hepsi piyasa sisteminin kuralları içinde düşünülen çeşitli çözümleri vardır (Healy&Palepu, 2000 ve Aras 2001). Burada belirtilmesi gereken husus, bu tedbirlerin hiçbirinin asimetrik bilgi problemini tek başına yok edemeyeceği gibi, menkul kıymet piyasalarında bu sorunun tamamen ortadan kalkmasının da mümkün olmadığıdır.⁸

Piyasadaki bilginin artırılmasına yönelik olan çözüm önerilerinden kamu düzenlemeleri yoluyla finansal piyasalarda şeffaflığın artırılarak piyasa disiplinin sağlanmasının son dönemde ön plana çıktığı görülmektedir. Bunlar, mali tabloların belli standartlara göre düzenlenmesi ve periyodik olarak halka açıklanma zorunluluğunun getirilmesi ile aleniyet (disclosure) ilkelerinin benimsenmesi şeklindeki uygulamalardır (Mishkin, 2004:177). Kamu düzenlemeleri, yatırımcılara bilgi sağlayarak sermaye piyasalarının etkin işleyişini bozan ters seçim problemini azaltmakla birlikte sorunu tam olarak ortadan kaldırmamaktadır. Zira firma yöneticilerinin ve sahiplerinin şirketle ilgili olarak her zaman daha fazla bilgileri vardır ve bu bilgiler açıklanmamış olabilir. Yine kötü firmaların kendilerini iyi firmalara benzeterak yatırımcıları yanıltmak istemeleri mümkündür. Bu nedenle de, her zaman kendileri ile ilgili yanlış bilgi verme ihtimalleri bulunmaktadır.

Ülkemizde sermaye piyasalarında kamu düzenlemeleriyle bilginin sağlanması Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın düzenlemeleriyle gerçekleştirilmektedir. Bu aşamada finansal piyasalarda şeffaflaşmanın yararlarının anlatılması yerinde olacaktır.

⁸ “Finansal piyasalara asimetrik enformasyon yaklaşımı, finansal piyasalardaki aksak ve hatalı işleyişin yapısal olduğu tezini savunmaktadır. Bu bağlamda, neoklasik yaklaşımın enformasyonun dışsal olduğu ve ekonomi içinde mükemmel ve maliyetsiz bir şekilde dağıldığı iddiası reddedilmektedir. Finansal piyasalar, işlem ve enformasyon maliyetleri açısından mükemmel olmayan bir yapıya sahiptirler. Kapitalist ekonomilerdeki başarısızlıkların sebebi, sistemin merkezini oluşturan sermaye piyasalarındaki bu aksak yapıdır”(Ökte).

3. FİNANS PİYASALARININ ŞEFFAFLAŞMASI

Gelişmiş ülkelerde şeffaflığı finansal düzenlemelerdeki temel unsurlardan birisi olarak kabul etme eğilimi görülmektedir. Şeffaflık bir etik zorunluluk olarak da görülmekle birlikte, finansal piyasalarda şeffaflığın artırılmasının yararlı ve gerekli olduğu yönünde önemli nedenler bulunmaktadır. Zira ilk bölümde anlatıldığı üzere, serbest piyasa ekonomisi fiyat mekanizması tarafından düzenlemekte olup, fiyat mekanizmasının bunu gerçekleştirebilmesi için bilginin tam ve ulaşılabilir olması gerekmektedir. Ayrıca, ekonomik alanda, hem kaynak dağılımının düzeltilmesi hem de verimlilik ve büyüme üzerinde olumlu etki yaratan bilginin güvenilir ve doğru zamanlı (güncel) olarak elde edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle finansal piyasalarda şeffaflığın sağlanarak bilginin ulaşılabilir kılınması büyük önem arz etmektedir. Zira bilgi problemi sermaye piyasalarında kaynakların etkin dağılımına engel olmaktadır. Şeffaflaşma bu problemin azaltılmasında önemli bir rol oynamaktadır (Healy&Palepu, 2000).

Finansal piyasalarda şeffaflık, genel olarak mevcut durum ve olaylar hakkındaki bilginin ulaşılabilir, somut ve anlaşılabilir olması sürecini ifade etmektedir. Şeffaflık, piyasa katılımcılarının bir firma veya bir ülkeyi diğerinden ayırmak ve riskleri tanımak için gereken bilgiyi elde etmelerini sağlayarak, kaynakların etkin dağılımına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, şeffaflık katılımcıları piyasa beklentileri hakkında bilgilendirmekte, belirsizlik zamanlarında piyasalarda istikrarın sağlanmasına yardımcı olmakta ve açıklanan politikaların etkinliğinin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır (TBB-1999a).

Şeffaflığın etkin olabilmesi için öncelikle iki koşulun bulunması gerekmektedir:

1. Şeffaflıklarını artırmaları beklenen hedef gruplar (bankalar, şirketler, hükümetler vs.) talep edilen bilgiyi verme yetisine ve istekliliğine sahip olmalıdır.
2. Bilgiyi kullanacak olanlar ise kabul görmüş standartlara göre bilgiyi sağlayanları değerlendirmek üzere sunulan bilgiyi kullanabilme yetisine sahip olmalıdır.

Son dönemdeki finansal krizlere ilişkin literatür incelendiğinde, şeffaflığın yeterli düzeyde olmaması, son dönemde meydana gelen finansal krizlere neden olan ya da ortaya çıkmalarına neden olan faktörlerden birisi olarak gösterilmektedir (TBB, 2002). Zira, finansal piyasaların etkin olarak işlemesi için bilgiye olan gereksinim diğerlerine göre çok daha fazladır. Özellikle, 1990'lı yılların sonlarında Asya'da yaşanan finansal krizler yalnızca finansal sektörde şeffaflığın önemine işaret etmekle kalmamış aynı zamanda göreceli olarak daha dar kapsamlı bu sorunu yönetimde şeffaflık gibi daha geniş bir boyuta taşımış ve yapılan çalışmalarda şeffaflık, iyi yönetim ve ekonomik istikrar arasındaki muhtemel bağlantıların altı çizilmiştir (TBB, 2002).

Genel olarak, para ve maliye politikaları hakkında ve bankalar ile şirketlerin faaliyetleri hakkında daha çok bilginin piyasa disiplinini güçlendireceği, dolayısıyla finansal piyasalarda şeffaflığın artmasının finansal krizlerin tekrarlanma oranını azaltabileceği ifade edilmektedir. Gerçekten de finansal piyasalardaki daha fazla bilgi piyasa ajanlarına daha sağlıklı risk değerlendirme imkânı sunarak finansal piyasalarda daha etkin yatırım kararlarının alınmasını ve düzenlemelerin yapılmasını sağlayacaktır.

Diğer taraftan “bilginin” finansal krizlerin etkisini azaltabileceği kabul edilmekle birlikte, bilgi yetersizliğinin tek başına finansal krizlerin nedeni olarak algılanması da doğru olmayacaktır. “Örneğin İskandinavya ülkeleri en şeffaf sistemlere örnek gösterilirken bu durum onları finansal krizlerden korumaya yetmemiştir. Hatta bazı durumlarda şeffaflığın zararları bile olabileceği, örneğin zamanla kendini düzeltme imkânı bulabilecek bazı zayıf finansal kuruluşların kapatılmasına yol açacağı öne sürülmektedir (Furman, Stiglitz: 1998)”(TBB, 2002).

Kamu bilgilendirmelerindeki yetersizlik ve finansal göstergelerin şeffaf olmaması Asya'da yaşanan finansal krizi ne ölçüde tetiklediği konusunda kesin bir yargıya varılmamakla birlikte finansal bilgilerdeki eksikliklerin erken uyarı sistemlerinin etkin olarak işlemesini engellediği ve dolayısıyla gerekli önlemlerin alınmamasına neden olduğu söylenebilir. Zira şeffaf, güvenilir ve karşılaştırılabilir bilgi, piyasa oyuncularının doğru zamanda doğru karar almalarına yardımcı olmaktadır. Şirketlerin finansal performansları hakkında zamanında bilgi alınması erken uyarı sistemini harekete geçirerek problemlerin daha küçükken

çözümlemesine de olanak vermektedir. Bu görüşten hareketle, daha şeffaf kamuoyu bilgilendirmeleri ve uluslararası muhasebe standartlarına uyumun, Asya'da yaşanan kriz gibi küresel boyutta etkileri olan krizlerin etkilerinin azaltılmasında önemli rol oynayacağını söylemek yanlış olmayacaktır.

Ancak konunun diğer boyutu ise geliştirilen bu standartların uygulanmasının sağlanması ve izlenmesidir. Son dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki finansal reformların en önemli boyutunun şeffaflığın artırılmasına yönelik standartların benimsenmesi olduğu ve bu konuda uluslararası kuruluşların rehberlik etmelerinin gerektiği belirtilmektedir (TBB, 2002).

Genel bir değerlendirme yapıldığında, bilginin doğru zamanlı ve güvenilir olması ve teşvik mekanizmaları oluşturmak ve kamuoyu bilgilendirmelerine ilişkin standartlara uyumu sağlamak üzere gerekli düzenlemelerle desteklenmesi halinde daha fazla bilginin piyasa disiplinini güçlendireceğini söylemek yanlış olmayacaktır.

3.1. Şeffaflık

Bu bölümde şeffaflıktan, şirketlerin mali durumu ve performansı, faaliyetleri, risk profili ve risk yönetimi uygulamaları ile ilgili bilgilerin kamuoyuna açıklanması anlaşılmaktadır. Buradan açıklamanın şeffaflığı sağladığı sonucu çıkarılmamalıdır. Şeffaflığı sağlamak için bir şirketin faaliyetleri ve risk profili hakkında bilgi edinmek isteyenlere bir şirket zamanında, tam, kalitatif ve kantitatif bilgi sağlamalıdır. Aynı zamanda sağlam ölçme prensiplerine dayanan bilginin açıklanması gereklidir ve bu prensipler eksiksiz olarak uygulanmalıdır (TBB,1998). Bu noktada şirketlerin şeffaflığına katkıda bulunacak bilginin kalitatif özelliğinin de belirlenmesi gerekmektedir.

(a) Anlaşılabilirlik: Şirket için yapılan değerlendirmelerin karar alıcılar ve diğer kişiler için anlamlı olması için bilginin anlaşılabilir olması gerekmektedir.

(b) Uygunluk ve Zamanlama: Bilginin doğru karar almada faydalı olması için karar verme süreciyle ilişkili olması gerekmektedir. Bilgi, karar alıcılara beklenen riskleri, yatırım yapıldığında elde edilecek getirileri, borç verme ya da şirket ile ilgili diğer riskler ile şirketin gelecek performansını ve durumunu gösterdiği

zaman anlam kazanmaktadır. Gözetim ve denetim otoriteleri için de bilgi şirketin faaliyetlerinin sağlamlık ve güvenilirliği hakkında bilgi edinmek istedikleri zaman gerekmektedir. Ayrıca, bilginin zamanında olması da gerekmektedir. Şirketin risk profili ve yönetimi ile performansı hakkında doğru bir bakış açısı yakalamak için bilgi düzenli aralıklarla ve zamanında sağlanmalıdır.

(c) Güvenilirlik: Bilgi aynı zamanda güvenilir olmalıdır. Bu nedenle işlemlerin ihtiyatlı, açıkça ifade edilmiş, maddi açıdan eksiksiz ve hatasız sunulması gerekmektedir. Bazı durumlarda şirketler uyumluluk ve güvenilirlik özellikleri arasındaki dengeyi iyi kurmalıdır. Örneğin, gelir tahminleri gibi gelecekle ilgili bilgiler, ilgili olmak özelliği ile çok bağlantılıdır, ancak güvenilirlik prensibinden uzaktır. Ayrıca, şirketlerin bazen risk profillerini çok hızlı değiştirdiklerinden doğru zamanlama çok önemlidir. Bununla birlikte, güvenilirliği sağlayan yöntemlerden birisi olan dış denetim, bilginin elde edilmesini geciktirmektedir.

(d) Karşılaştırılabilirlik: Bilginin bir diğer önemli özelliği karşılaştırılabilir olmasıdır. Gözetim ve denetim otoriteleri ve karar alıcılar bilginin kurumlar, ülkeler ve zaman içerisinde karşılaştırılmasına ihtiyaç duymaktadırlar. Bu durum şirketlerin uygun muhasebe politika ve yöntemleri ile tek ölçüm ilke ve yöntemlerinin kullanılması anlamına gelmektedir. Ayrıca, muhasebe politikaları değiştiği zaman, bu değişiklikler ve etkileri yayınlanmalıdır. Bilginin ülkelerarası karşılaştırılabilmesi, karar alıcılara diğer şirketlerin mali durumunu ve performansını gösterme imkânı sağlamaktadır. Dönemler itibariyle yapılması şirketin durumu ve performansı için gereklidir. Mali durum ve performansla ilgili eğilimlerin belirlenmesini kolaylaştırmak için, bir veya daha önceki dönemlerle ilgili karşılaştırmalı rakamlar mali raporlarda yer almalıdır.

(e) Maddesellik: Şirketler mali raporlarında her kalemi ayrı göstermeli veya açıklamalıdır. Bilginin maddesel özelliği, hata yapıldığında veya yanlış ifade edildiğinde bilgidен yaralananların kararlarını değiştirmesi veya etkilemesiyle ilgilidir. Maddesel olmadığı için bilgilendirme yapılmayan bilgi kurum içinde risk yönetimi amacıyla veya gözetim değerlendirmelerinde kullanılabilir.

3.2. Şirketlerin Şeffaflığının Sağlanması

Halka açık şirketlerin kaynak sağlamak amacıyla sermaye piyasalarına yönelmeleri, başta hissedarlar ve borç verenler (şirketlerin tahvillerini alanlar) olmak üzere bütün çıkar gruplarına performansları hakkında şeffaf bilgi sunma sorumluluğunu da beraberinde getirmiş ve şirketlerin şeffaflaşması ve kamuyu bilgilendirmeleri daha büyük önem arz etmiştir.

Genel olarak iyi ve şeffaf yönetilen bir şirketin sermaye piyasasında daha başarılı olacağı, yüksek risk taşıyan bir şirketin ise daha fazla getiri bekleyen bir yatırımcı kitlesiyle karşılaşmak durumunda kalacağı belirtilmektedir. Ayrıca, şirket yönetimi ile yatırımcıları arasındaki asimetrik bilgilendirme sorununun azalması ve şirketin yatırımcısının korunmasını teminen şirketlerin tam, güvenilir, şeffaf ve kaliteli kamuyu aydınlatma sistemlerini ve uluslararası standartlarla uyumlu muhasebe standartlarını benimsemeleri şart koşulmaktadır.

Şeffaf işletmelerin hisse senetlerine ilginin arttığı, söz konusu senetlerin likiditesinin üst seviyelere ulaştığı ve sermaye maliyetlerinin azaldığı; benzer şekilde şirket hisse senetlerinin piyasada yüksek likiditeye sahip olmasının şirketlerin sermaye maliyetlerini düşürerek kendilerine yüksek ekonomik katkılar sağlayacağı ve maliyetli olmasına rağmen şirketler gönüllü olarak kamuyu aydınlatma güdüsünü aşılacağı belirtilmektedir (Sayar, 2003:110-1).

Halka açık şirketler açısından, şeffaflık ve kamuyu aydınlatması kapsamında, bilginin açıklanması yanında kullanıma en uygun şekilde sunulması da önem taşımaktadır.

