



**SERMAYE PİYASASI KURULU
DENETLEME DAİRESİ**

FİNANSAL TAVSİYEDE BULUNANLARIN SORUMLULUĞU

YETERLİK ETÜDÜ

**Şevki Özgür ALTINDAŞ
Uzman Yardımcısı**

**ARALIK 2008
İSTANBUL**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Yatırımcılar tarafından yatırım kararı alınırken göz önünde bulundurulmuş en önemli iki faktör hisse senedinin fiyatı ile hisse senedinin değerinin fiyata yansımada aracı rol oynayan bilgidir. Bir hisse senedinin değerini yansıtan bilgi setinin nicel ve nitel anlamda yoğun bilgi içermesi nedeniyle, hem olabildiğince çok bilgiye ulaşmak hem de ulaşılan bilgileri değerlendirerek yatırım kararına varmak maliyetli bir süreci içermektedir. Bu maliyetli sürece özellikle bireysel yatırımcıların bilgiyi değerlendirmedeki yetersizliklerinin eklenmesi, bilgiye nispeten kolay şekilde ulaşabilecek ve bilgiyi sahip olduğu uzmanlıkla daha nitelikli bir şekilde değerlendirerek yatırım kararına dönüştürecek kişiler tarafından yapılan yatırım tavsiyelerinin önemini arttırmaktadır. Ancak, finansal tavsiyenin yatırım kararının verilmesi açısından bilgi seti içinde önemli bir yere sahip olması, diğer bir deyişle hisse senedinin fiyatı üzerinde önemli sayılabilecek bir etkisinin olması, özellikle yatırımcıda detaylı bir çalışma sonucu oluşturulmuş olduğuna ilişkin bir algı yaratmasına ve mümkün olduğunca fazla yatırımcıya ulaşma kabiliyetine bağlıdır. Bu iki kriteri sağlayan finansal tavsiyeleri hazırlayan kişiler satış-yönlü analist (analist) olarak isimlendirilmektedir. Analistler tarafından yapılan nitelikli değerlendirmeler sonucunda oluşan yatırım kararlarının piyasaya yansımalarının sermaye piyasasının etkinliğine yaptığı katkı, düzenleyiciler ve akademisyenlerce üzerinde fikir birliğine varılan bir konudur. Bununla birlikte, akademisyenler tarafından yapılan birçok çalışma, analistlerin çıkar çatışmaları nedeni ile aşırı iyimser tavsiyelerde bulduklarını ve özellikle yatırım hizmeti sunan kuruluşlarda çalışan analistlerin maruz kaldıkları çıkar çatışmaları nedeni ile gerçek görüşlerini tavsiyelerine yansıtmadıklarını ortaya koymaktadır.

Analistlerin maruz kaldıkları çıkar çatışmalarının 5 ana başlık altında toplandığı ve eleştirilerin daha çok finansal kuruluşların yatırım faaliyetleri nedeniyle ortaya çıkan çıkar çatışmalarına odaklandığı görülmüştür. Akademisyenlerce analistlerin tavsiyeleri üzerinde yapılan ampirik çalışmalarda, analistlerin aşırı iyimser tahminlerde buldukları ve tavsiye performanslarının düşük seviyelerde olduğu bulgularına ulaşılmış, aksi yönde iddialar bulunmakla birlikte genel olarak analistlerin çıkar çatışmaları nedeniyle tavsiyelerine gerçek görüşlerini

yansıtmadıkları yönünde bir kanı oluşmuştur. Bu durumun özellikle yatırımcıların sermaye piyasalarına olan güvenini bozucu etkisi üzerinde durulmuş ve yatırımcıların güvenini yeniden tesis etmek için analistlerin çıkar çatışmalarına ilişkin olarak düzenlemelere gidilmiştir.

ABD’de hisse senedi piyasasında özellikle 2000’li yıllarda yaşanan düşüşlerin analistler tarafından öngörülmemesi eleştirilmiş, düzenleyici kuruluşların yaptıkları araştırmalar neticesinde analistlerin çıkar çatışmaları nedeni ile önyargılı tavsiyelerde buldukları belirlenmiş ve Sarbanes Oxley Kanunu’nun SEC’ye bu konuda önlemler alması amacıyla verdiği görev çerçevesinde NASD 2711 ve NYSE 472 kuralları SEC tarafından onaylanmıştır. Söz konusu kuralları tamamlayıcı nitelikteki Regulation Analyst Certification sonraki tarihlerde yürürlüğe girmiştir. ABD uygulamaları analistlerin çıkar çatışmalarına ilişkin olarak kapsamlı kurallar içermekte ve özellikle yatırım bankacılığı faaliyetinden kaynaklanan çıkar çatışmaları ile çıkarların açıklanması üzerine yoğunlaşmaktadır.

Avrupa Birliği’nde 2002 yılının Nisan ayında Avrupa Komisyonu ile Ekonomi ve Finans Bakanları arasında, analistlerin çıkar çatışmasına ilişkin önlemler alınması gerektiği konusunda anlaşmaya varılmış ve bu konuda öneriler getirmesi için Forum Grubu oluşturulmuştur. Forum Grubu’nun önerileri ve IOSCO tarafından aynı konuda sunulan prensiplerin değerlendirilmesi sonucunda öncelikle Market Abuse Directive, sonrasında ise Markets in Financial Instruments Directive uygulamaya konulmuştur. SPK tarafından hazırlanan “*Finansal Tavsiyelere ilişkin Esaslar Tebliğ Taslağı*” ile neredeyse özdeş bir yapı arz eden Avrupa Birliği uygulamaları, ABD uygulamalarına yakın bir yapı arz etmekle birlikte analistlerin çıkar çatışmaları ile ilgili spesifik kurallar benimsemekten ziyade konuyla ilgili genel kuralları yürürlüğe koyma yoluna gitmiştir.

ABD’de düzenleyiciler tarafından analistlerin çıkar çatışmalarına ilişkin alınan önlemlerin etkinliği konusunda yapılan çalışmalarda, düzenlemelerin iyimser tavsiyelerde bulunma eğilimindeki kişileri disiplin altına alma konusunda etkili olduğu görülmüştür. Avrupa Birliği’nde ise düzenlemelerin analistlerin iyimser tahminleri üzerinde etkisi olduğu ancak ABD’deki kadar belirgin olmadığını gösteren çalışmalar mevcuttur.

Avrupa Birliği uygulamalarıyla özdeş bir yapı arz eden Tebliğ Taslağı'nın, analistlerin ve finansal tavsiyenin hazırlanmasına katılan diğer kişilerin tavsiyenin sunulması sonrasında belirli bir süre işlem gerçekleştirmemesi ve finansal tavsiyede yer alan görüşün aksine işlem gerçekleştirmemesi yönündeki kurallarının aracı kuruluşlar ve portföy yönetim şirketleri açısından da uygulanmasının, analistlerle çıkarları finansal tavsiyenin dağıtılacağı kişilerin çıkarlarıyla çatışabilecek diğer kişilerin yatırım hizmetleri veya yardımcı hizmetler ya da faaliyetlere eşzamanlı veya daha sonra katılımına tamamen yasak getirilmesinin, bunun ötesinde yatırım bankacılığı faaliyetinden kaynaklanan çıkar çatışmasının engellenebilmesi için analistlerin yatırım bankacılığı faaliyetlerinden tamamen yalıtılmasının, özellikle bireysel yatırımcıların yapılan tavsiyelerden daha verimli bir şekilde yararlanmalarını sağlamak için tavsiyelerin tamamen ya da sektörler bazında standart bir yapıya kavuşturulmasının uygun olacağı düşünölmektedir.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ

KISALTMALAR CETVELİ

GİRİŞ	1
I. FİNANSAL TAVSİYE KAVRAMI	3
I.1. FİNANSAL TAVSİYEDE BULUNANLAR	4
I.1.1. Satış Yönlü Analistler	4
I.1.2. Alış-Yönlü Analistler	4
I.1.3. Bağımsız Analistler	5
II. ANALİSTLERİN ROLÜ	7
III. ANALİSTLERİN ÇIKAR ÇATIŞMALARI	9
III.1. ARACILIK FAALİYETLERİ	10
III.2. YATIRIM BANKACILIĞI GELİRLERİ	11
III.2.1. Halka Arza Aracılık	11
III.2.2. Sonraki Halka Arzlar ve Finansal Danışmanlık	12
III.3. ANALİST ÜCRETLERİ	13
III.4. HİSSE SAHİPLİĞİ VE FİNANSAL İLİŞKİ	14
III.5. ARAŞTIRMA RAPORLARINA KONU OLAN ŞİRKETLERDEN GELEN BASKI	14
IV. ANALİSTLERİN ÇIKAR ÇATIŞMALARINA İLİŞKİN ALINAN ÖNLEMLER	15
IV.1. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ	15
IV.1.1. Sarbanes Oxley Kanunu	18
IV.1.2. NASD VE NYSE KURALLARI	20
IV.1.3. Regulation Analyst Certification	30
IV.2. AVRUPA BİRLİĞİ UYGULAMALARI	31
IV.2.1. Market Abuse Directive	32
IV.2.2. Markets in Financial Instruments Directive	36
SONUÇ VE ÖNERİLER	39
KAYNAKÇA	43

KISALTMALAR CETVELİ:

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

IOSCO: International Organization of Securities Commissions

MAD: Market Abuse Directive

MiFID: Markets in Financial Instruments Directive

NASD: National Association of Securities Dealers

NYSE: New York Stock Exchange

Regulation AC: Regulation Analyst Certification

SEC: Securities and Exchange Commission

SIA: Securities Industry Association

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

Tebliğ Taslağı: Finansal Tavsiyeye İlişkin Esaslar Tebliği

GİRİŞ

Yatırımcılar hisse senetleri piyasasında yatırım kararlarını verirken çeşitli faktörlerin etkisi altındadır. Şirkete özgü bilgiler ile siyasi ve ekonomik gelişmelerin yanı sıra risk alma eğilimi, yatırım alanı tercihi, zamanlama, psikolojik durum gibi birçok kişisel faktör yatırım kararlarının alınmasında rol oynamaktadır. Bununla birlikte, hisse senetleri piyasası tek tip ürünün tek tip koşullarla işlem gördüğü bir piyasa olduğundan, fiyat kamuya açıklanarak aleniyet kazanmakta böylece yönlendirici olmanın ötesinde gösterge olma niteliği kazanmaktadır. Diğer bir deyişle, fiyat herhangi bir hisse senedinin değerini oluşturan bütün bilgileri bünyesinde taşımakta ve yatırımcılar hisse senedinin değerini yansıtan bilgiler aracılığıyla oluşan fiyat yapısı içerisinde yatırım kararlarını vermektedirler. O halde, kişisel faktörler bir yana bırakılırsa, yatırım kararı verilirken yatırımcılar tarafından göz önünde bulundurululan başlıca öğeler fiyat ve hisse senedinin değerini fiyata yansıtan bilgidir.

Sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması ve tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması, sermayenin tabana yayılması suretiyle şirketlerin finansman ihtiyacının sağlanmasını kolaylaştıracak böylece halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılımı sağlanacaktır. Sermaye piyasasına duyulan güveni azaltan, bu münasebetle iktisadi kalkınmayı sekteye uğratan unsurlar arasında hisse senetleri piyasasında yapay fiyat oluşturmaya yönelik işlemler gerçekleştirmek önemli bir yer teşkil etmekle birlikte, değer in fiyata yansımalarını sağlayan bilginin manipüle edilmesinin rolü de yadsınamaz bir gerçektir. Nitekim yalnızca bilgiyi manipüle etmek suretiyle fiyat seviyesinin istenilen seviyede belirlenmeye çalışılmasının yanı sıra, yapay işlemler gerçekleştirerek fiyatı yüksek seviyelerde belirlemek isteyen şahısların, fiyatı yükseltici nitelikteki yanıltıcı bilgilerin kamuya duyurulmasını sağlayarak bu süreci desteklemek ve hızlandırmak istedikleri de bilinmektedir.

Hisse senetleri piyasasında yapay işlemlerle direkt olarak fiyatın manipüle edilmesi, oluşan fiyatın bilginin ürünü olduğu savıyla hareket eden yatırımcıları yanıltmakta ve sermaye piyasasına zarar vermektedir. Burada, bir hisse senedinin

değerini etkileyebilecek bilgi kümesi içinde yer alan herhangi bir bilginin manipülasyonu söz konusu olmamakta, tersine yatırımcılarda bilgi kümesi içinde ulaşamadıkları ancak hisse senedinin değeri üzerinde etki yaratabilecek nitelikte bir bilgi olduğu algısı yaratılmaktadır. Diğer taraftan, bu çalışmanın konusunun kaynağı olarak nitelendirilebilecek, bilginin manipüle edilmesi fiilinde ise değerlerin yanıltıcı bilgi sunulması suretiyle fiyata bilerek yanlış yansıtılmak istenmesi söz konusudur. Hisse senedinin değerini etkileyebilecek tüm bilgilerin yer aldığı bilgi kümesi içinde, şirketlerin mali tabloları, özel durum açıklamaları gibi şirketlere özgü bilgilerin yanı sıra sektörel, siyasi ve ekonomik gelişmeler gibi şirketlere özgü olmayan bilgiler de yer almaktadır. Şirketlere özgü olmayan bilgilerin manipüle edilmesi neredeyse mümkün olmamakta, şirketlere özgü bilgiler ise manipülasyona açık bir yapı arz etmektedir. Tam da burada bilgiyi manipüle edebilecek konumda bulunan şahısların sorumluluğu ortaya çıkmaktadır. Bilgiyi kolaylıkla manipüle edebilecek şahıslar arasında şirket ortakları ve çalışanlarının en ön sırada yer aldığı açık olmakla birlikte, bu çalışmanın konusunu oluşturan, finansal tavsiyede bulunanlar da bu sıralamada önemli bir yer tutmaktadır. Bu nedenle, finansal tavsiyelerin objektif kriterler baz alınarak yapılmasının ve yatırımcılara yatırım kararlarında yararlanabilecekleri daha faydalı ve maddi bilgilerin sağlanmasının yanı sıra finansal tavsiyeyi yayımlayan kişiler için yürürlüğe giren yaptırımların caydırıcı nitelikte olmasının piyasaya olan güvene katkıda bulunacağı açıktır.

Bu çerçevede, yapılan çalışmanın ilk bölümünde öncelikle yatırımcıların finansal tavsiyeden yararlanmalarının nedenleri üzerinde durulacak, finansal analistlerin finansal tavsiyede bulunan kişiler arasındaki önemi vurgulanacak ve sermaye piyasaları gelişmiş bir yapı arz eden ülkelerde finansal analistlere ilişkin yapılan genel sınıflandırılmaya yer verilecektir. İkinci bölümde, finansal analistlerin sermaye piyasasındaki rolü ve sermaye piyasasına olan katkısı tartışılacaktır. Üçüncü bölümde ise finansal analistlerin tavsiyelerinin kendi görüşlerini yansıtmayacak şekilde yapılmasının ana nedeni olarak gösterilen çıkar çatışmaları üzerinde durulacaktır. Dördüncü bölümde çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik olarak ABD ve Avrupa Birliği'nde yapılan düzenlemeler anlatılacak ve son bölümde sonuç ve önerilere yer verilecektir.

I. FİNANSAL TAVSİYE KAVRAMI

Finansal tavsiye kavramının içeriğini hukuksal anlamda ortaya koyan tanım “*Finansal Tavsiyelere İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı*”nda yer almaktadır. Tebliğ Taslağı’nda finansal tavsiye bir veya daha fazla finansal araç veya ihraççı hakkında, kamuya veya dağıtım kanallarına yönelik olarak hazırlanan ve finansal araçların mevcut veya gelecekteki fiyat veya değerlerine ilişkin yorum da dâhil, açıkça veya zımnen bir yatırım stratejisini öneren veya tavsiye eden her türlü araştırma veya diğer bilgi olarak ifade edilmektedir. Tanımın kapsamına giren finansal tavsiyelerde bulunan çeşitli gerçek ve tüzel kişiler bulunmakla birlikte, kişisel faktörler bir yana bırakılırsa, yatırım kararı verilirken yatırımcılar tarafından göz önünde bulundurulacak başlıca öğeler fiyat ve hisse senedinin değerini fiyata yansıtan bilgidir. Bir hisse senedinin fiyatı üzerinde etki yaratabilecek tüm bilgilerin yer aldığı bilgi kümesi içinde finansal tavsiye önemli bir yer teşkil edebilmektedir.

Daha somut yatırımlardan farklı olarak, hisse senetleri yalnızca ihraççının nakit akımlarından temettü yoluyla pay almak ve varlıkları paraya dönüştürmek gibi soyut haklar vasıtasıyla kazanç getirmektedir. Bu nedenle, bu soyut hakların doğasına ve ihraççının temel faaliyetine ilişkin güvenilir bilgi almak, riski ve muhtemel getiriyi değerlendirmek isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Bilgiler elde edildiğinde, yatırımcıların ayrıca bu bilgileri değerlendirmek için gerekli olan uzmanlığa sahip olmaları da gerekmektedir. Bu nedenle, bilgileri toplama ve değerlendirme süreci yatırımcılar için maliyetli olmaktadır (Choi ve Fisch. 2003:3). Bu süreç içerisindeki maliyetli yapı göz önüne alındığında, yatırımcıların hisse senedinin değerini en doğru şekilde ortaya koyan bilgilere ulaşabilen ve bu bilgileri sahip olduğu uzmanlıkla değerlendirebilen kişilerin tavsiyelerinden yararlanmaları, bilgi ya da uzmanlık eksikliği nedeniyle ortaya çıkan nispeten niteliksiz yatırım kararlarının fiyat üzerindeki olumsuz etkisini de giderici bir rol üstlenmektedir.

I.1. FİNANSAL TAVSİYEDE BULUNANLAR

Sermaye piyasasının gelişmiş bir yapı arz ettiği ülkelerde finansal tavsiyede bulunan kişilerin genel olarak üç ayrı başlık altında sınıflandırıldığı görülmektedir.

I.1.1. Satış Yönlü Analistler

Aracı kuruluşlar adına çalışan ve üzerinde çalıştıkları hisse senetleri konusunda finansal tavsiyelerde bulunan analistler satış-yönlü analistler¹ olarak adlandırılmaktadır. Satış-yönlü analistler, aracı kuruluşların müşterilerine yatırım fikri “satmak” amacıyla kullandıkları araştırma raporlarını hazırlarlar. Satış-yönlü analistlerin çoğunluğu tarafından taşınan ortak özellikler aşağıdaki gibidir:

- Belirli bir sanayi sektöründe uzmanlaşmak.
- Takip ettikleri şirket hakkında detaylı araştırmalar hazırlamak. Bu raporlar çoğu zaman derecelendirme², hisse senedi için fiyat hedefi, kazanç modeli, şirketin kuvvetli ve zayıf yönlerini ortaya koyan detaylı analiz, şirketin karşılaştırılmasını ve yatırım görüşünü içermektedir.
- Şirketin mali tablolarını inceleyerek, şirket yönetimi ile toplantı yaparak, tedarikçiler ve müşteriler gibi sektördeki etkili kaynaklarla konuşarak, şirketle ilgili haberleri takip ederek araştırma raporları için bilgi toplamak.
- Araştırma raporları hazırlamak zaman alıcı bir süreç olduğundan, az sayıda firma üzerine odaklanmak³ (Orcutt. 2003:7).

I.1.2. Alış-Yönlü Analistler

Alış-yönlü analistler⁴ tipik olarak yatırım fonları, hedge fonlar ve yatırım danışmanları gibi kendi hesaplarına işlemler gerçekleştiren kurumsal para yöneticileri için çalışırlar. İşverenlerine hangi hisse senedini almaları, satmaları ya da tutmaları gerektiği konusunda tavsiyede bulunurlar ve doğru tahminlerine karşılık olarak para kazanırlar. Alış-yönlü analistlerin ortak özellikleri aşağıdaki gibidir:

¹ Yabancı literatürde “sell-side” analistler olarak isimlendirilmektedir.

² Al, sat ya da tut şeklinde yapılan derecelendirmelerdir.

³ Satış yönlü analistler tarafından genellikle on ile on beş arasında firma üzerinde odaklanılmaktadır.

⁴ Yabancı literatürde “buy-side” analistler olarak isimlendirilmektedir.

- Hangi yatırım kararının alınması gerektiği konusunda kendi sonuçlarını çıkarmak ve bunu fon yöneticisine sunmak.
- Araştırdıkları hisse senetlerinde satış-yönlü araştırmayı önemli bir kaynak olarak kullanmak.
- Diğer şeylerin yanı sıra, kendi sektörlerindeki bağlantıları ile konuşarak, şirket yönetimi ile kişisel olarak görüşerek, kendi değerlendirme çalışmalarını yürüterek, yatırımcı konferanslarına katılarak bağımsız ve kişiye özel araştırma yürütmek.
- Bir veya birkaç sektör üzerinde uzmanlaşmak.
- Kısıtlı sayıda hisse senedini takip etmek⁵ ve yalnızca bu hisse senetleri üzerinde tavsiyede bulunmak (Orcutt. 2003:9).

Alış ve satış yönlü analist ayrımındaki anahtar nokta, satış yönlü analist tarafından hazırlanan raporların genel olarak kamuya açık olması, tersine işvereni yatırım fonu ya da diğer kurumsal yatırımcılar olan alış yönlü analist tarafından hazırlanan raporların işverenin yararlanması için sunulmasıdır (Fisch. 2006:5).

I.1.3. Bağımsız Analistler

Bağımsız analistler, satış-yönlü analistler gibi yatırım kararları verebilmeleri amacıyla üçüncü şahıslar için raporlar hazırlarlar. Ancak, bağımsız analistler tipik olarak tavsiyede buldukları firmaya yatırım hizmeti sunan aracı kuruluşlarla ilişkilendirilmeyen ve genel olarak araştırma raporlarını abone ücreti sistemi ya da başka sistemlerle satan analistlerdir. Bu nedenle, satış-yönlü analistlerin karşılaştıkları çoğu çıkar çatışması ile karşılaşmazlar. Düzenleyiciler tarafından çıkar çatışmalarına ilişkin alınan önlemlerin bir amacı da satış-yönlü analistleri daha “bağımsız” yapabilmektir (Orcutt. 2003:10). Örneğin ABD’de yatırım bankacılığı faaliyetlerini durduran bazı aracı kuruluşlar, çıkar çatışması eksikliklerinin üzerine vurgu yaparak, kendilerini birçok hizmet veren aracı kuruluşlara göre daha bağımsız oldukları yönünde pazarlamaktadır.

⁵ Alış yönlü analistler tarafından genel olarak 30 ile 40 arası hisse senedi takip edilmektedir.

Kabul etmek gerekir ki, finansal tavsiyede bulunan şahsın ve finansal tavsiyenin yatırımcıya ulaştırıldığı aracın güvenilirliği bir yana bırakıldığında, finansal tavsiyenin bilgi kümesi içerisinde yer alan tüm bilgiler içerisinde yatırım kararının verilmesi açısından önemli bir yer tutması, diğer bir deyişle hisse senedinin fiyatı üzerinde önemli sayılabilecek bir etkisinin olması, özellikle yatırımcıda detaylı bir çalışma sonucu oluşturulmuş olduğuna ilişkin bir algı yaratmasına ve mümkün olduğunca fazla yatırımcıya ulaşma kabiliyetine bağlıdır. Örneğin, bir yatırım danışmanı müşterisine finansal tavsiyede bulunmadan önce finansal tavsiyesini oluştururken çeşitli verilerden yararlanmakta ve bu doğrultuda bir hisse senedinde alınacak pozisyona ilişkin öngöründe bulunmaktadır. Ancak, bunu bir ücret karşılığı ve sınırlı sayıda kişiye yaptığından hisse senedinin fiyatının yatırım danışmanının tavsiyesi ile etkilenme olasılığı göreceli olarak düşüktür. Yine ulusal ölçekte yayın yapan bir gazetede yer alan finansal tavsiyenin yerel bir gazetede yer alan tavsiyeden daha fazla etkiye sahip olması, daha fazla yatırımcıya ulaşma kabiliyeti göz önünde bulundurulduğunda olağan bir durumdur.