Şeffaflaşma ve kamuyu aydınlatma, halka açık şirketleri piyasa disiplinine alıştırmak hususunda etkili bir mekanizmadır. Bu nedenle, kamuya açıklanan mali tabloların bilgi ihtiyaçlarını karşılayacak derecede kapsamlı olması gerekmektedir. Çalışmalarda, şirketlerin faaliyetleri sırasında ve riske maruz kaldıkları takdirde şeffaflığın artırılması yoluyla, piyasa disiplinin güçlendirilmesi ve mali istikrarın sağlanması tavsiye edilmektedir. Bunun yanında, çalışmada gözetim ve denetim otoritelerinin bu tarz bilgileri kullanmaları tavsiye edilmektedir (TBB, 1999a)

3.2.1. Şeffaflığın Yararları

3.2.1.1. Piyasa Disiplini ve Bilgilendirmenin Faydaları

Piyasa mekanizması, risklerini etkin bir şekilde yöneten şirketleri ödüllendiren, risk yönetimi yetersiz ve ihtiyatsız olanları da cezalandıran bir disiplin anlayışına sahiptir. Bununla beraber piyasa disiplini, ancak karar alıcıların şirket faaliyetleri ile bu faaliyetlerin riskleri konusunda zamanında ve güvenilir bilgi temin etmeleri suretiyle sağlanabilir. Bu nedenle şirketlerin piyasa gelişmelerine ve kendi faaliyetlerinin karmaşıklığına göre piyasalara yeterli ve anlamlı bilgi sunmaları gerekir.

Teoride, sağlam ve iyi yönetilen bir şirketin, mali konumu, performansı, riski yönetme ve kontrol etme yeteneği hakkında kapsamlı, kesin, eksiksiz ve zamanında bilgi sunmasından dolayı avantajlı duruma geçmektedir. Bu nitelikteki şirketler piyasadaki diğer şirketlere göre daha etkin olarak sermaye piyasalarını kullanabilirler.

Piyasada karar alıcılar, kamuoyu bilgilendirmelerinden yararlanmak suretiyle elde ettikleri bilgileri ekonomik kararlarında kullanabilirler. Karar alıcılarının güvenilir ve doğru kamuoyu bilgilendirmeleriyle bilinçli kararlar almaları şu şekilde sağlanabilir:

1. Şirketlerin mali gücü ve performansı hakkında doğru bilgi elde etmelerini sağlayarak.
2. Şirketler tarafından açıklanan bilginin güvenilirliğini arttırarak.
3. Bir şirketin riske maruz kalma durumunu kontrol etme ve yönetme kabiliyetini göstererek; örneğin risk ölçme yöntemleri hakkında kalitatif (niteleyici) ve kantitatif (niceleyici) bilginin açıklanması yoluyla.
4. Piyasa belirsizliğini azaltarak.

Piyasada karar alıcılar, şirketlerin işlerini etkin bir şekilde yönetmeleri için teşvikler sağlayarak piyasa disiplinin işleyişine katkıda bulunabilirler. Esasında

piyasa disiplini, sağlam ve iyi yönetilen Şirketlerin bilgi sahibi ve rasyonel davranan karar alıcılarla daha iyi koşullarda işlem yapması esasına dayanmaktadır⁹.

Kamuoyu bilgilendirmeleri ile Şirketlerde sorun oluŐması engellenmeye çalıŐılmaktadır. Bilgilendirmelerin sık yapılması piyasa disiplinin daha çabuk ve etkin çalışmasını sağlamakta, böylelikle Şirketleri ihtiyatlı ve etkin bir Şekilde çalışmaları için teşvik edilmektedir. Şirket yönetiminin Şeffaflık derecesi, karar alıcıların alacakları tutumu belirlemektedir. Örneğin, yatırım kararları ve diğer ticari iŐlerle ilgili kararlar, Şirket yönetimini risk yönetimi uygulamaları ve i kontrolle ilgili gelişme sağlama konusunda teşvik etmektedir. Bu nedenle kamuoyu bilgilendirmesine dayanan piyasa disiplini, gözetim ve denetim otoritelerinin Şirketlere sağlam risk yönetim sistemi ve uygulamaları yönündeki tavsiyeleri ile bir bütün oluŐurmaktadır.

Şeffaflık, etkin piyasa disiplinin bir önkoŐulu olduğu gibi, mali istikrarın sağlanmasında da çok önemlidir. Piyasada krizler bilgi akıŐı düzensiz olduğunda daha sık oluŐmaktadır. Bilgilendirme sürdüğü müddetçe piyasa mekanizması disiplini daha erken ve etkin çalıŐabilir. Zamanında yapılan bilgilendirme piyasa krizlerinin Őiddetini azaltmaktadır. Çünkü karar alıcılar düzenli yapılan bilgilendirmelerle mevcut durum hakkında bilgi sağlamaktadırlar. Bilgilendirme, piyasanın kriz anında hangi Şirketlerin krize karşı dayanıklı olduğunu gösterdiği için krizlerinin sistematik etkilerini azaltmaktadır. Ayrıca, kamuoyunun bilgilendirilmesi, kurumsal yönetimi ŐeffaflaŐtırarak ve geniş bir hissedar grubunu yönetime dâhil ederek, hissedarların Şirket yönetimi üzerindeki etkinliklerini artırabilir. Bunlara ilaveten, bilgilendirme Şirketleri ihtiyatlı davranmaya teşvik edici gözetim mekanizmalarını güçlendirmektedir. Son olarak, bilgilendirme Şirketler arasında risk ve getiri açısından karŐılaŐtırma olanağı sunduğundan sermayenin daha etkin dağıtılmasını sağlayacaktır.

⁹ Piyasada karar alıcılar, aynı zamanda fiyattan ziyade sözleŐmenin vadelerini deđiŐtirerek disiplini sağlamaktadır. Örneğin, riski artıracak faaliyetlerin hacmi daraltılırken, bazı bankalar için teminat zorunlulukları artırılabilir. Benzer Şekilde, mevduat sahipleri güvenilir kabul edilmeyen bankalardaki kısmi ya da hiç sigorta edilmemiş mevduatlarını çekme talebinde bulunurlar. Bu bankalarla yeni iş bağlantılarının kurulması piyasanın tercih edeceği bir durum değildir.

3.2.1.2. Kamuyu Bilgilendirmede Etkinlik

Gözetim ve denetim otoriteleri ve diğer politika belirleyiciler bilgilendirme standartlarını düzenlerken birçok konuyu göz önünde bulundurmalıdır. Bu konuda iki ana hedef bulunmaktadır: Birincisi açıklanan bilgi şeffaflık sonucunu getirmelidir¹⁰. İkincisi, piyasa iyi yönetilen şirketleri ödüllendirmelidir.

3.2.1.2.1. Şeffaflığın Sağlanması

Şirketlerin risk durumunu şeffaflaştırmada çeşitli sorunlarla karşılaşmaktadır. Örneğin, çoğu ülkede şirketlerin faaliyetlerinin değerini tahmin etmek güçtür. Bu nedenle şirketlerin mali gücü ve performansında her zaman belirsizlik mevcuttur. Buna ilaveten şirketlerin risk alma durumu ile iç denetiminin kalitesi çok önemlidir.

Şirketlerin müşterileriyle ilgili faaliyetleri ve riske maruz kaldıkları hallerle ilgili bütün bilgileri açıklamaları, gizliliğin sağlanması gerektiğinden bir noktadan sonra mümkün değildir. Özel yasalar şirketlerin müşterileri hakkında açıklama yapmalarını sınırlamıştır. Ayrıca müşteriler, risk yönetim teknikleri ve stratejileri hakkında verilecek detaylı bilgiler, şirketlerin bu aktivitelere yaptığı yaptırımların değerini düşürecektir. Bilgilendirme standartları bir yandan karar alıcıların şirketin yönetim kalitesi hakkında bilgi almalarını sağlarken, diğer yandan özel bilgilerin saklı kalmasını öngörmektedir. Bilginin faydası güncel olmasıyla bağlantılıdır. Şirketin risk profili sürekli değiştiğinde şeffaflık bilgisinin sürekli güncelleşmesi gerekmektedir.

3.2.1.2.2. Piyasa Disiplininin Sağlanması

Piyasa disiplininin piyasa denetimi ve gözetimini/düzenlemelerini tamamlayıcı nitelikte olduğu tüm dünyada gittikçe daha fazla kabul görmektedir. Etkin piyasa disiplini piyasa katılımcılarının şirketlerin risk ve finansal durumlarına ilişkin olarak gerekli bilgiye sahip olmaları ile mümkün olduğu kabul edilmektedir (Study Group On Disclosure).

¹⁰ Bazen kamuyu aydınlatma kapsamında sunulan bilgiler bilgi kirliliği yaratarak “kaş yaparken göz çıkarma durumu” söz konusu olabilmektedir.

Şirketlerdeki güvenliği ve sağlamlığı artırmanın bir aracı olarak görülen bilgilendirmenin etkinliği, aynı zamanda mali istikrarı sağlamaya yönelik tedbirler alan piyasa ajanlarına da bağlıdır. Karar alıcıların bu tutumunu tahmin etmek her zaman mümkün değildir.

Örneğin, eğer hissedarlar, alacaklılar ve genel olarak piyasa devletin mali durumu iyi olmayan bir şirket hakkında kısmi, yanıltıcı bilgilendirme yapılmasına izin vermesi ya da hiç bilgilendirme yapılmamasını tercih etmesi durumunda açıklanan bilgi güvenilirliğini yitirecektir. Bu durumda karar alıcıları ikincil kaynaklardan örneğin, derecelendirme kurumlarının notları, medya gibi kaynaklardan bilgi sağlamaya çalışacaklardır. Ayrıca piyasa disiplini hakkındaki bilgilendirmenin etkinliği, piyasada karar alıcıların, bilgilendirmenin resmi bir güvenlik çemberi ile korunduklarına inanmaları nedeniyle kısıtlanmaktadır.

Piyasada karar alıcılar arasında, örneğin hissedarlar ile alacaklılar arasında, farklılıklar bulunmaktadır. İflasın eşiğinde bir şirkette hissedarların çıkarları doğrultusunda riskli stratejilerin uygulanmasına izin verebilmektedir. Zira genel olarak şirketlerin yüksek faizle borçlanması da hissedarın karını azaltabilecektir.

Piyasanın uygun disiplin mekanizmasını kuramadığı takdirde şirket üzerindeki etkisi şirket içindeki teşvik yapısına bağlı kalacaktır. Piyasa disiplini, hissedarların yönetim kuruluna ihtiyatlı davranmaları konusunda baskı yapmaları sonucunu getirirken, yönetim kurulunun üst yönetime ve üst yönetimden daha alt kademelere ihtiyatlı davranılması konusunda teşvikler sağlanacaktır. Ancak bu organizasyon zincirinde zayıflıklar vardır. Örneğin, yönetime ve daha alt kademelere uygulanan yaptırımlarla (işten çıkarma gibi), hissedarlara uygulanan yaptırımlar (zarar edilmesi) çakışmamaktadır. Bu nedenle yönetim personele sağladığı teşvikler karşılığında gereksiz risk almaktadır. Şirketin personeline teşvik paketleri sunması, uzun dönemde mali performansını etkilemektedir. Ayrıca bu tür uygulamalar ihtiyatlı davranmayı da önlemektedir.

Piyasa disiplini alacaklıların veya yatırımcıların, mali yapısı sağlam şirketleri tercih etmelerini gerektirirken, pay sahiplerinin riske maruz kalma durumlarını kısıtlayan düzenlemeleri piyasa disiplinin etkinliğini azaltmaktadır.

3.2.2. Şeffaflığın Olumsuz Yönleri

Şeffaflık ve kamuyu aydınlatmanın önemli yararları olmakla birlikte, her derde deva bir ilaç olarak düşünülmemelidir (Rosengren). Literatürde, şeffaflığı teşvik etmek için, gözetim ve denetim otoriteleri ve diğer politika yapıcılarının bilgilendirmenin eksikliklerini göz önünde bulundurmaları gerektiği ifade edilmektedir. Zira kamu çıkarları ile özel çıkarlar her zaman çakışmayabilir.

Kamuoyu bilgilendirmesinin bir olumsuz özelliği içerdiği maliyettir. Bilgilendirmenin faydalarının maliyetinden daha fazla olup olmadığı tartışmalıdır. Birinci neden bilginin üretiminin ve sağlanmasının direkt maliyetleridir. Politika belirleyiciler bilgilendirmenin faydalarından bahsederken, bazı çalışmalar bilgilendirme ihtiyacının ciddi maliyetler de ekleyeceğini göstermektedir. Bununla beraber, iyi yönetilen şirketlerde bilgi, her zaman hazır olmalı ve işi idare etmek için yönetimce kullanılmalıdır.

Bilgilendirmeden azami faydayı sağlamak için, kamu otoritelerinin açıklanan bilginin güvenilir, zamanında, karşılaştırılabilir olmasına yönelik politikaları teşvik etmeleri gerekmektedir. Sürekli, güvenilir ve doğru bilgiler karar alıcıların mali yapısı güçlü ve güvenli şirketleri, riski yüksek şirketlerden ayırmalarını ve piyasa disiplinin daha erken ve etkin çalışmasını sağlayacaktır.

3.2.3. Şeffaflığın Arttırılması

Şeffaflığın arttırılmasına yönelik standartlar benimsense bile bu standartların konulması tek başına yeterli olmamaktadır. Aynı zamanda da bilgi sağlayanların uygun davranış biçimlerini benimsemelerinin de sağlanması gerekmektedir. Çünkü şeffaflık konusunda en önemli sorun standartlara uyumda gösterilen yetersizlikle ortaya çıkmaktadır. Örneğin; ulusal muhasebe standartları gibi bilgilendirme standartlarının varlığı ve özel veri yayımlama standardı şeffaflığın önemini göstermektedir. Ancak şeffaflıkta gelişmenin sağlanması, kabul edilmiş standartlara uyumun sağlanması ve bu standartların uygulanması ile mümkündür. Şeffaflık sonucu meydana gelen fayda uyum sağlanması için en önemli teşvik unsurudur. Fakat bu teşvik firmaların ya da ülkelerin kabul edilmiş bilgilendirme standartları ile ilgili gözlemlerinin bağımsız olarak izlenmesiyle güçlendirilebilir. Ayrıca, izleme

mekanizması bir firmanın ya da ülkenin kredibilitesinin artırılmasında en önemli araçlardan birisidir. Bilgilendirme standartlarının ve standartlarla uyumlu izleme mekanizmalarını oluşturulması tavsiye edilmektedir

Genel yaklaşım standartlar oluşturulduktan sonra piyasa disiplini içinde bunlara uyumun sağlanmasının beklenmesidir. Esasında piyasa disiplini, sağlam ve iyi yönetilen şirketlerin bilgi sahibi ve rasyonel davranan karar alıcılarla daha iyi koşullarda işlem yapması esasına dayanmaktadır. Kamuoyu bilgilendirmeleri ile piyasa disiplinin daha çabuk ve etkin çalışması sağlanmakta, böylelikle şirketler ihtiyatlı ve etkin bir şekilde çalışmaları için teşvik edilmektedir. Şirket yönetiminin şeffaflık derecesi, karar alıcıların alacakları tutumu belirlemektedir. Örneğin, yatırım kararları ve diğer ticari işlemlerle ilgili kararlar, şirket yönetimini risk yönetimi uygulamaları ve iç kontrolle ilgili gelişme sağlama konusunda teşvik etmektedir. Ancak böyle bir caydırma kamuoyu bilgilendirmelerinden vazgeçmelerine olanak vermeyecek bir gözdağına bağlı olabilir ki çoğu zaman hükümetler bunu uygulamayabilir (TBB, 2002).

4. KAMUYU AYDINLATMA YAKLAŞIMI

Fon ihtiyacı içerisinde olan şirketlerin bankacılık sektörü yerine sermaye piyasalarından kaynak temin etmek yolunu tercih ettikleri noktada, talep ettikleri fonların nasıl kullanılacağına yatırımcılara bildirilmesi ve sonraki aşamalarda da bilgi aktarımının devam etmesi sermaye piyasalarının etkinliği, devamlılığı ve büyümesi için hayati önem taşır. Çünkü sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyen en önemli unsurlardan biri bilgidir. Dolayısıyla piyasada işlem yapan yatırımcılar arasında bilgi yönünden eşitliğin eşanlı bir biçimde sağlanması ve piyasada güven unsurunun tesis edilebilmesi için kamuyu aydınlatma esasının getirilmesi bir zorunluluk olarak ortaya çıkmıştır.