Finansal tavsiyenin hisse senedinin fiyatı üzerindeki etkisini belirleyen iki önemli kriteri sağlayan finansal tavsiyelerin başında satış yönlü analistler tarafından hazırlanan araştırma raporlarında sunulan tavsiyeler gelmektedir. Bu nedenle, finansal tavsiyede bulunanların çıkar çatışmalarına ilişkin yapılan düzenlemelerin konusunu satış-yönlü analistler oluşturmaktadır⁶.

Analistler tarafından yapılan tavsiyelere özellikle bilgiyi değerlendirmedeki yetersizlikleri nedeniyle başvuran yatırımcılar, hisse senedi piyasasına gittikçe daha fazla katılmakta ve yatırım kararlarını analistlerin profesyonel tavsiyelerine dayandırmaktadırlar (Sullivan. 2001:1). Bu durum bilginin uzman kişilerce değerlendirilerek yatırım kararına dönüştürülmesi anlamına geleceğinden, bunun piyasaya olan olumlu etkisi üzerinde de durulmaktadır. Ancak, düzenleyiciler, akademisyenler ve medya analistlerin firmaları analiz ederken ve araştırma raporları hazırlarken çıkar çatışmaları ile karşı karşıya kaldıklarını sürekli olarak dile getirmektedirler. Çıkar çatışması ihtimalinin, analistin çalıştığı aracı kuruluşla

⁶ Satış yönlü analistler çıkar çatışmaları nedeniyle alınan önlemlere konu olan analistler olduklarından, çalışmanın geri kalan kısmında kullanılan “analist” ya da “finansal analist” terimi bu sınıflandırmaya giren analistler için kullanılmaktadır.

analistin takip ettiği firma arasında aracılık yüklenimi ilişkisi mevcut olduğunda özellikle daha fazla olduğu varsayılmaktadır (Devos. 2007:1).

Analistlere düzenleyiciler ve akademisyenler tarafından getirilen eleştiriler çıkar çatışmaları nedeniyle aşırı iyimser tavsiyelerde bulunmaları üzerine odaklanmaktadır. Bu durum özellikle ABD’de analistlere yönelik önlemler alınmasına neden olmuştur. Avrupa Birliği düzenlemelerinde de ağırlığın daha ziyade aracı kuruluşlarda çalışan bu kişilere verildiği görülmektedir.

II. ANALİSTLERİN ROLÜ

Analistler tavsiyelerin sözlü ya da yazılı olarak kamuyla paylaşılmasına bakılmaksızın, tavsiyeye konu olan ihraççı ya da finansal araçla ilgili bilgilerden faydalanmakta ve tavsiyelerini bu bilgiler üzerine inşa etmektedirler. Düzenleyiciler tarafından oluşturulan kurallarda sözlü tavsiyelerde dahi yazılı bir belgeye atıfta bulunma zorunluluğu bulunduğundan, analistler tarafından hazırlanan araştırma raporlarının içeriği ve kalitesi analistlerin rolünü ortaya koyan başlıca unsur olarak öne çıkmaktadır.

Araştırma raporu bir hisse senedi ya da şirket hakkında analiz içeren ve bir yatırım kararını dayandırabilecek yeterlilikte bilgi sağlayan yazılı bildiri⁷ olarak tanımlanmaktadır (Fisch. 2006:4). Analist tarafından hazırlanan araştırma raporunun varsayılan amacı, yatırımcılara incelemeye konu olan hisse senedinin yatırım kalitesi hakkında analistin fikrini sunmaktır⁸ (Spindler. 2006:306). Bütün analistler işlerine tanımlayıcı fonksiyonlarına girişerek başlarlar: Bir şirketin geçmişı ve bugünü ile ilgili anlamlı bütün niceliksel ve niteliksel bilgileri toplamak ve değerlendirmek, bunları mantıklı ve kolay anlaşılır bir biçimde sunmak. Bu anlamlı bilgi bütünü içinde, şirketin kazanç durumu gibi şirkete özgü verilerin yanı sıra, ekonomik ve siyasi gelişmeler gibi güncel konular da yer almaktadır. Analistin seçici fonksiyonu ise tecrübesine, yerleşik prensiplere ve mantığa dayanarak sonuçlar çıkartmak ve al, sat, ya da tut şeklinde tavsiyede bulunmaktır (Fernandez. 2001:4).

⁷ Bu tanım elektronik bildiriye de içermektedir.

⁸ Çoğunlukla alınıp satılması konusunda hisse senedinin derecelendirilmesi ya da tavsiyesi şeklinde yapılmaktadır. Ayrıca analistler fiyat hedefi, kazanç tahmini gibi bilgiler de sunmaktadırlar.

Analistler tarafından yapılan finansal tavsiyelerin bilgi kümesi içinde bir yer teşkil etmesinin yanı sıra, diğer ham bilgilerin değerlendirilerek yatırım konusunda nihai bir karar belirten yapı arz etmeleri, yatırımcıların diğer bilgileri incelemeleri durumunda maruz kalacakları maliyetten sıyrılmalarını sağlamakta, böylece bilgi kümesi içindeki etkinliklerini arttırmaktadır. Analistler tarafından üretilen finansal bilgi piyasaya geniş çaplı bir şekilde yayılmakta (Colombo. 2007:3) ve birçok yatırımcı yatırım tavsiyesi konusunda analistlerin raporlarını göz önünde bulundurmaktadır (Taha. 2004:3). İçinde bulunduğumuz elektronik ticaret çağında analistlerin piyasa üzerindeki etkisi öncekinden çok daha büyük olabilmektedir (Sullivan. 2001:1). Hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar bir şirketin gelecekteki durumuna ilişkin görüş oluşturmak için analistlerin raporlarından yararlanmaktadır. Kurumsal yatırımcılar analistlerin fikirlerine, yorumlarını dikkate almaksızın hisse senetlerine yatırım yapmaktan kaçınacak kadar itibar etmektedirler (Agrawal ve Chen. 2005:3). Yatırımcıların analistlerin araştırmalarına itibar etmelerinin ana sebebi, analistlerin üstün kaliteli bilgiye ve bu bilgiyi piyasaya tam olarak yansıtacak güdüye sahip olduklarına inanmalarındadır (Fisch ve Sale. 2003).

Ham bilginin uzman kişilerce işlenerek yatırım kararına dönüştürülmesi sermaye piyasasının etkinliğini arttıran bir rol de oynamaktadır. Özellikle bireysel yatırımcıların ham bilgiyi yatırım kararına dönüştürme sürecindeki göreceli yetersizlikleri analistlerin piyasaya yaptığı katkının önemini daha da ortaya çıkarmaktadır. Analistler tarafından üretilen bilginin finansal piyasalarda yayılmasının yatırımcılar açısından değeri, yalnızca bireysel yatırımcıların analistin raporunda bulunan analiz ve tavsiyelere dayanarak karar almalarından değil, bunun ötesinde yayılan bilginin piyasanın etkinliğine katkıda bulunarak hisse senetlerinin doğru fiyatlanmasına yardımcı olmasından da kaynaklanmaktadır (Colombo. 2007:3). Analistlerin piyasalara yaptıkları katkı ABD’de sermaye piyasasından sorumlu olan SEC tarafından *“doğru bilgileri ortaya çıkartmak ve şirketler ve sanayi trendleri üzerine değerli görüşler sunmak suretiyle piyasaların etkinliğini arttırmak”* cümlesiyle ifade edilmektedir.

Bir analistin ana görevi, bilgiyi tavsiyeler, kazanç tahminleri ve detaylı raporlar yoluyla şirketlerden yatırımcıya yönelterek bilginin aracısı olarak hareket

etmektedir (Ljungqvist ve Başk. 2005:1). Analistlerin ihraççılardan elde ettikleri bilgiye aracılık etmeleri, yatırımcıların piyasa yoluyla dolaylı olarak ihraççıları disipline etmelerini sağlamakta, böylece ihraççıların sağlanan bilgiye dayanarak hisse senetlerinin işlem görmesini istedikleri fiyat düzeltilmektedir (Choi ve Fisch. 2003:283). Bununla birlikte, analistler tarafından üretilen bilginin piyasanın etkinliğine katkı yapabilmesi ancak analistlerin araştırmaları sonucunda ulaştıkları gerçek görüşleri raporlarına yansıtılmaları durumunda mümkün olabilecektir.

Ancak, ABD’de binlerce yatırımcı analistler ve aracı kuruluşlar aleyhine davalar açmış, analistlerin araştırma yapılan hisse senetlerinde stok bulundurma ve yatırım bankacılığı faaliyetleri meydana getirebilme kabiliyetine bağlı olarak ücret alma gibi çıkar çatışması teşkil eden durumlara müsaade ettiklerini iddia etmişlerdir (Olazabal. 2004:3). Bu şikayetlerin ortak noktasını bir analistin çıkar çatışmasını açıklamamasının önemli bir ihmal olduğu ve/veya analistin samimi olmayan görüşünü sunmasının yalan beyan teşkil ettiği iddiaları oluşturmaktadır (Colombo. 2007:4). Bu durum, analistin raporunu yanlış ve yanıltıcı kıldığından üretilen bilginin piyasanın etkinliğine zarar vermesine neden olmaktadır.

III. ANALİSTLERİN ÇIKAR ÇATIŞMALARI

Analistlerin sundukları araştırma raporlarında gerçek düşüncelerini yansıtmayarak yatırımcıları yanıltmalarının ana sebebinin çıkar çatışması olduğunun düşünüldüğü ve ülkelerde kural koyucuların bu kavramdan yola çıkarak çeşitli önlemler aldıkları görülmektedir. Özellikle 2000’li yılların başlarında ABD borsalarında yaşanan fiyat düşüşlerinin analistler tarafından yapılan tavsiyelerde öngörülmemesi, analistlerin çıkar çatışmaları nedeniyle tavsiyelerini gerçek görüşlerinden farklı olarak kamuya sunduklarına ilişkin genel bir kanı oluşmasına neden olmuş, bu kanı diğer ülkelerdeki düzenleyicileri de etkilemiş ve pek çok akademik çalışmayla desteklenmiştir.

Bu nedenle, çıkar çatışması kavramının kapsamının ortaya konulması alınan önlemlerin sebeplerinin anlaşılması bakımından faydalı olacaktır. Analistlerin çıkar çatışmalarının kapsamı konusunda ana hatlar itibariyle belirsizlik olmamakla birlikte, kapsamlı bir sınıflandırma John L. Orcutt tarafından yapılmıştır. John L. Orcutt analistlerin çıkar çatışmasını 5 ana başlık altında sınıflandırmaktadır.

III.1. Aracılık Faaliyetleri

Aracı kurumlar hisse senetleri piyasasında işlem gerçekleştiren yatırımcılara aracılık ettiklerinden gerçekleştirilen işlemlerden komisyon geliri elde etmektedir. Hisse senetleri piyasasında gerçekleştirilen işlem hacmi arttıkça, aracı kurumların elde ettikleri komisyon gelirleri buna paralel olarak artmaktadır.

Bir analist iyimser tahminlerde bulunarak işlem hacmini arttırabilmektedir. Örneğin, Irvine (2004) tarafından yapılan bir çalışmanın sonucuna göre analistlerin fikir birliği oluşturulan tahminlerden farklı tahminde bulunmaları, tahminin yayımlanmasından sonraki iki hafta içinde tahmine konu olan hisse senedinde gerçekleştirilen işlem hacmini önemli ölçüde arttırmakta, bu da analistlerin tahminlerinin elde edilen komisyon gelirleri üzerinde etkisi olduğunu teyit etmektedir. Yatırımcılar toplam bilgi içeriğinin bir kısmını analist tarafından yapılan tahmine atfettikleri sürece, özellikle olumlu bir kazanç tahmini hem yeni yatırımcıları hem de hali hazırdaki yatırımcıları işlem yapmaya yönlendirmektedir. Diğer taraftan, olumsuz bir tahmin daha dar kapsamlı bir yatırımcı grubunun⁹ işlem yapmasını sağlamaktadır (Agrawal ve Chen. 2005). Jackson (2005) ile Cowen ve diğerleri (2003) de analistlerin iyimser tahminlerde bulunarak daha fazla işlem hacmi gerçekleştirilmesine, böylece daha fazla komisyon geliri elde edilmesine katkı sağladıklarını iddia etmektedir.

Ayrıca, bir analist olumlu bir görüş belirttiğinde, aracı kurumun satış ekibi bu görüşü aracı kurum müşterileri ile paylaşmaktadır. Bu doğrultuda hesaplara hisse senedi alındıktan sonra görüş değiştirmek, hisse senedinin fiyatını düşürerek aracı kurumun müşterilerinin zarar görmesine neden olacağından analist için zor bir karar olmaktadır. Görüş değiştirmek analist açısından hem aracı kurum müşterilerinin¹⁰ hem de aracı kurum satış ekibinin öfkelerini üstüne çekme riski taşımaktadır (Orcutt. 2003:15).

Analistlerin çıkar çatışmasının biri de belirli bir hisse senedinde yüklü miktarda stoku bulunan kurumsal yatırımcıların söz konusu hisse senedinin çekiciliğini arttırmak için kurduğu baskıdan kaynaklanmaktadır (Sullivan. 2001:4).

⁹ Daha dar kapsamlı bir yatırımcı grubu hali hazırda hisse senedine sahip olan yatırımcılar ile açığa satış gerçekleştirmek isteyen yatırımcıları içermektedir.

¹⁰ Aracı kurum müşterileri bu nedenle hesaplarını başka bir aracı kurum nezdinde açabilirler.

Kurumsal yatırımcıların fonlarını aracı kurumlardan çekmeleri durumunda maruz kalınacak zararın önlenmek istenmesi, analistlerin görüşlerini istedikleri doğrultuda sunmalarını engelleyebilmektedir.

III.2. Yatırım Bankacılığı Gelirleri

Hem yatırım bankacılığı hem de araştırma bölümü bulunan finansal şirketler için çalışan analistlerin karşı karşıya kaldıkları diğer bir çıkar çatışması yatırım bankacılığı faaliyetleri ile ilgilidir. Düzenleyiciler tarafından analistlerin çıkar çatışmaları ile ilgili olarak alınan önlemlerin özellikle aracı kurumların yatırım bankacılığı faaliyetlerine ilişkin olduğu görülmektedir. Yapılan akademik çalışmalar, düzenleyiciler tarafından alınan önlemlerin yatırım bankacılığı faaliyetleri üzerine odaklanması noktasında destek verici nitelik arz etmektedir. Örneğin, Lin ve McNichols (2003) aracılık yüklenimini yöneten ya da yardımcı yüklenici olarak görev alan aracı kuruluşlarda çalışan analistlerin büyüme tahminlerinin ve tavsiyelerinin, bu aracı kuruluşlarda çalışmayan analistlerin büyüme tahminlerine ve tavsiyelerine göre önemli ölçüde olumlu yönde olduğunu iddia etmektedir. Michaely ve Womack (1999) ise aracılık yüklenimini üstlenen aracı kuruluşlara bağlı olarak çalışan analistlerin “al” şeklindeki tavsiyelerinin performanslarının, bu kuruluşlara bağlı olarak çalışmayan analistlerin “al” şeklindeki tavsiyelerinin performanslarına göre çok daha zayıf olduğunu savunmaktadır.

Aracı kuruluşlar tarafından yatırım bankacılığı kapsamında verilen hizmetler arasında şirketlerin sermaye artırımlarını gerçekleştirmek ve şirketlere finansal danışmanlık hizmetleri sunmak gösterilebilir. Her iki hizmetten elde edilen ücretler aracı kurumların araştırma bölümlerinin desteğiyle arttırılabilmektedir (Orcutt. 2003:16).

III.2.1. Halka Arza Aracılık

Analistlerin çıkar çatışmalarının en geniş şekilde tartışılması, aracı kuruluşların halihazırdaki ya da potansiyel müşterileri için iyimser araştırma raporları yayımlamak suretiyle karlı aracılık yüklenimi faaliyeti elde etme istekleridir (Aggrawal ve Chen. 2005:6). Aracı kurumların önemli gelir kaynaklarından biri de

halka arza aracılık faaliyetleridir. Halka arza yetkili kuruluşun isminin, hizmet kalitesinin ve bu süreçteki tecrübesinin halka arz olunan şirket hakkında yatırımcılar tarafından oluşturulacak görüşe katkısı olacağı açıktır. Ancak, aracılık yüklenimi için rekabet eden kuruluşların benzer özelliklere sahip olabilmesi, bu kuruluşları kendilerini farklılaştıracak unsurlar aramaya itmektir. Orcutt'a göre halka arza yetkili kuruluşlar hemen hemen hiçbir zaman aracılık yüklenimi faaliyeti için fiyat konusunda rekabet etmezler (Orcutt. 2003:17). Halka arza yetkili kuruluşların kendilerini farklılaştırabilecekleri yöntemler arasında analistlerin araştırma raporları önemli bir yer tutabilmektedir.

Düzenleyiciler tarafından gerekli önlemler alınmadan önce, şirketin yükleniciyi seçmesinin ardından analistler şirket yönetimiyle toplantılar, şirket araştırması ve potansiyel yatırımcılar için pazarlama aktivitelerini içeren halka arz sürecine katılmakta ve sürecin tamamlanmasının ardından büyük bir çoğunluğu "al" önerisi ile sonuçlanan araştırma sürecini başlatmaktaydı (Spindler. 2006:307). Halka arza yetkili kuruluşun, aracılık yüklenimi sonrasında analistlerin olumlu görüş vermeleri suretiyle hisse senedinin tanınırlılığının arttırılacağını, tersi bir durumda ise o şirket hakkında araştırma raporu sunulmayacağını ima etmesi analistlerin karşı karşıya kaldığı çıkar çatışmasını ortaya koymaktadır. Örneğin, aracılık yüklenimine konu olan şirket hakkında olumlu görüşe sahip olmayan bir analist "al" şeklinde bir görüş belirtmeye mecbur bırakılabilmekte, diğer yandan yatırım potansiyeline sahip olduğunu düşündüğü bir şirketi görmezden gelme durumunda kalabilmektedir (Orcutt. 2003:19).

III.2.2. Sonraki Halka Arzlar ve Finansal Danışmanlık

Analistler açısından ilk halka arzda yaşanan süreç, aracı kuruluşlar arasında yaşanan rekabet nedeniyle devamlılık arz edebilmektedir. Şirketlerin halka arz edildikten sonra belirli aralıklarla sermaye artırımını yapmaya devam etmeleri ve finansal danışmanlık hizmeti almaları aracı kuruluşların sürekli olarak birbirleri ile rekabet etmelerine yol açmaktadır. Bu nedenle, ilk halka arz gerçekleştirildikten sonra yayımlanan olumlu görüşler müşteriye mutlu etmeye devam edecek ve aracı kuruluşun müşteriyle kurduğu iş ilişkisinin devamını sağlayacaktır (Contoudis. 2002:132). ABD'de düzenleyiciler tarafından önlem alınmadan önce, birçok analist

ve işveren aracı kuruluşlar halka arz edilen şirketlerle sıcak ilişkiler kurmakta ve araştırma raporları yayımlanmadan önce raporların gözden geçirilmesine ve revize edilmesine izin vermekteydiler (Olazabal 2004:1). Olumsuz görüş belirten analist raporları ise halihazırda iş ilişkisi bulunan firmayı ya da iş ilişkisi kurulabilecek olası bir firmayı aracı kuruluşla iş ilişkisi kurma konusunda soğutabilmekte, böylelikle aracı kuruluşun firma ile uzun dönemli bir yatırım bankacılığı ilişkisi kurmasını engelleyebilmektedir. Aracı kuruluşlar, şirketlerle iyi ilişkiler kurmak yoluyla sürekli olarak halka arza aracılık ederek ve finansal danışmanlık faaliyetinde bulunarak gelirlerini arttırmak istemektedirler. Bu nedenle, şirketler hakkında olumsuz görüşler belirten tavsiyelerde bulunmak analistler açısından daha da zor hale gelmektedir.

III.3. Analist Ücretleri

Aracı kuruluşla analist arasındaki dinamiği daha da karmaşıklaştıran gerçek birçok analistin kısmi ya da dolaylı olarak firmanın aracılık yüklenimi karları üzerinden ücretlendirilmesidir. Hatta bazı firmalarda, yatırım bankacılığı departmanı ücretlerini belirleme konusunda analistlerin denetiminden direkt olarak sorumludur (Scianni. 2004:262).

ABD’de 1990’lı yılların sonunda ve 2000 yılında analistlerin toplam ücretleri içerisinde önemli bir payı bulunan yılsonu bonusların belirlenmesinde göz önünde bulundurulmuş faktörlerden biri analistin yatırımcılar tarafından algılanan şöhreti iken, diğeri analistin aracı kuruluşla yatırım bankacılığı ücreti kazandırma kabiliyetiydi. Analistin algılanan şöhreti, II Rankings olarak adlandırılan ve analistlerin belli kategorilerdeki performanslarının oylanarak kurumsal yatırımcılar tarafından ne ölçüde itibar edildiklerini saptayan sıralamadaki yerlerine göre belirlenmekteydi. II Rankings, analistin araştırmasının yatırımcıları kendi aracı kuruluşundan işlem gerçekleştirme konusunda motive ederek aracı kuruluşla komisyon geliri kazandırıp kazandırmadığının belirlenmesinde kriter olarak kullanılmaktaydı. Sıralama belirlenirken göz önünde bulundurulmuş faktörler arasında yer alan, analistler tarafından yapılan hisse senedi seçimi ve kar tahmini puanları genel olarak üst bölümlerde yer alan analistler için çok vasat bir düzeydeydi (Orcutt. 2003:21). Dolayısıyla, hisse senedi seçimi ve kar tahmini konusunda vasatı aşamayan analistler

kurumsal yatırımcılardan aldıkları puanlarla üst sıralara yerleşmekte ve aldıkları bonusları arttırabilmekteydi.

Bütün bunlar analist üzerinde olumlu bir görüş sunmak için baskı oluşturmaktadır çünkü olumsuz bir görüş sunmak hem yatırım bankacılığı gelirlerini hem de aracılık faaliyetlerinden elde edilen gelirleri azaltmakta, bu da kendi ücretlerinin azalmasına neden olmaktadır.

III.4. Hisse Sahipliği ve Finansal İlişki

Analist, aracı kuruluş ya da diğer çalışanlar herhangi bir hisse senedinde stok sahibi olabilmektedir. Bu nedenle, sahip olunan hisse senedi ile ilgili olarak analistler tarafından sunulacak olumlu görüş, hisse senedinin fiyatını yükselterek elde tutulan hisse senedi stokunun değerinin yükselmesine olanak tanıyabilecektir.

Aracı kuruluş ile firma arasındaki ticari ilişkiler de analistlerin yüz yüze kalacağı bir çıkar çatışması yaratabilmektedir. Örneğin, aracı kuruluş ya da iştirakleri herhangi bir firmaya büyük bir kredi riski oluşturan önemli miktarda borç verdiği taktirde, firmanın borcu ödeyememe riskini azaltmak için aracı kuruluş tarafından olumlu yönde bir rapor oluşturması konusunda analist üzerinde baskı kurulabilir (IOSCO. 2003:10).