Kamuya açıklanan bilgiler genellikle mali tablolar ve önemli değişiklikleri kapsayan özel durum açıklamaları olarak iki grupta toplanmaktadır. Piyasaları

ilgilendirebilecek bilgilerin kamuya açıklanmasında önemli bir role sahip olan borsalar ve düzenleyici kurumlar, piyasa katılımcılarının doğru ve güvenilir bilgilere eşit şekilde zamanında ulaşmasını sağlamak amacıyla ayrıntılı düzenlemeler yapmaktadırlar (İMKB Araştırma Müdürlüğü, 2006).

Kamunun aydınlatılmasının önemi özellikle ABD’de yaşanan sermaye piyasalarında bir skandal olarak kabul edilen Enron olayından sonra bütün dünyada daha iyi anlaşılmaya ve daha fazla tartışılmaya başlanmıştır. Bu konuda SEC Başkanı Harvey L. Pitt’in 16 Kasım 2001 tarihinde yaptığı konuşma,¹¹ oldukça dikkat çekici ve konuyu bütün açıklığıyla ortaya koyan ilginç bir örnektir. Pitt konuşmasında kamuyu aydınlatma sisteminin geliştirilmesi için bugüne kadar yapılanlara ek olarak yapılması gereken şeyin önemli ve değerli bilginin yatırımcının kullanıma tam zamanında verilmesi olduğunun altını çizmiştir. Dolayısıyla gerçek bilginin kamuya açıklanması tek başına yetmemekte, bilginin herkese eşzamanlı ve gecikmeden aktarılması daha da önemli hale gelmektedir.

Pitt, İngiliz kâşif Ernest Shackleton’un 1914 yılında Antarktika’yı geçmek için cesaret verici ilk yolculuğunda kendisine eşlik edecek gemicileri temin etmek amacıyla gazeteye verdiği ilanı günümüzün olması gereken kamuyu aydınlatma sistemine ilginç bir örnek olarak sunmuştur. Shackleton’un gemisi Endurance¹², Antarktika’ya bir günlük bir yolculuk süresi kalmışken buza saplanır. 10 ay etrafi buzlarla çevrili kaldıktan sonra buzların yarattığı baskı ile gemi parçalanmaya başlar ve Shackleton ve 27 tayfası cankurtaran sandallarıyla gemiyi terk etmek zorunda kalır. 5 ay boyunca bu şekilde buzulların arasında yolculuk yapmak zorunda kalan gemiciler sonunda karaya ulaşırlar. Yeryüzünün en ücra köşelerinden biri olan ve insan yerleşiminin bulunmadığı Fil Adası’na varırlar. Shackleton 5 tayfasını yanına alarak üstü açık 6,6 metrelik cankurtaran botuyla 800 mil giderek dünyanın en tehlikeli denizlerinden geçtikten sonra inanılmaz bir şekilde South Georgia Adası’na ulaşır fakat adanın yerleşim olmayan bölümüne gelmiştir. Shackleton 2 tayfasını yanına alarak durmaksızın 36 saat yürüyerek dağları aştıktan sonra 20 Mayıs 1916 tarihinde öğleden sonra South Georgia Adası’nın balina avcılığı istasyonuna varır ki burası iki yıl önce adamlarıyla birlikte yolculuğa çıktıkları yerdir. Shackleton ve

¹¹ Fall Meeting of ABA’s Committee on Federal Regulation of Securities, J.W. Marriott Hotel, Washington, D.C.

¹² Dayanıklılık, sabır, tahammül, katlanma: bkz. MoonStar Türkçe Dil Klavuzu.

tayfaları amaçlarına ulaşamadıkları halde kahramanlar gibi karşılanırlar. Shackleton hemen bir kurtarma ekibi kurar ve 4 denemeden sonra Fil Adası'ndaki adamlarını tüm adamlarını kurtarmayı başarır.

Shackleton'un tayfalarını ikna etmek için gazete verdiği ilan çok açık ve nettir:

'Duyuru: Tehlikeli yolculuk için tayfalar aranıyor. Düşük ücret. Sert soğuk. Tamamen karanlık uzun aylar. Değişmeyen tehlike. Güvenli geri dönüş şüpheli. Başarı durumunda tanınma şerefi.'

Bu ilana 5.000'in üzerinde kişi başvurur. Dolayısıyla kamunun aydınlatılmasında asıl olan olumlu haberlerin iletilmesi değil gerçeğin açık ve net bir biçimde yatırımcıya iletilmesidir. Önemli olan, şirketlerin kamuyu bilgilendirme maksatlı açıklamalarının olan durumu tüm açıklığıyla ortaya koymasıdır. Zamanında bu bilgiyi alan yatırımcı ona göre en doğru kararı verecektir. Tıpkı Shackleton örneğinde olduğu gibi sermaye piyasalarında da yatırımcıların şirketlerin mali, idari ve diğer faaliyetleri ile ilgili bilgileri en doğru biçimde almaları, sistemin etkinliği açısından çok önemlidir. Gerçek 'kötü haber' de olsa mutlaka kendi talebini yaratacaktır. Zira finans teorisi de bize bunu söylemektedir. Biliyoruz ki bazı yatırımcılar riskten kaçınırken bazıları daha fazla risk almaya meyillidirler. Bu, yatırımcıların sermaye piyasalarından getiri beklentileri ile doğru orantılıdır. Gerçek durumu yatırımcısına zamanında aktaran şirketler riskli projelere de finansman sağlamada daha az maliyet yükleneceklerdir. Önemli olan yatırımcı kamuoyunda güven unsurunun yerleşmesidir (Özbay, 2002).

SPK 1990'lı yılların başında "Liyakat yaklaşımı"ndan "Kamuyu aydınlatma yaklaşımı"na geçmiştir. Ülkemizdeki sermaye piyasası düzenlemelerinde esas amaç yatırımcıların korunması olarak belirlenmiştir. Sermaye piyasasında yatırımcının korunması ile amaçlanan piyasanın olağan pozisyon riski ve fiyat düşüşleri sonucunda ortaya çıkan zararların karşılanması değildir. Asıl amaç; doğrudan finansman biçiminin hâkim olduğu sermaye piyasasına yatırım yapmış ve yapacak yatırımcıların alacakları yatırım kararlarını etkileyen bilgileri tam, zamanında ve doğru edinmelerini sağlamak ve yatırımcıların varlıklarını bu piyasada faaliyet gösteren aracı kuruluşların mali risklerine karşı korumaktır (Sayar, 2003:71).

Kamuyu aydınlatma yaklaşımında, yatırımın doğruluğuna ilişkin değerlendirme yatırımcıya kalmak üzere, düzenleyici otorite denetiminde sermaye piyasası ilgi gruplarının tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmesi amaçlanmaktadır. Kamuyu aydınlatma yaklaşımı, sermaye piyasasında yatırımcıların yatırım yapacakları firmaların ekonomik gerçeği hakkında yeterli ve doğru bilgiyi zamanında edinmeleri ve bu bilgilere dayanarak risk-getiri tercihlerini kendilerinin yapmaları esasına dayanmaktadır.

Görüldüğü üzere, sermaye piyasalarında bilginin önemi kamunun aydınlatılması kapsamında bir kez daha vurgulanmaktadır. Zira kamuyu aydınlatma yaklaşımının en önemli unsuru bilgi olup yatırımcının gerek birincil gerekse ikincil piyasalarda yanlış karar almalarını önlemek adına yatırım kararlarını etkileyen bilginin tam, doğru ve zamanında yatırımcılara ulaşması esastır. Yatırımcılar bu yaklaşım altında bilgide eşitsizlik anlamında korunmakta, mevcut bilgi ışığında kendi yatırım stratejileri doğrultusunda hareket ederek verdiği kararlar nedeniyle üstlendiği risk kendi sorumluluğu altında olmaktadır.

Kamuyu aydınlatma yaklaşımı genellikle üç temel işlevi yerine getirmeye çalışmaktadır. Bunlar; koruyuculuk, caydırıcılık ve aydınlatıcılıktır.

Koruyuculuk işlevi, yatırımcıya menkul kıymet ihraç eden şirketlerin yönetimi, finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile menkul kıymetlerin nitelikleri hakkında yeterli ve doğru bilginin zamanında ulaştırılması, taraflar arasındaki eşitsizliğin asgariye indirilmesi yoluyla yerine getirilmektedir. Dolayısıyla, yatırımcıların bilgilendirilmesi onların aldatılmasını engelleyen koruyucu bir araç olmaktadır.

Caydırıcılık işlevi, içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon gibi hileli uygulamaların ağır müeyyidelere bağlanması nedeniyle ilgililerin bu tür uygulamalardan uzak durmaları şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Aydınlatıcılık işlevi ise, yatırımcıya yatırım kararını verebilmesi için gerekli olan bilgilerin ayrıntılı olarak sunulmasını sağlama, bu bilgileri uygun bir biçimde kullanmalarına ortam hazırlama ve sunulan bilgileri analiz edebilmelerini kolaylaştırma yoluyla gerçekleştirilmektedir.

Liyakat yaklaşımının eksikliklerini üstlendiği söz konusu üç işlev aracılığı ile büyük ölçüde kapatmasına ve yatırımcının sağlıklı bir şekilde korunmasına karşın; kamuyu aydınlatma yaklaşımı, kamuya açıklanan bilginin bütün yatırımcılar tarafından yeterli ve doğru bir şekilde değerlendirilemeyeceği, diğer bir ifade ile bütün yatırımcıların mali tablo ve raporları aynı düzeyde yorumlayamayacağı noktasında eleştiriye uğramaktadır (Sayar, 2003:72-3).

Sermaye piyasalarının gözetiminden sorumlu SPK'nın varlık nedeni, sermaye piyasalarında yatırımcıların yaptıkları ve yapacakları yatırımlar konusunda zamanında, doğru ve tam olarak bilgilendirilmelerinin sağlanmasıdır. SPK'nın amacı, yatırımcıları en karlı yatırımlara yöneltmek değil, yatırımcıların bilgi eksikliği içinde yatırımlarını yönlendirmesini engellemektedir. Ancak önemli olan, şirketin gidişatı konusunda hissedarların zamanında ve doğru olarak bilgilendirilmesidir. Batma olasılığı olan bir şirkete yatırım yapmaya kalkışmak da yatırımcıların hakkıdır. Altının çizilmesi gereken konu, yatırımcının bu bilgiye ulaşabilme olanağının olup olmamasıdır.

5. HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERE İLİŞKİN BİR UYGULAMA

Çalışmanın önceki bölümlerinde teorik olarak bilginin iktisat ve finans teorisinde yeri irdelenmiş, şeffaflığın önemi anlatılmış, bu kapsamda kamuya aydınlatma sisteminin işlevi belirtilmiş; hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlere ilişkin deneysel bir araştırma yapılabilmesi için teorik alt yapı oluşturulmaya çalışılmıştır.

Bu bölümde hali hazırda hisse senetleri İMKB'de işlem gören 28¹³ şirketin likiditelerinin şeffaflık seviyeleri ile ilişkisinin varlığı ve ölçüsü ile ne derece açıklanabildiğine dair uygulamalı çalışmalar yapılacak ve sonuçları tartışılacaktır.

¹³ İMKB Ulusal Pazarı'nda 31.12.2005 tarihi itibarıyla 288 şirket hisse senedi işlem görmekte olup, seçilen 27 şirketin 2005 yılı toplam işlem hacmi (146.499.338.477 YTL), Ulusal Pazarın işlem hacminin (262.101.048.002 YTL) %56'sını oluşturmaktadır.

Ayrıca şirketlerin kârlılık düzeyleri ile likiditeleri arasındaki ilişki de araştırmaya dâhil edilmiştir.

Şeffaflık ile başta likidite artışı olmak üzere piyasaya sağlanan faydalar arasındaki bağlantılar dünyanın birçok yerinde çağdaş teorik ve ampirik araştırmaların konusu olmuş, ancak konu ülkemizde henüz geniş kapsamlı olarak ele alınmamıştır. Sayar (2003) çalışmasında, hisse senetleri İMKB’de işlem gören 12 halka açık bankanın 1992-2002 döneminde şeffaflık düzeyleri ile likiditeleri arasındaki ilişkinin varlığını araştırmıştır. Konuya ilişkin olarak, Healy ve Palepu (2001) kamuyu aydınlatma ile sermaye piyasalarının gelişimi arasındaki ilişkilerde pek çok cevapsız sorular bulunmakta olduğu; Bushman, Piotroski ve Smith (2001) ise kurumsal şeffaflığın ekonomik sonuçlarının muhakkak araştırılması gerektiği hususlarının altını önemle çizmektedirler (Sayar, 2003).

Şirket hisse senetlerinin likiditesi ile şirketlerin şeffaflık dereceleri arasındaki ilişkinin incelendiği her bir modelde, şeffaflık ile likidite arasında anlamlı ve kuvvetli bir ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Bu ilişki, şeffaflığın ve etkin kamuyu aydınlatma mekanizmasının şirket hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalarda asimetrik bilgi sorununu azalttığını ve dolayısıyla işlem maliyetlerini düşürerek söz konusu hisse senetlerinin likiditesini artırdığını göstermektedir (Sayar, 2003:128).

Bu nedenle, çalışmada şeffaflık ile likidite arasındaki ilişkilerin incelenmiş olmasının konuyla ilgili ülkemiz literatürüne katkıda bulunacağı ve gelecekte yapılacak benzer çalışmalara ışık tutacağı düşünülmektedir.

5.1. Teorik Çerçeve ve Literatür İncelemeleri

Bilgi ve bilgi sistemleri ile işleyiş etkinliği kazanan menkul kıymet piyasalarında, yatırımcıları eşit koşullar ve eş zamanda aydınlatma, yatırımcıların korunması ve piyasaların düzgün işleminin temel ilkesidir. Piyasaya gelen tüm yeni bilgiler, piyasa katılımcıları tarafından en kısa süre içerisinde öğrenilerek değerlendirilmekte ve yatırım kararlarını belirlemektedir.

Şirketlerin kaynak sağlamak amacıyla hisse senetlerini halka arz ederek ve/veya tahvil ihraç ederek sermaye piyasalarına yönelmeleri, başta hissedarlar ve borç verenler/tahvil alanlar olmak üzere bütün çıkar gruplarına performansları hakkında şeffaf bilgi sunmaları sorumluluğunu da beraberinde getirmiştir. Sermaye piyasalarına özgü yüksek düzeydeki gözetim ve denetimin son yıllarda daha da önem kazanması ile birlikte, özellikle kurumsal yönetim, iç kontrol sistemleri ve maliyet/risk yöntemi hususlarındaki yeniden yapılandırmalar yönünde gelişmeler yaşanmıştır.

Sermaye piyasalarında yapılan düzenlemelerin en temel iki amacı yatırımcının korunması ve piyasa kalitesinin artırılmasıdır (Ek/1). Çalışmanın bu bölümünde yer verilen araştırma ile de yatırımcının korunmasına yönelik düzenlemelerin piyasa kalitesi ile olan ilişkisinin ortaya konması hedeflenmektedir. Çalışmada şeffaflık seviyesinin yükselmesi ile artan piyasa kalitesinin ölçümünde likidite esas alınmaktadır.

Ekonomik teori ve modern muhasebe kuramı arasındaki en büyük bağlantı, daha fazla şeffaf olan şirketlerin, asimetrik bilgiden kaynaklanan sermaye maliyetinin daha düşük olması gerektiği düşüncesidir (Leuz&Verrecchia, 2000). Teoriye göre, bilgiyi daha fazla kullanma avantajına sahip yatırımcıların artması derecesinde, yatırımcılar bir firmanın hisselerini tutmak için daha düşük bir getiri oranı bekleyecek, böylece sermaye maliyeti azalma eğilimi gösterecektir.