III.5. Araştırma Raporlarına Konu Olan Şirketlerden Gelen Baskı

Araştırma raporlarına konu olan şirketler olumlu yönde rapor oluşturmaları için analistler üzerinde zımnî bir şekilde ya da aleni olarak baskı kurabilmektedir. Örneğin, şirket olumsuz bir görüş ya da tavsiye sonrasında analistle bağlantıya geçebilmekte ya da aracı kuruluş yönetimine şikayette bulunabilmektedir (IOSCO. 2003:11). Yine şirket analistin olumsuz raporlarından rahatsızsa, analistin şirketle kurabileceği her türlü iletişimi kısıtlayabilmekte, bu da analistin şirket hakkındaki değerli bilgileri öğrenebilme fırsatından vazgeçmesi anlamına gelmektedir. Örneğin ABD’de düzenleyiciler tarafından Regulation Fair Disclosure¹¹ yürürlüğe

¹¹ SEC, piyasadaki seçici açıklamanın (selective disclosure) yatırımcıların piyasaya duyduğu güveni azaltacağı endişesiyle Regulation FD’yi 2000 yılında yürürlüğe koymuştur. Regulation FD, piyasadaki seçici açıklamayı yasaklayarak analistle şirket arasında ortaya çıkan çıkar çatışmalarından birine çözüm getirmeyi amaçlamaktadır. Regulation FD, bir şirketin ya da şirket adına hareket eden bir kişinin kamuya açıklanmamış önemli bir bilgiyi kanunda belirlenen ve analistleri de kapsayan

sokulmadan önce, analistlerin şirket hakkındaki üstün nitelikteki bilgilere ulaşmak için olumlu yönde raporlar hazırladıkları çoğu kişi tarafından varsayılmıştır. Analistler şirketlerin olumsuz görüş belirten raporlara tepki olarak analist konferanslarına davet edilmeme, telefonla yapılan araştırmalara kabul edilmeme, vb. yaptırımlara başvurmalarından duydukları endişelerini ifade etmişlerdir (Fisch. 2006:16). Ayrıca, Francis ve Philbrick (1993), Das ve diğerleri (1998) ile Lim (2001) analistlerin araştırmaya konu olan şirketlerle kurdukları iyi ilişkilerini sürdürme isteklerinin, tavsiyelerini ve tahminlerini olumlu yönde olacak şekilde belirlemeleri yönünde etki altında bıraktığını iddia etmektedirler.

IV. ANALİSTLERİN ÇIKAR ÇATIŞMALARINA İLİŞKİN ALINAN ÖNLEMLER

Analistlerin çıkar çatışmalarının sermaye piyasası üzerindeki olumsuz etkilerini en alt seviyeye indirebilmek için düzenleyiciler tarafından çıkar çatışmalarını önleyici kurallar getirilmiştir. Bununla yetinilmeyerek tavsiyenin adil bir şekilde sunumunu sağlamak amacıyla önlenemeyen çıkar çatışmalarının açıklanması yolu benimsenmiştir. Sermaye piyasasının hayli gelişmiş bir yapı arz ettiği ABD’de analistlerin çıkar çatışmalarına ilişkin olarak alınan önlemlerle, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan “Finansal Tavsiyelere İlişkin Esaslar Tebliğ Taslağı”na dayanak teşkil eden Avrupa Birliği uygulamalarının incelenmesi çıkar çatışmaları konusunun anlaşılması bakımından yönlendirici olacaktır.

IV.1. Amerika Birleşik Devletleri

Sermaye piyasasının hayli gelişmiş bir yapı arz ettiği ABD’de, analistler tarafından yapılan tavsiyelerin sermaye piyasasının etkinliğine yaptığı katkı, analistleri 2000’li yıllara kadar yasal sorumluluktan muaf tutmuştur. Ancak, 2000 yılının Mart ayının sonlarına doğru hisse senedi piyasasında yaşanan keskin düşüş öncesinde analistler tarafından herhangi bir uyarı gelmemiş olması analistlerin tavsiyeleri üzerinde şüphe oluşmasına neden olmuştur. Düzenleyiciler ve

kişilere aktarması halinde, şirketin aynı bilgiyi kamuya (a) açıklama kasıtlı yapıldıysa aynı anda, (b) açıklama kasıtlı yapılmadıysa ivedi olarak açıklamasını zorunlu kılmaktadır.

eleştirmenler tarafından özellikle analistler tarafından yapılan tavsiyelerdeki aşırı iyimserlik ve analistlerin çıkar çatışması üzerinde durulmuştur. Örneğin, 1 Mart 2000 tarihi itibarıyla incelenen 26.000 analist tavsiyesinin yalnızca % 0,8'inin "sat" şeklinde olduğu tespit edilmiştir. İlginç bir şekilde piyasadaki düşüşe ve analistlerin aşırı iyimserliği üzerinde durulmasına rağmen, 2 Nisan 2001 tarihi itibarıyla "sat" şeklinde yapılan tavsiyeler yalnızca % 1,3 oranında artış göstermiştir (Fisch. 2006) Düzenleyicilere göre, "al" şeklindeki tavsiyelerdeki bu aşırı iyimserlik analist tavsiyelerindeki çıkar çatışmasını yansıtmakta ve 1990'lı yılların sonunda yaşanan fiyat artışlarına katkıda bulunan bir öge olarak değerlendirilmiştir (Barney. 2004:4).

Diğer yandan, bazı kuruluşlar tarafından yasal bağlayıcılığı olmayan ancak analistleri ve aracı kuruluşları çıkar çatışmalarına ilişkin yönlendiren yazılı metinler hazırlanmıştır. Örneğin, 700'den fazla menkul kıymet şirketinden oluşan bir organizasyon olan Securities Industry Association (SIA) 12 Haziran 2001 tarihinde "Best Practices for Research" adı altında bir ilkeler seti hazırlamıştır. Bu ilkeler seti analist tarafından sunulan raporun objektifliği, bağımsızlığı ve bütünlüğünün yanı sıra çıkar çatışmaları üzerine odaklanmıştır. İlkeler seti özellikle;

- Araştırma ve yatırım bankacılığı departmanları analistlerin ve yatırım bankacılığı çalışanlarının ücretlendirilmesi ve araştırma aktivitelerinin ve yatırım bankacılığı aktivitelerinin raporlanmasında birlikte hareket etmemeleri,
- Yatırım bankacılığı departmanının şirket müşterileri hakkındaki raporların onaylanması ya da onaylanmaması ile ilgili olarak bir fikir ileri sürmemesi ve raporları incelememesi,
- Aracı kuruluş yönetimi analistlerin bir hisse senedinin ne zaman alınması ya da ne zaman satılması gerektiğine ilişkin görüş belirtmesini desteklemesi, ancak analistlerin aracı kuruluş ile iş ilişkisi bulunan şirketler hakkında "sat" ya da "tut" şeklinde görüş belirtmesinin önüne geçmemesi,
- Analistlerin araştırma sürecinde, araştırmanın yayınlanmasından sonra ve tavsiyelerinin aksi yönde işlem gerçekleştirmemesi, ayrıca analistin tavsiyeye konu olan hisse senetlerindeki kişisel çıkarlarının açıklanması, üzerine yoğunlaşmıştır.

Gönüllülük prensibine dayanan ve yasal bir zorunluluğu bulunmayan bu ilkeler setine karşın, SIA'nın bazı üyeleri bu prensiplerin bazılarını resmi olarak uygulamaya koymuşlardır (Taha. 2004:11). Aracı kuruluşlar ayrıca analistlerin bariz çıkar çatışmalarından kaynaklanan uygunsuz davranışların temizlenmesine yönelik isteklere cevap vermiştir. Birçok firma ya SIA prensiplerini uygulamaya koymuş ya da bu prensiplere paralellik arz eden kendi firma içi kurallarını devreye sokmuşlardır. Örneğin Merrill Lynch, analistlerin çıkar çatışmasına ilişkin endişelere ilk cevap veren şirket olarak, analistlerinin değerlendirmede buldukları şirkette pay sahibi olmalarını yasaklamıştır (Sullivan. 2001:9).

Hukuki yaptırımı olmayan, gönüllülük esasına dayanan prensiplerin analistlerin çıkar çatışmalarının sermaye piyasası üzerindeki olumsuz etkisini sınırlama ya da engelleme kabiliyetinin yetersizliği ortada olduğundan, sonraki tarihlerde özellikle yatırım bankacılığında kaynaklanan çıkar çatışmalarını engellemeye yönelik, hukuki yaptırımı olan önlemler alınmıştır.

Analistlerin çıkar çatışması ile ilgili olarak yatırımcılarda, eleştirmenlerde, hatta politikacılarda oluşan olumsuz görüşleri destekleyecek şekilde 2001 yılında birçok yatırımcı tarafından analistler ve aracı kuruluşlar aleyhine davalar açılmıştır. Yine aynı yıl SEC tarafından yatırım bankacılığı hizmeti veren aracı kuruluşlara yönelik, analistlerin çıkar çatışması üzerine odaklanan yerinde denetimler yapılmıştır. 2001 yılının Haziran ayında ise New York Başsavcısı Eliot Spitzer analistlerin raporlarına ve tavsiyelerine ilişkin geniş çaplı bir soruşturma başlatmıştır. New York Başsavcılığı, SEC ve diğer düzenleyiciler tarafından analist davranışlarına ilişkin başlatılan soruşturmalar sonucunda, 2003 yılının Nisan ayında düzenleyiciler ile 10 tane Wall Street şirketi arasında "Global Settlement" olarak adlandırılan uzlaşmanın yapılması sağlanmıştır.

Uzlaşma sonucunda, söz konusu firmalar analistlerinin ortaya koydukları raporlarda özellikle aracı kuruluşların yatırım bankacılığı hizmetlerini sürdürebilmeleri amacıyla aşırı iyimser tahminlerde buldukları konusunda uzlaşarak, ceza olarak toplam \$1.4 milyar ödemeyi kabul etmişlerdir. Bu miktarın \$875 milyon tutarındaki kısmı idari para cezası, \$433 milyon tutarındaki kısmı bağımsız araştırmaya ödenek ve \$80 milyon tutarındaki kısmı ise yatırımcıların korunması için ödenek olarak tahsil edilmiştir. Ayrıca, "Global Settlement" hisse

senedi araştırmalarının hazırlanması ve yayımlanmasına ilişkin olarak aracı kuruluşlarda yapısal değişiklikler yapılması konusunda zorunluluklar getirmiştir. Örneğin, analistlerin yatırım bankacılığı çalışanları ile birlikte satış sunumu yapamayacakları, aracı kuruluşların araştırma ve yatırım bankacılığı departmanlarının denetim ve raporlama yapılarının ayrı Şekilde oluşturulması, analistin ücretinin yatırım bankacılığı faaliyetlerinden kazanılan miktardan ziyade araştırmasının doğruluğuna ve kalitesine bağlanması ve araştırma raporunda aracı kuruluşun araştırmaya konu Şirketle yatırım bankacılığı ilişkisi olup olmadığının açıklanması gibi kurallar benimsenmiştir.

ABD’de analistlerin çıkar çatışmaları ile ilgili olarak bütün aracı kuruluşlara, analistlere ve araştırma ile ilgisi olan diğer gerçek ve tüzel kişilere yasal bağlayıcılığı olan kurallar getiren düzenlemeler aşağıda ele alınmaktadır.

IV.1.1. Sarbanes Oxley Kanunu

30 Temmuz 2002’de yürürlüğe giren Sarbanes-Oxley Kanunu’nun 501. bölümü ile SEC’ye analistlerin çıkar atışması ile ilgili olarak kurallar koymak ve özerk organizasyonları bu hususta yönlendirmek görevi verilmiştir. Sarbanes-Oxley Kanunu analistlerin çıkar atışması ile ilgili olarak SEC tarafından yürürlüğe konulması gereken kuralların hangi konulara odaklanması gerektiğine ilişkin yönlendirici kurallar içermektedir. Söz konusu kanun daha çok yatırım bankacılığı faaliyetlerinden kaynaklanan çıkar çatışmalarını gidermeye yönelik önlemlerin alınması üzerinde durmuştur.