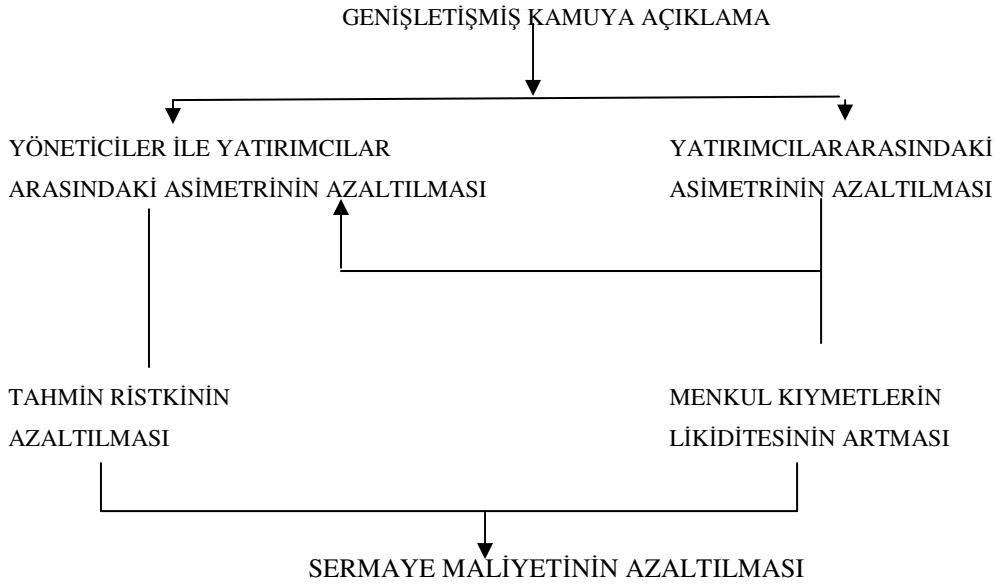
Kamuya açıklamaların genişletilmesi iki ana yoldan hareketle düşük özsermaye maliyetine neden olacaktır. Mekanizmalardan biri, bütün yatırımcıların karşılaştığı tahmin riskinin azalmasıdır. Daha az bilgi elde edeceklerse, yatırımcılar, tahminleri hakkında daha fazla belirsizlik yaşarlar ve firmaya değer belirlerken ek bir risk unsurunu tahminlerine katarlar. Yatırımcılar, bu risk unsurunu çeşitlendirme yoluyla azaltamazlarsa, bu riskin tazminini isterler ve böylece daha yüksek bir sermaye maliyeti ortaya çıkar.

Daha düşük öz sermaye maliyetine neden olan ikinci yol, yatırımcıların kendi aralarındaki ve şirket yöneticileri ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrilerinin azaltılmasının sonucunda firmaların menkul kıymetleri için piyasada daha büyük likidite oluşmasıdır. Daha büyük likidite daha düşük işlem maliyetlerine

neden olur. Daha düşük işlem maliyetleriyle karşılaşan yatırımcılar, firmaların menkul kıymetlerine daha fazla ödemeyi isteyecek ve böylece öz sermaye maliyeti daha az olacaktır (İMKB Araştırma Müdürlüğü, 2006).

Literatürde şeffaflık düzeyinin sermaye maliyeti üzerine etkisi, hayli önemli ve ilgi uyandıran bir konu olarak kabul edilmekte olup, birçok çalışmada şeffaflık düzeyi ile işletmelerin sermaye maliyetleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Bununla birlikte, daha fazla şeffaflık taraftarları ile muhalifleri/karşıtları arasında sürüp giden tartışma, daha fazla şeffaflığın faydasının tam olarak oluşturulamaması ve ölçülmesindeki zorluklar nedeniyle verimli olamamaktadır. (Botosan, 1997)

Aşağıda Şekil 1’de kamuyu aydınlatma ile şirketlerin sermaye maliyetleri arasındaki ilişki şekil yardımıyla gösterilmiştir.



Şekil 1: Kamuyu Aydınlatma

Şeffaflık ile likidite arasındaki ilintinin mantığı, artan şeffaflığın asimetrik bilgilendirmeyi azaltması; böylece ikincil piyasalarda işlem maliyetinin düşmesiyle birlikte likiditenin artmasıdır. Zira yetersiz şeffaflığın neden olduğu asimetrik bilgi/enformasyon alıcılar ile satıcılar arasında ters seçimlere ve dolayısıyla işlem maliyetlerinin yükselmesine yol açmaktadır. Leuz ve Verrecchia (2000) şeffaflık düzeylerini artıran şirketlerin, ekonomik ve istatistiksel olarak anlamlı fayda elde ettiklerini belirtmektedirler. Ayrıca artan şeffaflaşmanın daha dar fiyat aralığı ve daha fazla işlem görme oranı/devir hızı ile ilişkili olduğunu ve ters seçimin likiditeyi azalttığını göstermektedirler.

Diamond ve Verrecchia (1991) ile Kim ve Verrecchia (1994) gönüllü şeffaflığın bilgi sahibi olanlar ile bilgi sahibi olmayan yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgiyi azalttığını belirtmektedirler. Böylece yatırımcılar göreceli olarak hisse senedi işlemlerinin etkin fiyat düzeyinden gerçekleştiğine inanacaklarından, daha şeffaf şirketler için şirket hisse senedinin likiditesi artacaktır (Healy&Palepu).

Welker (1995) da iyi hesaplanmış/düşünülmüş şeffaflık düzenlemelerinin asimetrik bilgi sorunu azalttığını ve böylece sermaye piyasalarında likiditeyi arttırdığını göstermektedir. Yine, Diamond ve Verrecchia (1991) tarafından yapılan bir çalışmada şeffaf işlemlerle hisse senetlerine ilginin arttığını, söz konusu senetlerin likiditesinin üst seviyelere ulaştığını ve sermaye maliyetlerinin azaldığını ortaya koymaktadırlar (Sayar, 2003). Benzer bir çalışmada da, banka hisse senetlerinin piyasada yüksek likiditeye sahip olmasının bankaların sermaye maliyetlerini düşürerek kendilerine yüksek ekonomik katkılar sağlayacağı ve maliyetli olmasına rağmen bankalara gönüllü olarak kamuyu aydınlatma güdüsü aşılacağı belirtilmektedir (Chipalkatti 2001 ve 2002) (Sayar, 2003).

Şeffaflık düzeyi ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi inceleyen Botosan&Plumlee (2000) elde ettiği sonuçların daha fazla şeffaflığın daha düşük bir sermaye maliyeti sağladığını göstermektedir. Welker (2001) da kamuyu daha fazla bilgilendiren işletmelerin sermaye maliyetlerini düşük olduğunu ortaya koymaktadır (Sayar, 2003).

Yukarıda örneklerine yer verilen uluslararası çalışmalar şeffaflığın likidite ile olan bağlantısını açık bir şekilde göstermekte olup, şirketlerin de özellikle yeniden yapılandırma dönemlerinde neden daha şeffaf olmaları gerektiği sorusunda birer yanıt teşkil etmektedirler. Ancak, şirketlerin aşırı derecede şeffaf olmaları bilgi kirliliği nedeniyle yatırımcının göreceli olarak yoğun ve daha az saydam bilgi teminine de sebep olabilecektir.

5.2. Araştırma Hakkında Genel Bilgiler

Bir önceki bölümde yer verilen çalışmalar ve sonuçları ışığında şeffaflık ile likidite arasındaki ilişkinin varlığını hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketler

açısından incelemenin bu çalışmanın amaç ve kapsamına uygun olacağı düşünülmüştür.

Bilindiği gibi, 1980 sonrası Türk finansal sisteminde önemli dönüşümler ve yenilikler yaşanmış olup, mali reformların gerçekleştirilmesinde sermaye piyasalarının düzenlenmesine de önem verilmiştir. İMKB Ulusal Pazar'da 31.12.2005 tarihi itibarıyla 288 şirketin hisse senetleri işlem görmektedir. Bu tarihte Endeks 50'deki şirketlerin işlem hacmi toplam işlem hacminin büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Bununla birlikte Endeks 50'deki şirketlerin bir bölümünün hisse senetleri 1995 yılından sonra İMKB'de işlem görmeye başlamışlardır. Bu bakımdan hisse senetleri 1995 yılından önce İMKB'de işlem gören ve faaliyet raporları ve bağımsız denetim raporlarına ulaşabildiğimiz 27 şirkete ilişkin gözlem çalışmamızın veri setini oluşturmaktadır.¹⁴ İncelenen dönem 1995-2005 yıllarını kapsamakta olup, yıllık veriler esas alınmıştır. Buna göre gözlem sayısının (N) 297 olması beklenmektedir. Ancak veri dönemi içerisinde halka açılan bazı şirketlerin de çalışmaya dâhil edilmesi nedeniyle, bu şirketlere ilişkin halka açılmadan önceki gözlemleri doğal olarak yapılamamıştır. Örneğin detaylarına bir sonraki bölümde değineceğimiz araştırma modelinde yer alan bağımlı değişken likiditenin (işlem görme oranı-turnover-devir hızı) Sabancı Holding için 1997-2005 yılları arasında hesaplanması mümkün olmaktadır. Zira Sabancı Holding hisse senetleri 1997 yılında İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Aynı durum Park Elektrik ve Şekerbank hisse senetleri için de söz konusu olduğu dikkate alındığında gözlem sayısı 291 olmaktadır.

Şirketlerin likiditeleri ile şeffaflık seviyeleri arasındaki ilişkilerin test edilmesinde basit ve çoklu regresyon kullanılmıştır. Regresyonlara dayalı test yöntemi modellerin uygulamasında STATA istatistik programından yararlanılmıştır. Hipotez ve modeller belirlendikten sonra bu modeller kullanılacak olan değişkenlerin oluşturulması gerekmiştir.

¹⁴ Bu 27 şirketin 3 tanesi 1997 yılında İMKB'de işlem görmeye başlamıştır.

5.3. Hipotezlerin Oluşturulması ve Modelin Değişkenleri

Bu araştırmada hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin yıllar itibariyle şeffaflık seviyeleri ile likiditeleri arasındaki ilişkileri ortaya koyması planlanmaktadır. İncelenen literatürde şeffaflık ile likidite arasında doğru orantılı bir ilişki olduğu anlaşılmış olup, bu araştırmada da aynı ilişkinin varlığı sorgulanacaktır.

Tablo 1: Denklem Tablosu

Bağımlı Değişken	Likidite
Bağımsız Değişkenler	X ₁ = Şeffaflık Düzeyleri X ₂ = Kârlılık Oranları

Tablo 1’de gösterildiği üzere, araştırma modelinin bağımlı değişkeni likidite olarak belirlenmiştir. Likiditenin ölçümünde uluslararası çalışmalarda değişik yöntemlerin kullanıldığı anlaşılmıştır. Farklı tanımlara sahip olan likidite genel olarak, bir piyasada hisse senedinin alıcı ve satıcısının bol olması, çok az aşağı yukarı salınım ile dar fiyat aralıklarında bol işlem olabilmesi (Schwartz 1991); alım ve satım kolaylığının üst seviyede olması (Hasbrouck ve Schwartz 1998) olarak tanımlanabilmektedir (Sayar, 2003).

Tanımların farklı olmasından dolayı farklı metotlarla ölçülen likiditenin en temel göstergelerinden biri devir hızıdır (işlem görme oranı-turnover ratio). Devir hızı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Karan ve Karacabey, 2003).

$$\text{Devir Hızı} = \text{İşlem Hacmi} / \text{Pazar Kapitalizasyonu}$$

Yukarıdaki formülde işlem hacmi, her hisse senedi için gerçekleşen işlemlerdeki hisse senedi sayısı ile işlem fiyatının çarpılmasıyla elde edilen değerlerin toplamını; piyasa kapitalizasyonu ise bir menkul kıymetin nominal değeri dışında piyasada oluşan değerini ifade etmektedir.

Çalışmada İMKB’nin hesapladığı işlem görme oranları kullanılmış olup, İMKB işlem görme oranını aşağıdaki şekilde hesaplamaktadır.

İşlem Görme Oranı: İşlem Hacmi / TAKASBANK Saklama Bakiyelerine Göre Hesaplanan Günlük Ortalama Piyasa Değeri.¹⁵

Diğer taraftan, likiditenin ölçümünde, Glosten ve Milgrom (1985), Welker (1995), Affleck-Graves, Callahan ve Chipalkatti (2002) ve Chipalkatti (2001 ve 2002) alım (bid)-satım (ask) fiyatları arasındaki farkları (spread) kullanılarak asimetrik bilgi miktarını hesaplamış; Frost, Gordon ve Hayes (2002) ise ortalama işlem hacmi ile ortalama işlem miktarının ortalaması kullanılmıştır (Sayar). Sayar hisse senetleri İMKB’de işlem gören halka açık bankaların likiditelerinin hesaplamasında Devir Hızı = İşlem Hacmi / Pazar Kapitalizasyonu formülünü kullanmıştır.

İMKB’de mevcut düzenlemeler doğrultusunda fiyat adımları uygulanmaktadır. Buna göre İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin fiyat düzeylerine göre fiyat adımları da değişmektedir. Bu nedenle İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin likiditelerinin ölçülmesinde alım ve satım arasındaki farkların (spread) kullanılması mümkün olamamaktadır.

Bu çalışmada, işlem görme oranları likiditenin göstergesi (indicator) olarak düşünülmüş olup, bağımlı değişken likiditenin ölçümünde şirketlerin hisse senetlerinin yıllar itibariyle işlem görme oranları kullanılmıştır. 1995-2005 yıllarına ilişkin 27 şirketin işlem görme oranlarına ilişkin verilere Tablo 2’de yer verilmektedir. Tüm veriler İMKB Yıllık Raporlarından elde edilmiş olup, Sabancı Holding, Şekerbank ve Park Elektrik’in hisse senetlerinin Borsa’da 1997 yılında işlem görmeye başlaması nedeniyle bu tarihten önceki işlem görme oranları bulunmamaktadır.

Tablo 2: Şirketlerin İşlem Görme Oranları

Şirket Unvanı	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Akbank	2.41	1.81	2.80	3.85	10.09	8.86	5.60	4.36	0.17	0.09	0.07
Aksigorta	2.42	3.67	5.18	5.91	7.19	7.09	7.74	4.94	0.68	2.15	0.13
Anadolu Biracılık	0.72	1.38	0.74	0.96	1.16	5.10	17.12	8.54	1.70	2.32	6.38
Arçelik	2.30	2.47	4.49	5.30	8.07	5.29	4.27	3.20	0.29	0.29	0.77
Aselsan	41.48	15.86	16.31	20.37	20.03	8.18	13.62	9.31	0.57	0.82	2.45
Doğan Holding	18.39	30.72	53.12	31.96	30.02	16.46	16.73	26.51	4.54	3.47	6.10
Enka Holding	1.86	2.81	2.94	3.88	11.14	9.09	14.49	7.97	0.48	0.28	2.59
Ereğli Demir Çelik	5.96	5.72	7.64	7.47	10.57	11.29	8.24	9.30	2.47	1.70	7.41

¹⁵ Value Turnover Ratio : Traded Value / Daily Average Market Capitalization Calculated According to Stock Kept in Custody at TAKASBANK

Şirket Unvanı	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Finansbank	2.09	7.08	22.94	21.23	11.67	3.84	6.28	2.60	0.46	0.36	0.58
Fortisbank	3.13	3.08	2.04	4.18	8.38	8.14	11.71	11.49	0.59	0.29	2.43
Garanti Bankası	2.95	6.37	16.72	12.52	14.83	8.15	5.67	5.97	0.19	0.07	0.09
Hürriyet Gazetesi	2.03	3.70	7.88	6.02	13.38	6.87	9.48	9.55	0.41	1.10	4.15
İhlas Holding	20.64	34.23	46.18	46.21	4.20	24.43	25.57	29.02	2.21	1.31	6.68
İş Bankası	3.29	4.46	10.43	5.09	2.28	3.00	2.32	2.03	0.14	0.48	1.16
Koç Holding	6.72	6.77	9.10	6.03	11.64	7.37	6.44	6.39	0.18	0.34	0.53
Marm. Martı Otel	44.97	18.36	22.55	21.67	16.93	17.41	7.78	13.80	3.06	7.48	6.16
Migros	2.00	2.24	2.16	3.14	3.09	2.36	2.39	1.63	0.50	0.16	0.66
Park Elektrik	24.11	40.38	19.89	20.35	20.00	14.84	5.81	12.79	0.36	.	.
Petkim	17.27	10.53	12.91	12.06	12.77	11.72	23.68	21.59	0.31	0.34	0.95
Petrol Ofisi	5.54	3.94	2.74	9.56	8.85	10.18	4.52	9.84	0.50	0.65	1.39
Sabancı Holding	5.11	7.90	10.64	8.59	10.35	11.38	9.35	7.95	0.42	.	.
Şekerbank	13.27	23.56	4.43	1.40	0.23	1.59	1.64	4.41	0.98	.	.
Şişe cam	2.78	4.89	10.17	7.58	7.75	7.31	7.69	2.25	0.31	0.37	2.60
Tofaş Otomobil Fab.	13.41	9.02	9.43	7.73	9.74	22.45	20.30	12.05	1.52	0.64	0.48
Tüpraş	3.10	3.59	5.89	5.73	5.28	10.04	19.16	55.40	0.46	0.80	1.48
Vestel	6.59	7.83	9.43	10.72	15.18	6.14	10.91	4.17	0.94	0.29	2.23
Yapı Kredi Bankası	10.09	18.82	28.58	11.63	8.91	5.09	3.70	2.52	0.34	0.64	3.64

Şirketlerin şeffaflık seviyeleri ise modelin bağımsız değişkenidir. Cooke ve Wallace (1999) şeffaflığın soyut bir kavram olduğunu ve bu nedenle ölçümünün doğrudan yapılamayacağını belirtmelerine karşın, uygun bir şeffaflık endeksi veya bir işletme tarafından kamuya açıklanan bilgilerin derecesini puanlayan bir skor tablosunun şeffaflığın ölçümünde faydalı olabileceği kanaatine varmışlardır. Gerçekten de şeffaflık skor tabloları aracılığıyla bir işletmenin şeffaflık seviyesinin ölçülmesi birçok çalışmada kullanılan bir yöntem haline gelmiş bulunmaktadır. Çürük (2001) çalışmasında İMKB’de işlem gören reel sektör işletmelerinin yıllar itibariyle Uluslararası Muhasebe Standartları ve Avrupa Birliği Müktesebatına uyum derecesini söz konusu işletmelerin şeffaflık seviyesini ölçen benzer bir skor tablosu oluşturarak incelemiştir (Sayar, 2003). Ayrıca, Frost, Gordon ve Hayes (2002) tarafından yapılan çalışmada da ülkelerin menkul kıymetler borsalarının şeffaflık seviyesi aynı yöntemle belirlenmiştir. Sayar (2003) da çalışmasında hisse senetleri İMKB’de işlem gören bankalar için aynı yöntemle hazırladığı şeffaflık tablosunu kullanmıştır.

Buna göre, halka açık şirketlerin yıllık mali tablo ve raporlarının kamuyu aydınlatma açısından yeterlilik ve kalitesinin ölçümünün her bir halka açık şirketin şeffaflık seviyesini ayrı ölçen bir şeffaflık skor tablosu oluşturmakla mümkün olabileceği düşünülmektedir. Bu amaçla Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim

Forumu ve Standart&Poor's tarafından Türkiye'deki hukuki, kurumsal, kültürel ve ekonomik ortama ve SPK'nın ilan ettiği Kurumsal Yönetim Prensipleri'nde yer alan şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme tavsiyelerine uyacak şekilde hazırlanan ve Aksu ve Köseadağ'ın (2005a) da çalışmasında kullandığı şeffaflık tablosu kullanılmıştır. Esas itibariyle şirketlerin yıllık mali tablo ve raporlarında (bağımsız denetim ve yıllık faaliyet raporları) açıklamasında fayda görülen bilgilerin bir listesini içermektedir. Bunlar Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri, Finansal Şeffaflık & Açıklamalar ve Yönetim Kurulu ve Yönetim Yapısı ve Süreçleri'ne ilişkindir.

Bu kapsamda, şeffaflık seviyesinin ölçümü için şirketlerin yıllık mali tablo ve raporlarında sunulan bilgilere ilişkin bir şeffaflık skor tablosu oluşturulmuştur. Oluşturulan bu tablo şeffaflığın bir göstergesi olarak düşünülmüştür. Şirket mali tablo ve raporlarına SPK ve İMKB kaynaklarından ulaşılmıştır.¹⁶ Mali tablo ve raporlarında yatırımcı odaklı bir kamuyu aydınlatma anlayışını benimseyen şirketlerin yüksek şeffaflık skoruna sahip olması beklenmektedir.

Bu çalışmada da söz konusu temel açıklama kriterleri kullanılarak 105 puanlık bir şeffaflık skor tablosu oluşturulmuştur. Puanlama, şirket tarafından kamuya açıklana bilgilere "1", açıklanmayanlara ise "0" puan verilmek suretiyle gerçekleştirilmiş olup, söz konusu yöntemle Cooke (1989a ve 1989b), Soh (1996), Al-Modahki (1996) ve Haniffa (1998) tarafından da başvurulmuştur (Sayar, 2003). Sayar da çalışmasında aynı yöntemi kullanmıştır¹⁷. Mali tablo ve bağımsız denetim raporlarında ulaşılamayan bilgiler hakkında yanlış bir değerlendirme yapılmamasını teminen şirketlerin kamuya açıkladığı yıllık faaliyet raporları da incelenmiş ve mali tablo ve bağımsız denetim raporlarında her açıklanmayan bilgiye "0" verme riskinin önüne geçilmeye çalışılmıştır.

Cooke (1989a ve 1989b), Soh (1996), Al-Modahki (1996) ve Haniffa (1998) nihai şeffaflık skoruna, işletmenin yukarıda belirtilen yöntemle bulunan toplam skorunu işletmeden açıklaması beklenen maksimum bilgiye karşılık gelen puana oranlayarak ulaşmaktadırlar. Araştırmamızda skor tablosunu oluşturan bilgi kriterlerinin tümünün şirket tarafından açıklanması beklendiğinden maksimum skor

¹⁶ SPK ve İMKB kaynaklarından ulaşılamayan faaliyet raporları için şirketler ile iletişime geçilmiş ve buralardan temin edilmeye çalışılmıştır.

¹⁷ Sayar'ın (2003) çalışmasında kullanılan şeffaflık tablosu, bu çalışmada kullanılan şeffaflık tablosundan farklıdır.

105 olacaktır. Buna göre, bir şirketin puanı 60 ise, şeffaflık skoru $60/105=0.57$; 37 ise $37/105=0.35$ ve 105 ise 1'dir. Ancak modeldeki tüm değişkenlerin % cinsinden ifade edilebilmesini sağlamak için bulunan oranlar 100 ile çarpılmıştır. Bir başka ifade ile şeffaflık skoru 60 olan şirket %57; 37 olan %35 ve 105 olan %100 başarı seviyesine sahiptir. Örneğin, çalışmamızda TÜPRAŞ'ın 2000 yılındaki şeffaflık puanı 27 olup, %26'lık bir şeffaflık seviyesi yakaladığı sonucuna ulaşılmıştır. Tüm şirketlerin şeffaflık skorlarının genel görünümüne Tablo-3'de yer verilmektedir. Kullanılan şeffaflık tablolarına ise Ek-2'de yer verilmektedir.

Şeffaflık tablosunun oluşturulmasında, şirketlerin faaliyet raporları ve bağımsız denetim raporları tek tek okunup, her seferinde söz konusu 105 kriterin her birinin bu faaliyet raporları ve bağımsız denetim raporlarında yer alıp almadığı belirlenmeye çalışılmış, ulaşılamayan faaliyet raporları ve bağımsız denetim raporlarının yerine bir önceki yıla ilişkin skor kullanılmıştır. Bu kapsamda ikiyüzlüğün üzerinde faaliyet raporu ve bağımsız denetim raporu tek tek okunup, şeffaflık tablosunda yer alan 105 kriterin her birinin varlığı tek tek araştırılmış ve sonuçta 31.185 veri üretilmiştir¹⁸. Çalışmanın en zor ve çetrefilli bölümünü oluşturan şeffaflık tablosunun hazırlanmasının uzun bir zaman aldığını belirtmekte yarar olduğunu düşünmekteyim.

Tablo 3: Şirketlerin Şeffaflık Düzeyleri

Şirket	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Akbank Toplam	0.56	0.53	0.52	0.46	0.38	0.38	0.33	0.30	0.30	0.29	0.29
Aksigorta Toplam	0.47	0.50	0.39	0.38	0.39	0.39	0.39	0.38	0.29	0.29	0.28
Anadolu Efes Toplam	0.57	0.60	0.53	0.41	0.41	0.39	0.39	0.39	0.38	0.40	0.40
Arçelik Toplam	0.55	0.54	0.42	0.37	0.37	0.37	0.38	0.37	0.37	0.40	0.38
Aselsan Toplam	0.50	0.50	0.39	0.38	0.38	0.39	0.38	0.38	0.36	0.34	0.32
Doğan Holding Toplam	0.49	0.50	0.35	0.32	0.34	0.32	0.34	0.33	0.35	0.34	0.34
Enka Holding Toplam	0.54	0.38	0.39	0.35	0.38	0.37	0.38	0.38	0.38	0.37	0.36
Erdemir Toplam	0.46	0.49	0.43	0.41	0.41	0.40	0.41	0.38	0.38	0.35	0.35
Finansbank Toplam	0.51	0.53	0.36	0.36	0.37	0.37	0.37	0.37	0.29	0.32	0.40
Fortis Toplam	0.55	0.37	0.30	0.30	0.33	0.33	0.34	0.30	0.26	0.23	0.29
Garanti Toplam	0.52	0.51	0.36	0.38	0.30	0.30	0.30	0.29	0.12	0.12	0.11
Hürriyet Toplam	0.57	0.57	0.43	0.32	0.32	0.32	0.28	0.28	0.29	0.29	0.29
İhlas Holding Toplam	0.54	0.54	0.47	0.39	0.36	0.39	0.39	0.38	0.30	0.30	0.30
İşbankası Toplam	0.50	0.50	0.42	0.36	0.17	0.32	0.34	0.35	0.35	0.35	0.35
Koç Toplam	0.56	0.53	0.48	0.34	0.33	0.34	0.38	0.38	0.38	0.37	0.40
Marmaris Martı Toplam	0.50	0.40	0.41	0.39	0.39	0.39	0.34	0.35	0.35	0.35	0.35
Migros Toplam	0.46	0.50	0.44	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31	0.31
Park Elektrik Toplam	0.50	0.49	0.42	0.38	0.41	0.40	0.40	0.40	0.40	.	.

¹⁸ 27 şirket * 11 yıl * 105 kriter = 31.185

Şirket	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Petkim Toplam	0.51	0.48	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.36	0.24	0.30	0.26
Petrol Ofisi Toplam	0.56	0.57	0.46	0.43	0.39	0.36	0.34	0.34	0.30	0.32	0.32
Sabancı Toplam	0.53	0.56	0.51	0.39	0.38	0.40	0.41	0.41	0.40	.	.
Şekerbank Toplam	0.53	0.39	0.40	0.35	0.33	0.33	0.29	0.31	0.24	.	.
Şişe Cam Toplam	0.56	0.57	0.45	0.41	0.41	0.39	0.36	0.36	0.36	0.30	0.32
Tofaş Toplam	0.58	0.59	0.43	0.41	0.41	0.43	0.42	0.41	0.47	0.47	0.38
Tüpraş Toplam	0.50	0.47	0.33	0.31	0.31	0.26	0.27	0.20	0.37	0.18	0.18
Vestel Toplam	0.59	0.49	0.39	0.37	0.36	0.37	0.37	0.37	0.37	0.39	0.39
Yapı Kredi Toplam	0.54	0.35	0.39	0.38	0.30	0.30	0.33	0.35	0.19	0.18	0.22
Toplam Şeffaflık Düzeyi	14.28	13.47	11.25	10.07	9.65	9.72	9.63	9.47	8.80	7.57	7.60
Şirket Sayısı	27	27	27	27	27	27	27	27	27	24	24
Ortalama Şeffaflık Düzeyi	0.53	0.50	0.42	0.37	0.36	0.36	0.36	0.35	0.33	0.32	0.32

Tablo-3'den de görüleceği gibi, şirketlerin şeffaflık seviyelerinin yıllar itibariyi arttığı anlaşılmaktadır. Bunun doğal bir çıkarım olarak algılanmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Mevcut durumda ülkemiz sermaye piyasası mevzuatının uluslararası düzenlemelerle büyük ölçüde paralel hale getirilmesiyle birlikte kamuya açıklanacak bilgilerde artış ve şeffaflık anlamında önemli gelişmeler yaşanmıştır. Ancak, daha önceki dönemlerde şirketler tarafından kamuya açıklanan bilgiler günümüzle kıyaslandığında çok kısıtlı kalmaktadır. Gerçekten de, bir şirketin bağımsız denetim rapor sayfa sayısı 2000'den önceki yıllarda 20-30 arasındayken, günümüzde bu sayı 90-100 civarındadır. Özellikle yaşanan bankacılık krizlerinin uyarıcı bir sonucu olarak uluslararası düzenlemelere uyum çalışmaları kapsamında kamuya açıklanacak bilgilerin artması da Tablo-3'teki verileri anlamlandırmaktadır. Bu nedenle, özellikle bankaların/şirketlerin son yıllardaki şeffaflık seviyeleri önceki dönemlerden bariz bir farklılık göstermektedir. Örneğin, Akbank'ın 2004 yılına ilişkin şeffaflık seviyesi %53 iken 1995-1999 yılına ilişkin seviyesi %30 civarındadır. Buradan bankaların/şirketlerin uzun bir süre boyunca kamuyu aydınlatma anlamında gelişme göstermediği veya bu alanda herhangi bir düzenleme yapılmadığı sonuçlarını çıkarmak mümkündür. Ayrıca, uluslararası düzenlemelerle uyumlu ilkelerin, 2002/2003 yılında uygulamaya konulduğu da dikkate alındığında (örneğin kurumsal yönetim ilkelerinin yayınlanması), şeffaflık skorlarında önceki yıllar itibariyle meydana gelen artışların bankaların/şirketlerin gönüllü bir şekilde kamuya bilgi sunmalarından kaynaklandığı anlaşılmaktadır.

Şeffaflık tablosu alt bölümler olarak incelendiğinde, Tablo 4'de görüldüğü üzere, finansal yapısına ilişkin şeffaflık düzeylerinin mülkiyet ve yönetim yapılarına ilişkin şeffaflık düzeylerinden daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Şirketlerin zorunlu

olarak bağımsız denetim yaptırılmaları ve bağımsız denetim raporlarında yer alması gereken asgari unsurların mevzuatta düzenlenmiş olması ve bu asgari unsurların daha çok şirketlerin finansal yapılarında ilişkin olması hususları nedeniyle şirketlerin finansal yapılarına ilişkin şeffaflık düzeyleri görece daha yüksek çıktığı düşünülmektedir. SPK tarafından 2003 yılında Kurumsal Yönetim İlkelerinin yayınlanmasından sonra özellikle yönetim yapısına ilişkin şeffaflık düzeyinde önemli bir artış olmuştur.