Bu doğrultuda, oluşturulacak kuralların araştırmadan direkt olarak sorumlu olmayan Őahıřların, özellikle yatırım bankacılığı ile ilgilenen Őahıřların araştırma raporları yayımlanmadan önce söz konusu raporların onaylanması ya da tasfiyesi gibi faaliyetlerini kısıtlayıcı bir fonksiyon görmesi istenmiştir. Ayrıca, yatırım bankacılığı departmanının analistler üzerindeki gözetim ve analistlerin ücretlendirilmesini belirleme fonksiyonlarının kısıtlanmasına ilişkin kurallar koyulması talep edilmiştir. Üçüncü olarak, aracı kuruluşun ya da aracı kuruluşta çalışan herhangi bir Şahsın, halihazırdaki ya da olası yatırım bankacılığı ilişkilerini kötü yönde etkileyebilecek nitelikte olumsuz tavsiyelerde bulunan analistlere misilleme yapmasını ya da analistleri misilleme yapmakla tehdit etmesini engelleyecek kurallar getirilmesi

öngörülmüştür. Diğer bir kural, bir hisse senedinin halka arzında rol alan aracı kuruluşlarda çalışan analistlerin, halka arz olunan hisse senedi ya da halka arz eden şirket hakkında araştırma raporları yayımlayamayacakları bir zaman aralığının belirlenmesini zorunlu tutmuştur. Yatırım bankacılığı faaliyetleri ile ilgili çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik bir başka kural ise, yürürlüğe konulacak kuralların analistin görüşünü etki altında bırakabilecek, yatırım bankacılığı departmanı tarafından yapılan eleştiri, gözetim, baskı gibi unsurlardan yalıtılmasını sağlayacak şekilde yapısal ve kurumsal teminatlar tesis etmesidir.

Sarbanes Oxley Kanunu'nda yatırım bankacılığı faaliyetlerinden kaynaklanan çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik olarak tesis edilen bu kuralların yanı sıra, aynı husustan kaynaklanabilecek çıkar çatışmaları konusunda yatırımcıların bilgilendirilmesini teminen açıklama yapma zorunluluğu getirilmesini öngören kurallar üzerinde de durulmuştur. Örneğin, analist tarafından yapılan olumlu bir tavsiyeye konu olan şirketin halihazırda ya da geçmiş 1 yıl içinde aracı kuruluşun müşterisi olup olmadığına ve sağlanan hizmetlerin içeriğine ilişkin bilgilerin, analistin ya da aracı kuruluşun araştırmanın konusu olan şirketten yasal çerçevede içerisinde direkt ödeme alıp almadığının, analistin ortaya koyduğu araştırma raporu nedeniyle elde ettiği ücretin belirli bir kısmının rapora konu olan şirketten elde edilen yatırım bankacılığı gelirlerinden kaynaklanıp kaynaklanmadığının kamu ile paylaşılmasına ilişkin kuralların getirilmesi talep edilmiştir. Ayrıca, analistin araştırmaya konu olan şirketle borç ilişkisi olup olmadığına ve şirket hisse senedinde sahip olduğu stoka ilişkin bilgilerin kamuya açıklanması gerektiğine ilişkin kuralların getirilmesi öngörülmüştür.

Sarbanes Oxley Kanunu'nun emrettiği görevlerle tutarlı bir şekilde, SEC Analist Sertifikası Düzenlemesini (Regulation Analyst Certification) yürürlüğe koymuş ve New York Borsası (NYSE – New York Stock Exchange) ve Ulusal Menkul Kıymet Aracıları Birliği (NASD – National Association of Securities Dealers) kurallarında yapılan değişiklikleri onaylamıştır. Bu kurallar ve düzenlemeler, analistlerin çıkar çatışmaları problemini üç ana yöntemle azaltmaya çalışmaktadır. Birincisi bu kurallar ve düzenlemeler analistlerin bağımsızlığını arttırmaya yönelik olarak girişimde bulunmakta, ikinci olarak analistlerin araştırmalarının etkisi ile alakalı, araştırmaya konu olan şirketlerde sahip oldukları

finansal çıkarları elimine etmeye çalışmakta ve son olarak analistlerin çıkar çatışmalarının kamu ile paylaşılmasını zorunlu kılmaktadır (Taha. 2004:5).

IV.1.2. NASD ve NYSE Kuralları

NASD 2711 ve NYSE 472 analistlerin çıkar çatışmaları ile ilgili olarak kapsayıcı kurallar getirmiştir. Kamu ile iletişim kapsamında NASD 2711, ihmal edilmesi durumunda iletişimi yanıltıcı hale getirecek tüm maddi bilgilerin ve niteliklerin açıklanmasını gerektirmektedir. NASD yasalarında kamu ile iletişim geniş bir şekilde “reklam” ve “satış literatürü” olarak tanımlanmıştır. Araştırma raporları, yasanın “satış literatürü” tanımı içerisine açıkça dahil edilmiştir. NASD yanıltıcı ifade potansiyelini (1) ifadelerin genel kapsamına, (2) iletişimin yöneltildiği kitleye ve (3) bilginin genel açıklığına bakarak değerlendirmektedir (Sullivan. 2001:9).

NASD'nin aksine, NYSE kuralları araştırma raporunun yayımlanmadan önce bir süpervizör analist, vasıflı kişi ya da bağlantılı aracı kuruluş tarafından ön onay almasını gerektirmektedir. Ayrıca, araştırma raporunun analistin süpervizörü tarafından onaylanması, analistin o an ki süpervizörünün konu hakkında yeterli teknik bilgisi olmaması durumunda başka bir süpervizör analist tarafından onaylanması, aracı kuruluşun yeterli teknik bilgisinin olmaması durumunda ise NYSE üyesi başka bir aracı kuruluş¹² tarafından onaylanması gerekmektedir. Bunun ötesinde, NYSE bütün iletişimlerin elde bulundurulmasını ve materyalleri onaylayan kişinin kayıtlardan anlaşılabilmesini şart koşmaktadır (Contoudis. 2002:139). NASD ve NYSE'nin ortaya koyduğu kurallarda küçük farklılıklar olmakla birlikte, bu kurallar çoğu zaman paralellikler göstermekte ve neredeyse özdeş bir yapı arz etmektedir. İki özerk kuruluş tarafından oluşturulan kurallar başlıklar altında aşağıda sunulmaktadır.

¹² NASD ve NYSE kurallarında “üye kuruluş” olarak geçmektedir. Çalışmada ABD ile ilgili uygulamalarda kullanılan “aracı kuruluş” terimi Tebliğ Taslağı ile uyumlu şekilde portföy yönetim şirketini de içermektedir.

A. Yatırım Bankacılığı Departmanı, Araştırma Departmanı ve Araştırmaya Konu Olan Şirket Arasındaki İlişkiler

NASD 2711 ve NYSE 472, yatırım bankacılığı departmanı ile araştırma departmanı arasındaki ilişkiyi kısıtlayarak yatırım bankacılığı faaliyetlerinden kaynaklanan çıkar çatışmalarının önüne geçmek istemiştir. NASD 2711 ve NYSE 472, kural olarak analistin yatırım bankacılığı departmanı çalışanı tarafından denetlenmesini ve kontrolünü yasakladığı gibi, araştırma raporunun yayımlanmadan önce yatırım bankacılığı departmanı çalışanı tarafından gözden geçirilmesini veya onaylanmasını da yasaklamaktadır. Yatırım bankacılığı departmanı tarafından bir araştırma raporunun kontrol edilmesi, her iki kurala göre de kontrolün ancak raporda yer alan bilginin doğru olup olmadığının veya herhangi bir çıkar çatışmasının yer alıp almadığının tespit edilmesi amacıyla yapılmış olması ve iki departman arasındaki iletişimin uyum yetkilisi aracılığıyla kurulması ile mümkün olabilmektedir.

Yine aracı kuruluş ile araştırmaya konu olan şirket arasındaki çıkar çatışmasını önlemek amacıyla NASD 2711 ve NYSE 472, kural olarak araştırmacının yayımlanmadan önce araştırmaya konu olan şirket tarafından gözden geçirilmesini yasaklamaktadır. Bunun istisnasını, aracı kuruluşun sunulan bilginin doğruluğunu kontrol etmek amacıyla raporun ilgili bölümünü araştırmaya konu olan şirkete sunması oluşturmaktadır. Ancak, bu durumda dahi raporun şirkete sunulan bölümünde raporun özeti, şirketin aldığı derece ve fiyat hedefi yer almamalıdır. Ayrıca, raporun ilgili bölümü şirkete sunulmadan önce raporun tümü uyum departmanına gönderilmeli ve raporun ilgili bölümünün şirket tarafından gözden geçirilmesinin ardından analist tarafından şirketin derecesine veya fiyat hedefine ilişkin bir değişiklik yapılacaksa, bu, uyum departmanından yazılı yetki alınmasına bağlı olmalıdır.

Ayrıca, analistin yatırım bankacılığı faaliyetini teşvik etmek için yapılan girişimlere katılması yasak kapsamına alınmıştır. Örneğin, diğer girişimlerin yanı sıra, analistin şirketle herhangi bir yatırım bankacılığı faaliyetini teşvik etmek amacıyla iletişim kurması ya da olası bir yatırım bankacılığı müşterisine bu faaliyetle ilgili olarak yapılan tanıtımlara katılması yasaklanmıştır. NASD 2711 ve NYSE 472'ye göre, analistin, yatırım bankacılığı hizmet işlemleri ile ilgili olarak büyük

yatırımcılarla yapılan toplantılarda¹³ bulunmamasının yanı sıra, halihazırdaki ya da olası bir müşteri ile kurulan, yatırım bankacılığı departmanında çalışan ya da yatırım bankacılığı hizmet işlemleri ile uğraşan şirket yönetiminin hazır bulunduğu herhangi iletişime katılmaması gerekmektedir. NASD 2711 ve NYSE 472, yatırım bankacılığı departmanı çalışanın analisti yukarıda bahsi geçen toplantılara ve herhangi bir iletişime katılması konusunda yönlendirmemesi gerektiğini de vurgulamaktadır.

Ayrıca NASD 2711 ve NYSE 472, aracı kuruluşun bir şirketin derecesini değiştirdiğine ilişkin olarak ilgili şirketi bilgilendirmesine, ancak işlem saatinin bitmiş olması ve derecenin değiştirildiğinin açıklandığı günün bir gün öncesinde yapılması durumunda izin vermektedir.

Aracı kuruluşun departmanları arasındaki ve aracı kuruluşla araştırmaya konu olan şirket arasındaki ilişkiyi kısıtlayan bu şartlar, analisti objektifliğini ve bağımsızlığını bozabilecek etkilerden korumaya yardımcı olmaktadır.

B. Analistlerin İşlemlerine İlişkin Kısıtlamalar

NASD 2711 ve NYSE 472, analistin ve hane halkının, analistin takip ettiği şirketlerin bulunduğu sektörden bir kuruluş halka arz edilmeden önce o şirketin hisse senetlerini edinmesini yasaklamaktadır. Yine analistin ve hane halkının, analistin takip ettiği şirketle ilgili bir raporun sunulmasından ya da şirketin derecesinin ya da fiyat hedefinin değiştirilmesinden önceki 30 gün içerisinde ve sonraki 5 gün içerisinde o şirketin hisse senedinde işlem gerçekleştirmesi yasaklanmıştır. Ayrıca analist ve hane halkı, analistin son olarak yayımladığı araştırma raporunda yer alan görüşü ile tutarlı olmayan işlemler gerçekleştirememektedir. Örneğin, bir hisse senedi ile ilgili “al” şeklinde bir görüş belirten analist, o hisse senedi ile ilgili geçerli görüşünü değiştirip kamuya paylaşmadığı sürece o hisse senedinde satış işlemi gerçekleştirememektedir.

Bu şartların istisnaları mevcut olmakla birlikte¹⁴ kural olarak bu yapının benimsenmesi analistin kişisel çıkarları nedeniyle tavsiyelerde bulunmasının önüne

¹³ Bu tarz toplantılar ABD’de “road show” olarak isimlendirilmektedir.