Tablo 4: Şeffaflık Tabloları

Şeffaflık Türü	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi	0.51	0.45	0.33	0.30	0.28	0.29	0.28	0.28	0.25	0.24	0.24
Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi	0.65	0.65	0.63	0.56	0.54	0.54	0.54	0.52	0.48	0.48	0.47
Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi	0.43	0.39	0.28	0.25	0.25	0.25	0.24	0.25	0.24	0.22	0.23
Toplam Şeffaflık Düzeyi	0.53	0.50	0.42	0.37	0.36	0.36	0.36	0.35	0.33	0.32	0.32

Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu ve Standart&Poor's tarafından 52 şirket için hazırlanan 2003 yılı şeffaflık tablosunda, mülkiyet yapısı şeffaflık düzeyi 0.39, finansal şeffaflık düzeyi 0.64, yönetim yapısı şeffaflık düzeyi 0,21 ve toplam şeffaflık düzeyi 0.41 olarak ölçülmüştür (Aksu ve Köseadağ, 2005b).

Modelde kullanılan bir başka bağımsız değişken şirketlerin kârlılık oranlarıdır. Kârlılık oranları yüksek işletmelerin yatırımcıların daha çok ilgisini çekmesi beklenmektedir. Şirketlerin kârlılık oranlarının ölçümünde şirketlerin özkaynakları ve cari dönem net kar/zararları esas alınmaktadır. Model değişkenlerinin yüzdesel ifadesi için her bir halka açık şirketin net dönem kar/zararları şirket özkaynağına oranlanmıştır (Tablo-5). Veriler İMKB'de yayınlanan şirket bağımsız denetim raporlarından/finansal raporlarından elde edilmiştir.

Tablo 5: Şirketlerin Kârlılık Oranları

Şirket Unvanı	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Akbank	0.23	0.16	0.26	0.19	-0.01	0.47	0.72	0.78	0.81	0.78	0.49
Aksigorta	0.04	0.26	0.17	0.18	0.53	0.55	0.28	0.38	0.39	0.17	0.37
Anadolu Biracılık	0.28	0.17	0.01	0.03	-0.16	0.05	0.06	0.07	0.01	0.02	0.03
Arçelik	0.16	0.17	0.12	0.30	0.06	0.22	0.30	0.30	0.39	0.39	0.28
Aselsan	0.24	0.20	0.28	0.33	-0.17	0.08	0.17	0.16	0.18	0.19	0.16
Doğan Holding	0.24	0.12	0.25	0.05	-0.03	0.17	0.23	0.26	0.06	0.10	-0.05
Enka Holding	0.18	0.28	0.13	0.35	0.43	0.30	0.34	0.40	0.47	0.30	0.25
Eregli Demir	0.04	0.18	0.11	-0.04	-0.13	0.13	-0.08	-0.20	0.00	0.16	0.34
Finansbank	0.30	0.24	0.29	0.60	-0.79	0.48	0.82	0.79	0.89	1.11	0.00
Fortis	0.11	0.06	0.24	0.14	-0.13	0.53	0.91	0.79	0.58	1.15	0.00

Şirket Unvanı	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Garanti Bankası	0.20	0.13	0.13	0.05	-0.11	0.34	0.45	0.82	0.89	0.67	0.00
Hürriyet	0.13	0.00	0.10	0.16	0.09	0.17	0.21	0.36	0.54	0.29	0.26
İhlas	0.03	0.08	0.02	-0.17	-0.91	0.05	0.06	0.12	0.19	0.13	0.18
İs Bankası	0.13	0.11	0.08	0.10	-0.19	0.18	0.43	0.48	0.73	0.78	0.00
Koc Holding	0.12	0.12	0.12	0.06	0.12	0.19	0.26	0.30	0.30	0.28	0.26
Marmaris Martı	0.02	0.04	0.05	0.09	-0.28	0.06	-0.15	0.12	0.14	0.12	0.10
Migros	0.10	0.11	0.13	0.05	0.12	0.08	0.34	0.34	0.52	0.42	0.46
Park Elektrik	0.09	-0.02	0.12	0.31	0.45	0.57	-2.75	-1.00	0.17	.	.
Petkim	-0.07	0.04	-0.17	0.00	0.00	-0.02	0.11	0.10	0.21	0.25	0.34
Petrol Ofisi	0.10	0.12	0.20	0.59	0.63	0.48	0.60	0.59	0.34	0.63	0.46
Sabancı Holding	0.10	0.12	0.16	0.05	0.10	0.10	0.12	0.15	0.12	.	.
Sekerbank	0.12	0.29	0.40	0.15	-3.39	0.03	0.25	0.14	0.17	.	.
Şişe Cam	0.00	0.09	0.11	0.08	-0.01	0.03	0.02	0.09	0.17	0.22	0.22
Tofaş Oto	0.14	0.04	0.01	-0.05	0.00	0.20	-0.63	-0.51	0.32	0.19	0.20
Tüpraş	0.20	0.21	0.16	0.15	0.26	0.39	0.47	0.49	-1.86	-1.83	-0.32
Vestel	0.08	0.09	0.08	0.18	0.19	0.21	0.40	0.47	0.45	0.56	0.22
Yapı Kredi	-1.79	-0.02	0.04	0.40	-0.59	0.18	0.53	0.36	0.62	0.53	0.00

5.4. Şirket Hisse Senetlerinin Likiditesi ile Şeffaflık Düzeyleri Arasındaki İlişki

Daha önce de belirtildiği üzere, çalışmada şirket hisse senetlerinin işlem görme oranları likidilerinin, şeffaflık skor tabloları da şeffaflık düzeylerinin göstergesi olarak düşünülmüş olup, şirket hisse senetlerinin likiditeleri ile şirketlerin şeffaflık düzeyleri arasındaki ilişki aşağıda irdelenmektedir.

5.4.1. Likidite ile Toplam Şeffaflık Düzeyi Arasındaki İlişki

Bu bölümde daha önce detaylı olarak açıklanan likidite ile şeffaflık ilişkisini irdellemek için İMKB’de işlem görmekte olan şirketlerin 1995-2005 yıllarına ilişkin işlem görme oranları ile şeffaflık seviyelerinin bir korelasyon analizi ile işlem görme oranlarının bağımlı, şeffaflık seviyesinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı bir basit regresyon analizi yapılmıştır. Likiditenin ölçümünde işlem görme oranları esas alınmıştır. Likidite ile toplam şeffaflık seviyesi arasındaki ilişki sonuçlarının özeti aşağıda yer almaktadır.

Tablo 6: Likidite&Toplam Şeffaflık Düzeyi Korelasyon Analizi

	Likidite	Toplam Şeffaflık Düzeyi
Likidite	1	0.14
Toplam Şeffaflık Düzeyi	0.14	1

Tablo 6 incelendiğinde, inceleme dönemi itibariyle şirket hisse senetlerinin likiditeleri ile toplam şeffaflık düzeyleri arasında %14 oranında bir korelasyon bulunduğu anlaşılmaktadır (Ek/3). Yapılan Hausman (1978) testi sonucunda (bkz. EK 4/ a-i) İşlem Görme Oranları ve Toplam Şeffaflık Düzeyi değişkeni arasında kurulacak regresyonda rassal etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. Aşağıdaki tabloda rassal etkiler modeli sonuçları görülmektedir.

$$\text{Likidite} = 168 + 17 * \text{Toplam Şeffaflık Düzeyi}^{19}$$

Tablo 7: Likidite&Toplam Şeffaflık Düzeyi Regresyon Analizi

Bağımsız Değişken	Katsayı	z istatistiği
Sabit	168.235	0.69
Toplam Şeffaflık Düzeyi	17.260	3.04***
R ² : 0.0207		

*, **, ***; sırasıyla %10, %5, %1'de anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 7'de yer verilen regresyon analizinden anlaşılacağı üzere, şirketlerin şeffaflık seviyelerindeki pozitif veya negatif her bir birimlik değişim şirket hisse senetlerinin likiditesini (İşlem görme oranı/devir hızını/turnover) aynı yönde yaklaşık 17 birim etkilemektedir.

Tablo 7'de görüldüğü üzere, modelin sabit katsayısı istatistiksel olarak anlamsızdır. Bağımsız değişken toplam şeffaflık düzeyi % 1 hata payında anlamlıdır. Bunun yanı sıra 1995-2005 dönemindeki şirket hisse senetlerinin işlem görme oranları bağımlı, şeffaflık derecelerinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinde R² değeri de % 2 çıkmaktadır. Bağımsız değişken şeffaflık düzeyindeki değişim, şirket hisse senedi likiditesindeki değişimin %2'sini açıklayabilmektedir. Modelin genel olarak istatistiksel anlamlılığı da sınanmış ve anlamlı olduğu saptanmıştır. (bkz. EK 4/ a-ii) Yukarıda toplam şeffaflık düzeyi ile

likidite arasında ilişki incelenmiştir. Aşağıda ise toplam şeffaflık düzeyi yerine alt şeffaflık düzeyleri ile likidite arasında ilişki araştırılacaktır.

5.4.2. Likidite ile Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi Arasındaki İlişki

Tablo 8: Likidite&Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi Korelasyon Analizi

	Likidite	Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi
Likidite	1	0.11
Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi	0.11	1

Tablo 8 incelendiğinde, inceleme dönemi itibariyle şirket hisse senetlerinin likiditeleri ile mülkiyet yapısı şeffaflık seviyeleri arasında %11 oranında bir korelasyon bulunduğu anlaşılmaktadır. Yapılan Hausman (1978) testi sonucunda, kurulacak regresyonda rassal etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir (EK 4/ b-i). Aşağıdaki tabloda rassal etkiler modeli sonuçları görülmektedir.

$$\text{Likidite} = 437 + 12 * \text{Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi}$$

Tablo 9: Likidite&Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi Regresyon Analizi

Bağımsız Değişken	Katsayı	z istatistiği
Sabit	437.764	243**
Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi	12.355	2.71***
R ² : 0.0125		

*, **, ***; sırasıyla %10, %5, %1’de anlamlılığı göstermektedir.

Yukarıdaki regresyon analizinden anlaşılacağı üzere, şirketlerin mülkiyet yapısındaki şeffaflık seviyesindeki bir birimlik artış(azalış) şirket hisse senetlerinin likiditesini 12 birim arttırmakta(azaltmaktadır).

Modelin genel olarak istatistiksel anlamlılığı incelendiğinde de %1 hata payında anlamlı olduğu görülmüştür. (bkz. EK 4/ b-ii) Bunun yanı sıra 1995-2005 dönemindeki şirket hisse senetlerinin işlem görme oranları bağımlı, mülkiyet yapısı şeffaflık düzeylerinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinde R² değeri de %1.25 çıkmaktadır. Mülkiyet yapısı şeffaflık düzeyindeki değişim, şirket hisse senedi likiditesindeki değişimin %1.25’ini açıklayabilmektedir.

¹⁹ Regresyon analizince veriler 100 ile çarpılmıştır. Örneğin %57 şeffaflık düzeyi, 100 ile çarpılmış ve 100 üzerinden 57 birim şeffaflık düzeyi olarak belirlenmiştir.

5.4.3. Likidite ile Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi Arasındaki İlişki

Tablo 10: Likidite&Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi Korelasyon Analizi

	Likidite	Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi
Likidite	1	0.15
Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi	0.15	1

Tablo 10 incelendiğinde, inceleme dönemi itibariyle şirket hisse senetlerinin likiditeleri ile finansal yapısı şeffaflık seviyeleri arasında %15 oranında bir korelasyon bulunduğu anlaşılmaktadır. Yapılan Hausman (1978) testi sonucunda, kurulacak regresyonda rassal etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir (bkz. EK 4/ c-i) Aşağıdaki tabloda rassal etkiler modeli sonuçları görülmektedir.

$$\text{Likidite} = -166 + 18 * \text{Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi}$$

Tablo 11: Likidite&Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi Regresyon Analizi

Bağımsız Değişken	Katsayı	z istatistiği
Sabit	-165.838	-0.55
Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi	18.000	3.57***
$R^2 : 0.0219$		

*, **, ***; sırasıyla %10, %5, %1'de anlamlılığı göstermektedir.

Yukarıdaki regresyon analizinden anlaşılacağı üzere, şirketlerin finansal yapısındaki şeffaflık seviyesindeki pozitif veya negatif her bir birimlik değişim şirket hisse senetlerinin likiditesini aynı yönde 18 birim etkilemektedir.

Modelin genel olarak istatistiksel anlamlılığı incelendiğinde de %1'den de düşük hata payında anlamlı olduğu görülmüştür. (bkz. EK 4/ c-ii) Bunun yanı sıra 1995-2005 dönemindeki şirket hisse senetlerinin işlem görme oranları bağımlı, şeffaflık derecelerinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinde R^2 değeri de % 2.2 çıkmaktadır. Finansal yapısı şeffaflık düzeyindeki değişim, şirket hisse senedi likiditesindeki değişimin % 2.2'sini açıklanmaktadır.

5.4.4. Likidite ile Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi Arasındaki İlişki

Tablo 12: Likidite&Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi Korelasyon Analizi

	Likidite	Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi
Likidite	1	0.09
Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi	0.09	1

Tablo 12 incelendiğinde, inceleme dönemi itibariyle şirket hisse senetlerinin likiditeleri ile yönetim&şeffaflık seviyeleri arasında %9 oranında bir korelasyon bulunduğu anlaşılmaktadır. Yapılan Hausman (1978) testi sonucunda, kurulacak regresyonda rassal etkiler modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. (bkz. EK 4/ d-i) Aşağıdaki tabloda rassal etkiler modeli sonuçları görülmektedir.

$$\text{Likidite} = 615 + 8 * \text{Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi}$$

Tablo 13: Likidite&Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi Regresyon Analizi

Bağımsız Değişken	Katsayı	z istatistiği
Sabit	615.432	3.52***
Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi	7.777	1.55
$R^2 : 0.007$		

*, **, ***; sırasıyla %10, %5, %1'de anlamlılığı göstermektedir.

Yukarıdaki regresyon analizinden anlaşılacağı üzere, şirketlerin yönetim yapısı şeffaflık seviyesindeki bir birmlik artış şirket hisse senetlerinin likiditesini yaklaşık 8 birim arttırmaktadır. Modelin genel olarak istatistiksel anlamlılığı incelendiğinde anlamlı olmadığı görülmüştür. (bkz. EK 4/ d-ii)

5.4.5. Likidite ile Kârlılık Oranları Arasındaki İlişki

Likidite ile kârlılık oranları arasındaki ilişki sonuçlarının özeti aşağıda yer almaktadır.

Tablo 14: Likidite&Kârlılık Oranları Korelasyon Analizi

	Likidite	Kârlılık Oranları
Likidite	1	-0.07
Kârlılık Oranları	-0.1	1

Tablo 14 incelendiğinde, inceleme dönemi itibariyle şirket hisse senetlerinin likiditeleri ile kârlılık seviyeleri arasında %-10 oranında bir korelasyon bulunduğu anlaşılmaktadır. Yapılan Hausman (1978) testi sonucunda, sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiği saptanmıştır. Bir sonraki aşamada sabit etkiler ile havuzlanmış model arasında karar vermeyi sağlayan havuzlanabilirlik (poolibility) testi uygulanmış ve havuzlanmış modelin kurulması gerektiği sonucuna varılmıştır (bkz. EK 4/ e-i)

Likidite = 861-2*Kârlılık Oranları

Tablo 15: Likidite&Kârlılık Oranları Regresyon Analizi

Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistiği
Sabit	861.681	14.78***
Kârlılık Oranları	-2.000	1.48
$R^2 : 0.0091$		

*, **, ***; sırasıyla %10, %5, %1'de anlamlılığı göstermektedir.

Modelin genel olarak istatistiksel anlamlılığı incelendiğinde, bağımsız değişkenin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Kârlılık oranları ile likidite arasında anlamlı bir ilişki olduğundan söz edilememesinin nedeni, 2002 yılından itibaren enflasyonun düşmeye başlaması, ayrıca 2003 ve 2004 yıllarında enflasyon muhasebesi uygulanması nedeniyle kârlılık oranlarından gerçekleşen azalmalar olabilir. Zira yüksek enflasyon dönemlerinde kârlılık oranlarının bir bölümü enflasyon nedeniyle nominal olarak daha yüksek gerçekleşiyordu. Örneğin, 1997 yılında enflasyon oranı %60, A şirketinin kârlılık oranı %70 iken 2004 yılında enflasyon oranı %10 ve kârlılık oranı %30 olarak gerçekleştiğinde, kârlılık oranında ilk bakışta bir düşüş olduğu düşünülmektedir. Oysa nominal olarak kârlılık oranı düşmesine karşın reel olarak kârlılık oranı artmıştır.

5.4.6. Likidite ile Şeffaflık Düzeyleri ve Kârlılık Oranları Arasındaki İlişki

Şirketlerin kârlılık oranları ve şeffaflık düzeylerinin şirket hisse senetlerinin likiditesi üzerine birlikte etkisine ilişkin sonuçların özeti aşağıda yer almaktadır. Öncelikle Hausman (1978) testi uygulanmış ve H_0 hipotezi red edilmiştir. Ardından

havuzlanabilirlik testi sonucunda, sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiği saptanmıştır. (bkz. EK 4/ f-i)

$$\text{Likidite} = 71 + 19 \cdot \text{Toplam Şeffaflık Düzeyleri} + 1.5 \cdot \text{Kârlılık Oranları}$$

Tablo 16: Likidite&Toplam Şeffaflık Düzeyleri ve Kârlılık Oranları Regresyon Analizi

Bağımsız Değişken	Katsayı	t istatistiği
Sabit	70.87459	0.30
Toplam Şeffaflık Düzeyi	19.05512	1.475431***
Kârlılık Oranı	1.475431	1.26
$R^2 : 0.0259$		

*,**, ***; sırasıyla %10, %5, %1'de anlamlılığı göstermektedir.

Modelin parametrelerinin katsayıları, bir önceki analiz sonuçları ile kıyaslanarak incelendiğinde, şirket hisse senetlerinin likiditesi üzerindeki şeffaflık etkisinin azaldığı görülmektedir. Toplam şeffaflık düzeyinin katsayısının istatistiksel olarak %1 hata payında anlamlı, kârlılık oranının ise anlamsız olduğu görülmektedir. Model genel olarak da istatistiksel olarak anlamlıdır. Toplam şeffaflık düzeyindeki bir birimlik artış likidite değişkeninde 19 birimlik artışa yol açmaktadır. Sabit etkiler modelinde sabit katsayı firmalar bazında değişecektir. Firmaların sabitleri EK 4/ f-ii'de STATA çıktısında görülmektedir.

Modelde 1995-2005 dönemindeki şirket hisse senetlerinin işlem görme bağımlı, şeffaflık seviyeleri ve kârlılık oranları bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon analizinde R^2 değerinin de %2.6 olduğu belirlenmiştir. Şirket hisse senedi likiditesindeki değişimin %2,6'si modelde yer alan bağımsız değişkenlerdeki değişim ile açıklanmaktadır.

6. SONUÇ

Uluslararası literatürde şeffaflık ile likidite arasındaki ilişkinin varlığını araştıran çalışmaların incelenmesi sonucunda, söz konusu çalışma bulgularının hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketler açısından da geçerli olup olmadığının değerlendirilmesi temel amacını taşıyan ampirik çalışma sonuçları ülkemizde de şeffaflık ile likidite arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır.

Gerçekten de, şirketlerin hisse senetlerinin likiditesi ile şirketlerin şeffaflık düzeyleri arasındaki ilişkinin incelendiği her bir modelde, yönetim şeffaflığı hariç, şeffaflık ile likidite arasında anlamlı fakat zayıf bir ilişki bulunduğu tespit edilmiştir. Bu ilişki şeffaflığın ve etkin kamuyu aydınlatma mekanizmasının şirket hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalarda asimetrik bilgi sorununu azalttığını ve dolayısıyla söz konusu hisse senetlerinin likiditesini artırdığını göstermektedir.

Aynı ilişki şirket kârlılık oranlarının şirketlerin hisse senedi likiditesi üzerine etkisinin incelendiği modelde de araştırılmış olup, kârlılık oranları ile likidite arasında anlamlı bir ilişki olduğundan söz etmek söz konusu olamamıştır.

Yukarıda belirtilen hususlar birlikte değerlendirildiğinde, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketler açısından bağımsız değişken şeffaflık seviyesinin bağımlı değişken likiditeyi açıklama gücünün incelenen modelde %1 anlamlık seviyesinde kuvvetli olduğu; ancak, diğer bağımsız değişken olan kârlılık oranları ile şirket hisse senetlerinin likiditesi arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

KAYNAKLAR

- AKERLOF, G. A.**, 1970. The Market For “Lemons”: Quality Uncertainty And The Market Mechanism, Quarterly Journal Of Economics, Volume 84, Issue 3, 488-500.
- AKSU, M. ve KÖSEDAĞ, A.**, 2005a, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi.
- AKSU, M. and KÖSEDAĞ, A.**, 2005b, The Relationship between Transparency & Disclosure and Firm Performance in the ISE: Does IFRS Adoption Make a Difference?
- ARAS, G.**, 2001. Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilginin Rolü. http://www.ceterisparibus.net/kongre/kocaeli_1.htm
- ARAS, G. ve MÜSLÜMOV, A.**, Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. http://www.ceterisparibus.net/kongre/kocaeli_2.htm
- ATİYAS, İ., ERSEL, H. ve ÖZTÜRK, E.**, 1993. Türk Bankalarında Müşteri Deseni ve Kredi Tayınlaması, TC Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Ankara: TCMB. <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/indeks.htm>
- BOTOSAN, C. A.**, Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital, The Accounting Review, Vol. 72, No. Jul., 1997, pp. 323-349.
- BOTOSAN, C. and PLUMLEE. M.**, Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure and Alternative Methods of Estimating Expected Cost of Equity Capital. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=224385
- BUSHMAN, R., Piotroski J. and Smith A.**, 2001. What Determines Corporate Transparency. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=428601

- ÇÜRÜK, T.**, 2001. An Analysis of Factors Influencing Accounting Disclosure in Turkey, İMKB Yayını, İstanbul,
- DORNBUSCH, R. and FISCHER, S.**, 1998. Makroekonomi, Birinci Basım.
- FROST, C. A., GORDON, Elizabeth A. and HAYES Andrew F.**, 2002. Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges.. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=355361
- Healy, Paul M. and Palepu, K. G.**, 2000. A Review of The Empirical Disclosure Literature, Prepared for the 2000 JAE Conference
- HEALY, P.M. and Palepu, K. G.**, Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature, 2001. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=258514
- İMKB Araştırma Müdürlüğü**, 2006. Kamuyu Aydınlatma Sistemleri, İMKB Dergisi Yıl:9 Sayı:33. 1-84.
- KARAN, M. B ve KARACABEY, A.**, 2003. Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Mali Sistem İçerisindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği, SPK Yayınları, Ankara.
- LEUZ, C. and VERRECCHI, R. E.**, 2000. The Economic Consequences of Increased Disclosure. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=171975
- MISHKIN, F. S.**, 2004. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, seventh edition.
- MÜSLÜMOV, A.**, Para Piyasaları, Ekonomik Krizler ve Bilgi:Türkiye Örneği. http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php
- NICHOLSON, W.**, 1998. Microeconomics Theory, seventh edition.
- ÖKTE, M. K. S.**, Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Problemi: Temel Kavramlar, Literatür ve Çözüm Önerileri. www.ceterisparibus.net/banka_finans/finansal.htm,

- ÖZBAY, M.**, 2002. İçerden Öğrenenlerin Ticareti, İstanbul Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Executive MBA Programı, MBA Projesi.
- ROSENGREN, E.**, Will Greater Disclosure and Transparency Prevent the Next Banking Crisis. http://www.bos.frb.org/economic/wp/wp1998/wp98_8.pdf
- SAYAR, A. R. Z.**, 2003. Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması, SPK Yayınları, Ankara.
- Study Group On Disclosure**, Federal Reserve System-Improving Public Disclosure In Banking. <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/173/default.htm>
- ŞÜKÜR, C.**, 2000. Bilginin İktisadi Değeri ve İçerden Öğrenenlerin Ticareti, İMKB Yeterlilik Etüdü, İMKB.
- TBB_Bankaların Şeffaflığının Artırılması**, Eylül 1998. <http://www.tbb.org.tr/turkce/basle/seffaf.doc>
- TBB_Bankalarda Kurumsal Yönetim**, Basel Bankacılık Gözetim Komitesi, Eylül 1999a. <http://www.tbb.org.tr/turkce/calismalar.htm>
- TBB_Şeffaflık ve Sorumluluk**, Kasım 1999b. <http://www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/seffas.doc>
- TBB_Şeffaflığın Önemi Üzerine Bir Değerlendirme**, Ocak 2002, <http://www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/Transparency.doc>
- VARIAN, H. R.**, 2003. Intermediate Microeconomics A Modern Approach, sixth edition.
- WELKER, M.**, 1995. Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets, Contemporary Accounting Research, Volume 11, Issue 2, 801-827.

EKLER

EK-1: Yatırımcı odaklı sermaye piyasalarında yapılan düzenlemelerin amaçları

Yatırımcıların Korunması

Yatırımcıların önemli bilgiyi temin edebilmeleri ve gözetim-denetim yoluyla korumaları esastır.

Piyasa Kalitesinin Artırılması

Piyasaların dürüst, etkin işleyişi ve bozucu uygulamalardan uzak olması esastır.

Kurallar

- Yatırımcılara önemli bilgi temin et.
- Piyasa kurallarının uygulanmadığını gözet.
- Halka açılmalarda, oy toplamalarda, çağrılarda hileli uygulamaları engelle.

Kurallar

- Bilgiye ulaşmada ve bilgiyi kullanmada eşitliği sağla.
- Likiditeyi artır ve işlem maliyetlerini düşür.
- Fiyatların gerçek değeri yansıtmasını sağla.

Genel İlkeler

1. Maliyet Etkinliği Piyasalara getirilen düzenlemelerin faydası maliyetinden yüksek olmalıdır.
2. Esneklik: Düzenlemeler rekabeti ve piyasanın gelişimini engellememelidir.
3. Şeffaf Finansal Raporlama ve Tam Açıklama
4. Yabancı ve Yerli İşletmelerin Aynı Düzenlemelere Tabiyeti

*Kaynak: SEC (Sayar, 2003:166)

EK:3 Şeffaflık Tabloları

Standard & Poor's-CGFT Şeffaflık & Kamuya Açıklama Çalışması (2005)	
Şirket yıllık raporlarında yer alıp almadığı kontrol edilen nitelikler	
Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	
1	ihraç edilmiş adi hisse senetlerinin sayısı
2	ihraç edilmiş diğer payların/senetlerin sayısı (imtiyazlı yada oy hakkı olmayan gibi)
3	adi hisse senetlerinin nominal değeri
4	diğer payların nominal değeri
5	çıkarılmış fakat ihraç edilmemiş adi hisse senetlerinin sayısı
6	çıkarılmış fakat ihraç edilmemiş diğer payların sayısı
7	En büyük hissedar
8	ilk 3 hissedar
9	ilk 5 hissedar
10	ilk 10 hissedar
11	%3'ten fazla hisseye sahip olan hissedarların sayısı ve kimliği
12	%5'ten fazla hisseye sahip olan hissedarların sayısı ve kimliği
13	%10'dan fazla hisseye sahip olan hissedarların sayısı ve kimliği
14	toplam olarak en az %50 hisseye sahip olan hissedarların kimliği?
15	halka açıklık oranı
16	eğer değişik pay sınıfları var ise, nitelikleri
17	türüne göre hissedarlar (bireysel, kurumsal gibi)
18	çapraz-iyelik (cross-ownership) yüzdesi
19	Bir Kurumsal Yönetim veya En İyi Uygulama koduna uyup uyulmadığına dair açıklama
20	Kurumsal Yönetim veya En İyi Uygulama kodlarının içeriği,detayları
21	Ana Sözleşme ile ilgili bilgiler (değişiklikler gibi)
22	Ana Sözleşme detayları
23	hisselerin oy kullanma hakları
24	Yönetim Kuruluna aday gösterme yöntemi ve aday gösterme imtiyazları
25	Genel Kurul toplanma yöntemi
26	Yönetim Kuruluna soru sorma yöntemi
27	Genel Kurul'da öneri sunma yöntemi
28	son genel kurulun tartışılması (örn. Tutanaklar)
29	hissedarlar için önemli tarihler, takvim
30	resmi veya resmi olmayan oy kullanma anlaşmaları veya oy gruplarının varlığı
31	üst yöneticilerin pay sahipliği durumları
32	çapraz iyelik, kurumsal iyelik durumlarında nihai lehdar kimliği

Standard & Poor's-CGFT Şeffaflık & Kamuya Açıklama Çalışması (2005)	
Şirket yıllık raporlarında yer alıp almadığı kontrol edilen nitelikler	
Finansal Şeffaflık & Açıklamalar	
1	muhasabe politikaları
2	kullanılan muhasabe standartları
3	yerel muhasabe standartlarına göre tablolar
4	uluslararası muhasabe standartlarına (IAS/US GAAP) göre tablolar
5	uluslararası muhasabe standartlarına (IAS/US GAAP) göre bilançolar
6	uluslararası muhasabe standartlarına (IAS/US GAAP) göre gelir tablosu
7	uluslararası muhasabe standartlarına (IAS/US GAAP) göre nakit akım tablosu
8	enflasyon muhasabesiyle hazırlanmış tablolar
9	herhangi bir kazanç tahmini
10	detaylı kazanç tahmini
11	3 aylık finansal raporlar
12	iş sahalarına göre analiz
13	denetim firmasının ismi?
14	denetim raporunun kopyası
15	denetim için ödenen ücretler
16	denetim firmasına ödenen denetim dışı hizmet karşılığı ücret olup olmadığı
17	konsolide finansal raporlar
18	aktif değerlendirme prensipleri
19	sabit varlık değerlendirme prensipleri
20	azınlık hissedar olunan iştiraklerin listesi
21	uluslararası ve yerel muhasabe standartlarındaki tabloların mutabakatı
22	iştiraklerin mülkiyet yapısı
23	iş alanı hakkında detaylı bilgi
24	sunulan ürün ve servislerin detayları
25	fiziksel miktar olarak satışlar (örn.kullanıcıların sayısı).
26	kullanılan aktiflerin nitelikleri
27	performans göstergeleri(örn. ROA ROE)
28	sektörel rasyolar
29	kurumsal stratejinin tartışması
30	önümüzdeki yıllar için yatırım planlarının varlığı
31	önümüzdeki yıllar için planlanan yatırımların detayı
32	satış tahmini
33	endüstri eğilimleri
34	tek tek iş alanlarında veya bütün olarak pazar payı
35	ilişkili taraflarla yapılan işlemlerin listesi
36	grup şirketleriyle yapılan işlemlerin listesi