¹⁴ Örneğin, aracı kuruluş analistin bir şirketi takip etmeye başlamasından sonraki 30 gün içerisinde hesaplarındaki hisse senetlerini elinden çıkarması için izin verebilmektedir. Yine, uyum yetkilisinin gerçekleştirilmeden önce onay vermesi kaydıyla, analistin ya da hane halkının finansal durumunda beklenmedik bir değişiklik olması sebebiyle yapılan işlemler bu şartların istisnalarından biridir.

geçmekte ve bundan kaynaklanan çatışmaları azaltmaktadır. Ayrıca, NYSE NASD'den farklı olarak iki ilave muafiyet getirmektedir. Bunlar:

- Analist aracı kuruluşta yeniyse ve hisse senedi analist işe başlamadan önce alınmışsa, işe alındıktan sonraki 30 gün içerisinde gerçekleştirilen satış,
- Aracı kuruluş şirketle ilgili araştırmasını başlatmadan önce alınan hisse senetlerinin araştırma raporundan sonraki 30 gün içerisindeki satışdır.

C. Analistlerin Ücretlendirilmesi

Yatırım bankacılığı departmanının araştırma departmanı üzerindeki etkisini daha da azaltmak amacıyla, NASD 2711 ve NYSE 472, aracı kuruluşların analisti belirli bir yatırım bankacılığı faaliyeti üzerinden herhangi bir şekilde ücretlendirilmesini yasaklamaktadır. Örneğin, analiste bu tarz faaliyetler üzerinden bonus, maaş ya da herhangi bir isim altında ödeme yapılması kabul edilmemektedir. Ancak, NYSE'nin ücretlendirme kuralı NASD'nin bu konuyla ilgili kuralından biraz farklıdır. NYSE analistin yatırım bankacılığı departmanı bakımından performansını da içeren genel performans durumuna göre ücretlendirilmesine izin vermektedir (Contoudis. 2002:140).

Diğer yandan, analistin nasıl ücretlendirildiğinin kontrolü de sağlanmaktadır. Bir araştırma raporunun özünü hazırlanmasından öncelikli olarak sorumlu olan analistin¹⁵ ücretlendirilmesinin en azından yılda bir kere yönetim kuruluna, eğer yoksa üst düzey yöneticiye rapor sunan bir komite tarafından gözden geçirilmesi ve onaylanması şart koşulmuştur. Ayrıca, alınan önlemlerle tutarlı bir şekilde komitenin yatırım bankacılığı departmanında çalışan bir şahsı içermemesi koşulu getirilmiştir.

Komite bu görevini yerine getirirken, diğer şeylerin yanı sıra analistin üreticiliğini, araştırmalarının kalitesini, performansını ve tavsiyeleri ile hisse senedi fiyatı arasındaki korelasyonu göz önünde bulundurmalı, ancak aracı kuruluşun yatırım bankacılığı faaliyetlerine olan katkısını dikkate almamalıdır.

Böylece, analistin yatırım bankacılığı faaliyetleri üzerinden direkt olarak ücretlendirilmesinin önüne geçilmekte ve analistin objektifliği üzerindeki olası etkisi azaltılmaktadır. Ancak NYSE 472 ve NASD 2711 kuralları, analistin dolaylı olarak

¹⁵ Bir araştırma raporunun özünü etkileme kabiliyeti olan aracı kuruluş çalışanı, araştırma raporu yayımlanmadan önce kendi işinin olağan seyri içerisinde raporun belirli bir bölümünü incelemeye ve değiştirmeye yetkili çalışanı ifade etmektedir.

yatırım bankacılığı faaliyetleri üzerinden ücretlendirilmesine izin vermekte, hatta NYSE 472 bunun mümkün olduğunu açıkça belirtmektedir.

D. Araştırma Raporlarının Yayınlanması ve Diğer Şekillerde Tavsiyede Bulunması Konusunda Getirilen Kısıtlar

NASD 2711 ve NYSE 472, aracı kuruluşun ilk halka arzında direktör ya da direktör yardımcısı¹⁶ olarak rol aldığı bir şirket hakkında, ilk halka arz yapıldıktan sonraki 40 gün içinde araştırma raporu yayınlanmasını ya da analistin halka hitaben¹⁷ tavsiyede bulunmasını yasaklamaktadır. Bu kural, aracı kuruluşun ikincil halka arzda aynı görevi yerine getirmesi durumunda, halka arz yapıldıktan sonraki 10 gün için geçerli tutulmuştur. Diğer yandan, aracı kuruluşun, halka arzında direktör ya da direktör yardımcısı olarak yer aldığı şirketle ya da şirketin hisse sahipleri ile, bu kişiler tarafından sahip olunan hisse senetlerinin halka arzdan sonra satılmasını kısıtlayan ya da yasaklayan bir anlaşma yapmış olması durumunda, bu anlaşmanın süresinin dolmasından, sona ermesinden ya da anlaşmadan feragat edilmesinden önceki ve sonraki 15 gün içerisinde araştırma raporu yayınlanması ya da analistin halka hitaben tavsiyede bulunması yasaklanmıştır. Bu üç kuralın istisnasını, araştırma raporunun ya da tavsiyenin uyum departmanının yetki vermesi koşuluyla şirket hakkında önemli bir gelişmeye bağlı olarak duyurulması ve ilgili şirketin hisse senetlerinin aktif olarak işlem görmesi durumları oluşturmaktadır.

Aracı kuruluşun ilk halka arzda direktör ya da direktör yardımcılığının dışında yüklenici ya da aracı¹⁸ olarak rol alması durumunda ise, araştırma raporunun yayımlanamayacağı ya da analistin halka hitaben tavsiyede bulunamayacağı süre ilk halka arzdan sonraki 25 gün olarak belirlenmiştir.

Bu şartların ortaya konulmasındaki amaç, halka arz aracı faaliyetlerinden elde edilen gelirden ötürü halka arzdan sonra şirket hakkında olumlu görüş verilmesinin önüne geçmektir. (Scianni. 2004:280) Aracı kuruluşun şirket hakkında olumlu görüş vereceğini ima eden tanıtımlarda bulunmasının ardından genellikle halka arzına aracılık ettiği şirket hakkında olumlu görüş vermesi, bu kurallar

¹⁶ NASD ve NYSE’de “manager” ve “co-manager” olarak ifade edilmektedir.

¹⁷ Halka hitaben yapılan tavsiyeler, seminerlere katılımı, elektronik forum dahil olmak üzere forumları, radyo ve televizyon röportajlarını veya analistin bir tavsiyede bulunduğu ya da bir hisse senedine ilişkin görüş belirttiği diğer halkla konuşma faaliyetlerini içermektedir.

¹⁸ NASD ve NYSE’de “underwriter” ve “dealer” olarak ifade edilmektedir.

getirilmeden önce ABD’de sıklıkla karşılaşılan bir durum olduğundan yatırımcıların bu şekilde bir çıkar çatışması nedeniyle yanıltıcı tavsiyelere maruz kalması önlenmeye çalışılmıştır.

Ayrıca, aracı kuruluş bir şirketle ilgili araştırma raporları hazırlamaya devam etmeme niyetindeyse, bu son vermeye ilişkin bildirimde bulunmalıdır. Bu durumda, aracı kuruluş ilgili şirkete ilişkin araştırma raporlarını sağlamak için kullandığı aynı dağıtım araçları yoluyla son bir tane araştırma raporu yayımlamalıdır. Bu rapor, aracı kuruluş için kıyaslanabilir bir rapor hazırlamak mümkün olmadığı sürece, kapsam ve detay olarak önceki raporlarla kıyaslanabilir olmalıdır. Eğer, son bir tavsiye ya da derecelendirme hazırlamak uygulanamaz bir durum ise, bu rapor aracı kuruluşun ilgili şirket hakkında rapor hazırlamaya devam etmemesinin arkasındaki mantığa ilişkin bir açıklama içermelidir.

E. Olumlu Rapor Yayımlama Teklifinin Yasaklanması

Süre kısıtlamalarıyla çıkar çatışmalarının engellenmek istenmesinin yanı sıra, NASD 2711 ve NYSE 472 halka arz dahil olmak üzere şirketle iş ilişkisi kurmak veya iş ilişkisini devam ettirmek amacıyla ya da ücret karşılığında şirket hakkında olumlu görüş vaadinde bulunulmasını direkt olarak yasaklamıştır.

Ayrıca, aracı kuruluş ya da aracı kuruluşun yatırım bankacılığı departmanı çalışanı, aracı kuruluşun araştırmaya konu olan şirketle olan halihazırdaki ya da olası yatırım bankacılığı ilişkisini kötü yönde etkileyebilecek herhangi bir olumsuz görüş belirten rapor veya halka hitaben yapılan tavsiye nedeniyle, aracı kuruluş ya da iştiraklerinde çalışan bir analiste direkt ya da dolaylı olarak misillemede ya da misilleme tehdidinde bulunamaz. Ancak, bu yasak, olumsuz görüş belirten bir rapor ya da halka hitaben yapılan tavsiye dışındaki herhangi bir sebeple aracı kuruluşun politikaları ve prosedürleri ile uyumlu olan, analisti disipline etme ya da işten çıkarma otoritesini kısıtlamaz.

F. Araştırma Raporlarında ve Halka Hitaben Yapılan Tavsiyelerde Yapılması Gereken Açıklamalar

1. Finansal Çıkar ve Önemli Çıkar Çatışmaları

NASD 2711 ve NYSE 472’ye göre, aracı kuruluş ve analist, araştırma raporunda ve halka hitaben yapılan tavsiyelerde analistin ya da hane halkının

araştırmaya veya tavsiyeye konu olan şirketin menkul kıymetinde varsa bulunan finansal çıkarını ve finansal çıkarının türünü açıklamak zorundadır. Aracı kuruluş ve iştiraklerinin, araştırma raporunun veya halka hitaben yapılan tavsiyelerin sunulmasından önceki ayın son gününde¹⁹ ilgili şirketin hisse senetlerinin % 1'i veya fazlasına sahip olması açıklanması gereken bir husus olarak belirtilmektedir.

Ayrıca her iki yasa, analist ya da aracı kuruluştan kaynaklanan, önemli çıkar çatışması teşkil edebilecek herhangi bir durumun açıklanmasını da istemektedir. Böylece, açıklanması gereken çıkar çatışmaları kısıtlanmamakta, önemli olarak adledilebilecek herhangi bir çıkar çatışmasının açıklanmaması yasal yaptırımı gerektirmektedir.

2. Ödeme Alınması

2.1. Araştırma Raporunda Yapılması Gereken Açıklamalar

Aracı kuruluş, analistin yatırım bankacılığı faaliyeti gelirleri üzerinden veya 12 ay içinde ilgili şirketten ödeme alıp almadığını açıklamakla yükümlü tutulmuştur. Aracı kuruluş ya da iştiraklerinin ilgili şirketin son 12 ay içerisinde gerçekleştirdiği halka arzında direktör ya da direktör yardımcısı olarak yer alıp almadığı, yine son 12 ay içerisinde ilgili şirkete sunduğu yatırım bankacılığı hizmetlerinden ücret elde edip etmediği ve 3 ay içerisinde ilgili şirketten yatırım bankacılığı hizmeti sunarak ücret alıp almayacağı ya da bunu amaçlayıp amaçlamadığı, açıklanması zorunlu hususlar arasında sayılmıştır.

Aracı kuruluş ya da iştiraklerinin yatırım bankacılığı hizmeti dışında sağladığı hizmetlerden dolayı ilgili şirketten son 12 ay içinde ödeme almış olması veya ilgili şirketin araştırma yayımlanmadan önceki 12 ay içinde veya hali hazırda aracı kuruluşun müşterisi olması durumları ile bu durumların analist ve raporun özünü etkileyebilecek nitelikteki aracı kuruluş çalışanları tarafından biliniyor olması ya da bilinmesi için nedenlerin olması durumları aracı kuruluş tarafından açıklanmalıdır. Bu kuralın raporun özünü etkileyebilecek nitelikteki aracı kuruluş çalışanları için uygulanması ise bu şahısların aracı kuruluş iştirakleri ile ilgili durumu

¹⁹ Ayın ilk 10 gününde yapılmış olması durumunda iki önceki ayın son günü geçerlidir.

bilmeleri halinde geçerlidir. Bu şahısların söz konusu hususu bilmek için nedenlerinin olması açıklama için yeterli adledilmemiştir.