Standard & Poor's-CGFT Şeffaflık & Kamuya Açıklama Çalışması (2005)	
Şirket yıllık raporlarında yer alıp almadığı kontrol edilen nitelikler	
Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreçleri	
1	yönetim kurulu üyelerinin listesi (adları)
2	yönetim kurulu üyeleri hakkında detaylar (ad/unvan dışında)
3	yönetim kurulu üyelerinin görev ve pozisyonları
4	yönetim kurulu üyelerinin önceki görev ve pozisyonları
5	yönetim kurulu üyelerinin kurula giriş tarihi
6	yönetim kurulu üyelerinin icracı, icracı olmayan ve bağımsız olarak sınıflandırılması
7	yönetim kurulu başkanının ismi
8	yönetim kurulu başkanı hakkında ayrıntılar(ismi/ünvanı dışında)
9	yönetim kurulunun şirket yönetimindeki rolünün tartışılması
10	yönetim kurulu yetkisinde olan konuların listesi
11	yönetim kurulu komitelerinin listesi
12	denetim komitesi varlığı
13	denetim komitesi üyeleri
14	ödüllendirme komitesi varlığı
15	ödüllendirme komitesi üyeleri
16	aday gösterme komitesi varlığı
17	aday gösterme komitesi üyeleri
18	denetim komitesinin yanında başka iç denetim birimlerinin varlığı
19	strateji/yatırım/finans komiteleri varlığı
20	yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu hisselerin sayısı
21	son yönetim kurulu toplantısı ile ilgili bilgi (örn.tutanaklar)
22	yönetim kurulu üyelerine YK üyeliği oryantasyon eğitimi sağlanıp sağlanmadığı
23	yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirmelerine nasıl karar verildiği
24	yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirme detayları
25	yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirme şekli (örn. nakit, hisse senedi...gibi)
26	yönetim kurulu üyelerine yapılan performansla dayalı ücretlendirmenin özellikleri
27	yöneticilerin ücretlerine karar verme süreci
28	yöneticilerin ücret detayları
29	yöneticilerin ücret ödeme şekli (örn. nakit, hisse senedi...gibi)
30	yöneticilerin yapılan ödemelerin performansla nasıl ilişkilendirildiği
31	üst yöneticilerin listesi (yönetim kurulundakiler dışında)
32	üst yöneticilerin özgeçmişleri
33	İcradan sorumlu en üst yöneticinin (Murahas Aza, CEO veya GM) sözleşmesinin detayları
34	yöneticilerin şirketin iştiraklerinde sahip olduğu hisse sayısı
35	yönetim kurulu üyelerinin ana (holding) şirkette görevi olup olmadığı
36	ana şirketle ilişkileri düzenleyen bir grup politikası olup olmadığı
37	üst yöneticiler arasında hakim ortakla ilişkili olan kimseler (akraba, hısım)

EK:3 Korelasyon Tablosu

orrelate firm turnover totalt ot ft bt pr (obs=291)

	firm	turnover	totalt	ot	ft	bt	pr
firm	1.0000						
turnover	0.0434	1.0000					
totalt	-0.0495	0.1439	1.0000				
ot	-0.0420	0.1119	0.8273	1.0000			
ft	0.0135	0.1479	0.8061	0.5408	1.0000		
bt	-0.0928	0.0867	0.7969	0.5183	0.4084	1.0000	
pr	-0.1901	-0.0953	-0.1674	-0.1494	-0.1297	-0.1401	1.0000

EK:4

a-i) Likidite&Toplam Şeffaflık Düzeyi Hausman Testi

```
----- Coefficients -----
      |          (b)          (B)          (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
      | fixed_group          .      Difference      S.E.
-----+-----
totalt |    17.76197    17.26048    .5014882    1.223418
-----+-----
```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(1) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 0.17 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.6819 \end{aligned}$$

Ho reddedilemedi. Rassal etkiler modeli kullanılır

a-ii) Likidite&Toplam Şeffaflık Düzeyi Regresyon Çıktısı

```
Random-effects GLS regression              Number of obs   =    291
Group variable (i): firm                   Number of groups =    27

R-sq:  within = 0.0343                     Obs per group:  min =     9
        between = 0.0019                    avg =    10.8
        overall = 0.0207                    max =    11

Random effects u_i ~ Gaussian              Wald chi2(1)    =     9.24
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2     =    0.0024
```

```
-----+-----
turnover |      Coef.   Std. Err.    z    P>|z|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
totalt   |  17.26048   5.678211    3.04  0.002    6.131396   28.38957
_cons    |  168.2353   242.5043    0.69  0.488   -307.0643  643.5349
-----+-----
sigma_u   |  501.44489
sigma_e   |  781.21461
rho       |  .29178874   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
```

b-i) Likidite&Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi Hausman Testi

```

----- Coefficients -----
      |      (b)      (B)      (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
      | fixed_group      .      Difference      S.E.
-----+-----
ot | 13.05178 12.35514 .6966418 .9515109
-----+-----

```

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}
\text{chi2}(1) &= (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B) \\
&= 0.54 \\
\text{Prob}>\text{chi2} &= 0.4641
\end{aligned}$$

Ho reddedilemedi. Rassal etkiler modeli kullanılır

b-ii) Likidite&Mülkiyet Yapısı Şeffaflık Düzeyi Regresyon Çıktısı

. xtreg turnover ot, re

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       291
Group variable (i): firm                  Number of groups =        27

R-sq:  within = 0.0290                    Obs per group:  min =         9
      between = 0.0011                      avg =       10.8
      overall  = 0.0125                      max =        11

Random effects u_i ~ Gaussian              Wald chi2(1)    =       7.36
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2     =       0.0067

```

```

-----+-----
turnover |      Coef.  Std. Err.      z    P>|z|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      ot | 12.35514   4.555598    2.71  0.007    3.42633   21.28395
      _cons | 437.7642  179.8516    2.43  0.015   85.26164  790.2668
-----+-----
sigma_u | 501.3918
sigma_e | 783.35428
rho     | .29061595 (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

```

c-i) Likidite&Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi Hausman Testi

```

----- Coefficients -----
      |      (b)      (B)      (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
      | fixed_group      .      Difference      S.E.
-----+-----
ft |      19.82955      17.99983      1.829721      1.646928
-----+-----

      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              =          1.23
      Prob>chi2 =          0.2666

```

Ho reddedilemedi. Rassal etkiler modeli kullanılır

c-ii) Likidite&Finansal Yapısı Şeffaflık Düzeyi Regresyon Çıktısı

```

. xtreg turnover ft, re

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       291
Group variable (i): firm                   Number of groups =       27

R-sq:  within = 0.0504                     Obs per group: min =        9
      between = 0.0002                       avg =       10.8
      overall = 0.0219                       max =       11

Random effects u_i ~ Gaussian              Wald chi2(1)    =       12.71
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Prob > chi2     =       0.0004

-----+-----
turnover |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      ft |      17.99983   5.048411     3.57  0.000     8.105128    27.89454
      _cons |     -165.8384  299.1501    -0.55  0.579    -752.1619    420.4851
-----+-----
sigma_u |      502.92169
sigma_e |      774.70896
rho |      .29648222 (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

```

d-i) Likidite&Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi Hausman Testi

```

----- Coefficients -----
      |      (b)      (B)      (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
      | fixed_group      .      Difference      S.E.
-----+-----
bt | 7.796512 7.777365 .0191474 1.403048
-----+-----

      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              = 0.00
      Prob>chi2 = 0.9891

```

Ho reddedilemedi. Rassal etkiler modeli kullanılır

d-ii) Likidite&Yönetim Yapısı Şeffaflık Düzeyi Regresyon Çıktısı

```

. xtreg turnover bt, re

Random-effects GLS regression              Number of obs   =      291
Group variable (i): firm                  Number of groups =      27

R-sq:  within = 0.0084                    Obs per group:  min =      9
      between = 0.0063                      avg =     10.8
      overall  = 0.0075                      max =     11

Random effects u_i ~ Gaussian              Wald chi2(1)    =      2.40
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Prob > chi2     =     0.1215

-----+-----
turnover |      Coef.  Std. Err.      z    P>|z|    [95% Conf. Interval]
-----+-----
      bt | 7.777365  5.022623    1.55  0.122   -2.066795   17.62152
      _cons | 615.4325  174.8164    3.52  0.000   272.7987   958.0662
-----+-----

sigma_u | 498.57269
sigma_e | 791.62446
rho     | .28400621 (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

```

e-i) Likidite & Karlılık Oranları Hausman Testi

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fixed_group	.	Difference	S.E.
pr	.8121666	-.02226625	.8348291	.2184252

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 14.61
Prob>chi2 = 0.0001

Ho red. Sabit etkiler modeli kullanılır

Likidite -Karlılık Oranları Havuzlanabilirlik (Poolability) Testi

$e'e$, : 2265495.080

$e_i e_i$:

1000816.1+645924.055+2529194.06+332660.915+13692381.2+19495327.1+2002261.27+817413.51
8+5356201.4+1732123.66+1444612.98+1315416.88+27292319.2+518776.719+781826.468+131340
93.1+28355.6905+9053633.95+4334002.27+1294653.8+918499.15+4435814.17+775784.873+40116
93.25+20778932 1535816.93+6780748.84= 146039283.5485

$$F = \frac{(e'e - \sum e_i e_i) / (N-1)K}{\sum e_i e_i / N(T-K)} = \frac{2265495.080 / (27-1) \times 1}{146039283.5485 / 27(11-1)} = 0.1611$$

%5 hata payıyla $F_{(N-1)K, N(T-K)} = F_{26,270} = 1.52$

$F_{hes} < F_{tablo}$ ise H_0 red edilemez Panel veri havuzlanabilir.

$e'e$, : Havuzlanmış SEK tahmininin SSE değeri

$e_i e_i$: Grup i için SEK regresyonunun SSE değerini göstermektedir.

e-ii) Likidite -Karlılık Oranları Regresyon Çıktısı

. regress turnover pr

Source	SS	df	MS	Number of obs = 291		
Model	2265495.08	1	2265495.08	F(1, 289)	=	2.65
Residual	247020016	289	854740.541	Prob > F	=	0.1046
				R-squared	=	0.0091
				Adj R-squared	=	0.0057
Total	249285511	290	859605.212	Root MSE	=	924.52

turnover	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
pr	-1.9996	1.228227	-1.63	0.105	-4.417004	.4178046
_cons	861.681	58.28975	14.78	0.000	746.9548	976.4073

f-i) Likidite- Şeffaflık Düzeyleri -Karlılık Oranları Hausman Testi

	---- Coefficients ----			
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fixed_group	.	Difference	S.E.
totalt	19.05512	17.68723	1.367896	1.005392
pr	1.475431	.6422307	.8332005	.2101353

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(2) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 15.91 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.0004 \end{aligned}$$

Ho red. Sabit etkiler modeli kullanılır

Sabit etkiler ve havuzlanmış model arasında seçim amacıyla havuzlanabilirlik testine geçilir.

Likidite- Şeffaflık Düzeyleri -Karlılık Oranları Havuzlanabilirlik (Poolability) Testi

$e'e_{..}$: 242819156

$e_i'e_i$: 873435.471+ 442626.297+ 1716849.44+165489.391 +6508849.44+19482352.5+
 1993173.31+805297.278+5108974.48 +1689670.64+1382822.86+ 799325.155+16527019.1
 +398326.646+763959.523 +857453.998+22639.0376+ 4671387.45+3741585.73+848882.365+
 914798.069+2936942.03+772857.842+3870501.03+16121008.6+1264175.14+5200811.62 =
 99881214.4426

$$F = \frac{(e'e - \sum e_i'e_i)/(N-1)K}{\sum e_i'e_i/N(T-K)} = \frac{242819156/(27-1) \times 2}{99881214.4426/27(11-2)} = 11.3606$$

%5 hata payıyla $F_{(N-1)K, N(T-K)} = F_{52, 243} = 1.32$

$F_{hes} > F_{tablo}$ ise H_0 red edilir ise Panel veri havuzlanamaz

$e'e_{..}$: Havuzlanmış SEK tahmininin SSE değeri

$e_i'e_i$: Grup i için SEK regresyonunun SSE değerini göstermektedir.

f-ii) Likidite- Şeffaflık Düzeyleri -Karlılık Oranları Regresyon Çıktısı

. xtreg turnover totalt pr, fe

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	291
Group variable (i): firm	Number of groups	=	27
R-sq: within = 0.0401	Obs per group: min	=	9
between = 0.0227	avg	=	10.8
overall = 0.0112	max	=	11
corr(u_i, Xb) = -0.1287	F(2, 262)	=	5.48
	Prob > F	=	0.0047

turnover	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
totalt	19.05512	5.892717	3.23	0.001	7.452011	30.65823
pr	1.475431	1.174324	1.26	0.210	-.8368836	3.787746
_cons	70.87459	234.7505	0.30	0.763	-391.3632	533.1124
sigma_u	561.57268					
sigma_e	780.35674					
rho	.34118454	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all $u_i=0$: $F(26, 262) = 5.26$ Prob > F = 0.00
 Asagidaki sabti etkile rmodelinde kukla tuzagina dusmemek amaciyla firma 2 den
 baslanmaktadır. Ayrica sabit ise birinci firmayi göstermektedir. Diğ er firmaların
 katsayıları bu katsayı ile toplanarak bulunur.

. xi: regress turnover i.firm totalt pr if firm

i.firm _Ifirm_1-27 (naturally coded; _Ifirm_1 omitted)

Source	SS	df	MS	Number of obs =	291
Model	89738870.7	28	3204959.67	F(28, 262) =	5.26
Residual	159546641	262	608956.644	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.3600
				Adj R-squared =	0.2916
Total	249285511	290	859605.212	Root MSE =	780.36

turnover	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
_Ifirm_2	122.6099	333.4728	0.37	0.713	-534.018	779.2378
_Ifirm_3	21.53478	336.3936	0.06	0.949	-640.8444	683.9139
_Ifirm_4	-32.59975	333.5834	-0.10	0.922	-689.4453	624.2458
_Ifirm_5	1034.13	334.3523	3.09	0.002	375.7702	1692.489
_Ifirm_6	1900.501	335.5645	5.66	0.000	1239.755	2561.247
_Ifirm_7	187.8524	333.148	0.56	0.573	-468.1358	843.8406
_Ifirm_8	381.1573	335.9	1.13	0.258	-280.2498	1042.564
_Ifirm_9	357.0062	332.9047	1.07	0.285	-298.503	1012.515
_Ifirm_10	257.888	334.9858	0.77	0.442	-401.719	917.495
_Ifirm_11	489.0976	337.4589	1.45	0.148	-175.379	1153.574
_Ifirm_12	324.2995	334.7407	0.97	0.334	-334.8249	983.4239
_Ifirm_13	1892.035	337.1861	5.61	0.000	1228.095	2555.974
_Ifirm_14	23.60653	333.5879	0.07	0.944	-633.248	680.461
_Ifirm_15	205.1487	334.0115	0.61	0.540	-452.5398	862.8372
_Ifirm_16	1354.527	336.522	4.03	0.000	691.8948	2017.158
_Ifirm_17	-74.54256	334.6877	-0.22	0.824	-733.5625	584.4774
_Ifirm_18	1447.418	359.2436	4.03	0.000	740.046	2154.79
_Ifirm_19	878.0658	336.51	2.61	0.010	215.4575	1540.674
_Ifirm_20	153.8151	332.7565	0.46	0.644	-501.4022	809.0325
_Ifirm_21	387.6211	353.4919	1.10	0.274	-308.4255	1083.668
_Ifirm_22	383.9769	360.7145	1.06	0.288	-326.2914	1094.245
_Ifirm_23	150.8827	335.2257	0.45	0.653	-509.1968	810.9622
_Ifirm_24	562.2994	337.7472	1.66	0.097	-102.745	1227.344
_Ifirm_25	898.4183	345.7328	2.60	0.010	217.6497	1579.187
_Ifirm_26	318.5166	333.3858	0.96	0.340	-337.9399	974.9731
_Ifirm_27	686.1391	339.4219	2.02	0.044	17.79711	1354.481
totalt	19.05512	5.892717	3.23	0.001	7.452011	30.65823
pr	1.475431	1.174324	1.26	0.210	-.8368836	3.787746
_cons	-454.8553	341.5887	-1.33	0.184	-1127.464	217.7533

ÖZGEÇMİŞ

Emrah ÖZBAY 1977 yılında Diyarbakır'ın Ergani ilçesinde dünyaya geldi. İlk ve orta öğrenimine Ergani'de devam etti. 1995 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü'ne girdi ve ilk yıl hazırlık sınıfına devam etti. 2000 yılında Lisans öğrenimini tamamladı. 2004 yılında Işık Üniversitesi Executive MBA Programını tamamladı ve aynı yıl İstanbul Teknik Üniversitesi İktisat Yüksek Lisans Programı'na kaydoldu. 2001 yılında Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi'nde uzman yardımcısı olarak göreve başlayan ve 2005 yılında "Halka Açık Bankaların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü" adlı tezle uzmanlığını alan ÖZBAY, SPK Denetleme Dairesi'nde uzman olarak görev yapmaktadır.