2.2. Halka Hitaben Sunulan Tavsiyelerde Yapılması Gereken

Açıklamalar

Bir analist halka hitaben sunduğu tavsiyelerde aşağıdaki hususları açıklamalıdır:

- Analist aracı kuruluşun ya da iştiraklerinin son 12 ay içinde ilgili şirketten bir ödeme alıp almadığını biliyorsa ya da bilmesi için nedeni varsa,
- Analist son 12 ay içinde ilgili şirketten bir ödeme aldıysa,
- Analist ilgili şirketin hali hazırda ya da raporun yayımlanmasından önceki 12 ay içerisinde aracı kuruluşun müşterisi olduğunu biliyorsa ya da bilmek için sebebi varsa, ilgili şirkete sağlanan hizmetlerin türlerini içerecek şekilde kamu ile paylaşmalıdır.

3. İlgili Şirketteki Pozisyon

Araştırma raporunda ve halka hitaben yapılan tavsiyelerde, analist ya da analistin hane halkı ilgili şirkette yetkili, yönetici ya da yönetim kurulu üyesi sıfatıyla görev almaktaysa, bu durum açıklanmalıdır.

4. Derecelendirmenin Anlamı

Eğer araştırma raporu bir derecelendirme içeriyorsa, aracı kuruluş derecelendirme sisteminde kullandığı her bir derecelendirmenin anlamını açıklamalıdır. Her bir derecenin tanımı yalın anlamı ile tutarlı olmalıdır.

5. Derecelendirmenin Dağılımı

Araştırma raporunun derecelendirme içermesi durumunda, aracı kuruluşun uyguladığı derecelendirme sisteminden bağımsız olarak, aracı kuruluş her araştırma raporunda “al”, “sat” ya da “tut” şeklinde derecelendirdiği hisse senetlerinin oranını açıklamalıdır. Ayrıca, bu kategoriye giren, son on iki ay içinde yatırım bankacılığı

faaliyeti hizmeti sunduğu şirketlerin oranını açıklamalıdır.

6- Fiyat Grafiği

Bir araştırma raporu derecelendirme ya da fiyat hedefi içeriyorsa ve aracı kuruluş araştırmaya konu olan hisse senedinin derecelendirmesini en az bir yıldan beri yapıyorsa, araştırma raporu aracı kuruluşun derecelendirme ya da fiyat hedefi koyduğu süre boyunca ya da bu süre üç yıldan fazlaysa üç yıl boyunca hisse senedinin günlük kapanış fiyatlarını gösteren bir grafik içermelidir. Bu grafik;

- Aracı kuruluşun derecelendirme ya da fiyat hedefi belirlediği ya da bu bilgileri değiştirdiği günleri belirtmelidir;
- Söz konusu günlerde belirlenen ya da değiştirilen derecelendirmeyi ve fiyat hedefini göstermelidir.
- Son üç aylık dönem itibariyle güncel olmalıdır.

7- Fiyat Hedefleri

Araştırma raporu fiyat hedefi içeriyorsa, aracı kuruluş söz konusu fiyat hedefini belirlemek için kullandığı değerlendirme metodlarına raporda yer vermelidir. Fiyat hedefleri makul bir temele dayanmalı ve fiyat hedefinin başarısını engelleyebilecek riskler açıklanmalıdır.

8- Pazar Oluşturma

Aracı kuruluş, araştırmanın yayımlandığı sırada araştırmaya konu olan hisse senedinde piyasa yapıcı olarak işlemler gerçekleştiriyorsa bu hususu açıklamalıdır.

9- Açıklamaların Belirginliği

Araştırma raporunun ön sayfasında gerekli açıklamaların sunulması ya da açıklamaların bulunduğu yere atıf yapılması gerekmektedir. Açıklamalar ve açıklamalara yapılan atıflar açık, kapsayıcı ve belirgin olmalıdır.

10- 6 veya daha fazla şirketi kapsayan araştırma raporu

Aracı kuruluş 6 veya daha fazla şirketi kapsayan bir araştırma raporu

yayımlarsa, yatırımcıları NASD 2711 uyarınca yapılması gereken açıklamaları elde edebilecekleri yere açık bir şekilde yönlendirmelidir. Bu şekilde elektronik ortamda hazırlanan rapor gerekli açıklamalara direkt bağlantı içermelidir. Yazılı raporlar yatırımcıların bilgi alabileceği ücretsiz bir telefon numarası ya da posta adresi, ek olarak varsa açıklamaların yer aldığı bir web adresi içermelidir.

11- Halka Hitaben Yapılan Tavsiyelerin Kaydı

Aracı kuruluşlar analistler tarafından halka hitaben yapılan tavsiyelerde, analistin gerekli açıklamalarla uyum içinde olduğunu göstermeye yetecek kadar kayıt tutmakla yükümlüdür. Bu kayıtlar halka hitaben yapılan tavsiyenin tarihi itibarıyla üç yıl saklanmalıdır.

12- Üçüncü Kişilerin Araştırma Raporları

Aracı kuruluş üçüncü kişiler tarafından hazırlanan araştırma raporlarını yayımlarsa, bu raporlarda da kendisi ile ilgili gerekli açıklamaları yapmakla yükümlüdür. Aracı kuruluşlar açıklamaların bütünlüğünü ve kesinliğini sağlayacak yazılı gözetim politika ve prosedürleri kurmak zorundadırlar.

Bağımsız üçüncü kişilerin raporları²⁰ dışındaki üçüncü kişi raporları aracı kuruluşta çalışan yetkili kişi tarafından imza ya da paraf atmak suretiyle onaylanmalıdır. Bu onay, yetkili kişinin rapor içeriğinin maddi bilgilere ilişkin doğru olmayan ifadeler içermediğini ve yanlış veya yanıltıcı olmadığını belirlemek için raporu incelemesi üzerine verilmelidir. Yanlış ya da yanıltıcılığa ilişkin tespit zorunluluğu, raporun okunması sonucunda bilinmesi gerekmesine veya aracı kuruluş tarafından başka şekilde sahip olunan bilgi sonucu bilinmesine uzanmaktadır.

G. Gözetim Prosedürleri

Aracı kuruluşlar, kendilerinin ve çalışanlarının bu yasalara uyduklarını temin etmek amacıyla oluşturulmuş yazılı gözetim prosedürlerini benimsemek ve uygulamak zorundadır. Ayrıca, aracı kuruluşun üst düzey bir yöneticisi bu

²⁰ Üçüncü kişilerin araştırma raporları, aracı kuruluş dışındaki gerçek ve tüzel kişiler tarafından hazırlanan raporlar iken, bağımsız üçüncü kişilerin araştırma raporları ise aracı kuruluş ya da araştırma raporunun içeriğini bilgilendirme ihtimali akla uygun olan iştirakleri ile ortaklığı ya da iş veya kontrat ilişkisi olmayan ve bu kuruluşlardan hiçbir data almadan içerik belirlemesi yapan gerçek ve tüzel kişilerin raporlarıdır.

prosedürlerin benimsendiğini ve uygulandığını her yıl beyan etmelidir.

H. Küçük Firma Muafiyeti

Ayrıca, her iki kural son üç yılda ortalama 10 ya da daha az yatırım bankacılığı hizmetinde direktör ya da direktör yardımcısı olarak görev alan ve bu hizmetlerden yılda 5 milyon dolardan az kazanan küçük firmalar için araştırma departmanı ile ilgili kurallara muafiyet getirmektedir.

I. Analistlerin Yeterliliği: NASD 1050, 1120 ve NYSE 344, 345A

NASD 1050 ve NYSE 344'ün genel amacı, araştırma ile uğraşan kişileri yeterlik sınavına tabi tutmak suretiyle söz konusu kişilerin standartlarını yükseltmektir. NASD 1120 ve NYSE 345A ise sürekli eğitimle ilgilidir ve analistleri profesyonel sorumluluk ve etik yönünden yetişmeleri konusunda mecbur kılan kurallar içermektedir (Scianni. 2004:285).

IV.1.3. Regulation Analyst Certification

Regulation AC Sarbanes Oxley Kanunu'nun 501. Bölümünün zorunlu kıldığı kuralların bir parçası olmamakla birlikte, NASD ve NYSE ile aynı konulara değinmekte ve bu kuralları tamamlayıcı bir rol üstlenmektedir (Orcutt. 2003:30). Regulation AC araştırma raporunda ve halka hitaben yapılan tavsiyelerde analist tarafından yapılması gereken açıklamalara ilişkin kurallar getirmektedir.

Regulation AC; araştırma raporunda yer alan görüşlerin, analistin araştırmaya konu olan şirket ya da hisse senedi ile ilgili görüşünü doğru bir şekilde yansıttığını tasdik eden, analiste ait bir beyan bulunmasını zorunlu kılmaktadır. Ayrıca, analistin önceki, bugünkü ya da gelecekteki ücretinin hiçbir bölümünün dolaysız ya da dolaylı olarak araştırma raporunda yer alan spesifik görüş ya da tavsiyelerle ilgisi olmadığı, ya da ilgisi varsa bu durum analistin beyanı ile tasdik edilmelidir. İkinci durumda, beyan bu tür bir ödemenin kaynağını, miktarını ve amacını içermeli ve araştırma raporunda yer alan tavsiyeyi etkileyebileceğini açıklamalıdır.

Halka hitaben yapılan tavsiyelerde ise, Regulation AC her takvim çeyreğini takip eden bir ay içinde, önceki takvim çeyreği boyunca halka hitaben yapılan tavsiyelerde belirtilen görüşlerin analistin tavsiyeye konu olan tüm şirketler ve hisse

senetlerine ilişkin gerçek görüşlerini yansıttığını onaylayan, analiste ait bir beyan bulunmasını zorunlu kılmaktadır. Ayrıca, analistin önceki, bugünkü ya da gelecekteki ücretinin hiçbir kısmının halka hitaben yapılan spesifik herhangi bir tavsiye ya da belirtilen herhangi bir spesifik görüşle ilgisi olmadığını tasdik eden analiste ait bir beyan bulunmalıdır.

IV.2. Avrupa Birliği Uygulamaları

2002 yılının Nisan ayında Avrupa Komisyonu ile Ekonomi ve Finans Bakanları, Komisyon'un finansal analistlerin rolünü ve piyasaya katılımlarının geliştirilmesi için olası önlemleri değerlendirmesi gerektiği konusunda anlaşmaya varmışlardır. Bunun üzerine, 2002 yılının Kasım ayında Komisyon, bütünleşmiş bir Avrupa sermaye piyasası içerisinde optimal düzenlemeler önerilmesi bakış açısıyla halihazırdaki düzenlemelerin araştırılması ve değerlendirilmesi için pazar odaklı bir Forum Grubu oluşturmuştur. Forum Grubu Raporu 2003 yılının Kasım ayında yayımlanmış ve kamunun görüşüne açılmıştır²¹.

Forum Grubu Raporu araştırmalar ile ilgili çıkar çatışmalarının önlenmesine, yönetimine, gözlenmesine ve açıklanmasına odaklanmaktadır. Tavsiyelerin odak noktası ise özellikle analistlerin halka arza ve diğer finansal yönetim işlerine katılmasından kaynaklanan çıkar çatışmaları, hisse senedini halka arz eden şirketler için en iyi uygulamalar, analistlerin ücretlendirilmesi, analistlerin nitelikleri ve araştırmaların piyasaya dağıtılması konularını içermektedir. Komisyon'un Forum Grubu tarafından yapılan önerilere eleştiri getirilmesi için halkın görüşüne başvurmasının ardından, Forum Grubu tarafından önerilen prensip-bazlı yaklaşım ve çıkar çatışmalarının yönetimine odaklanan öneriler dahil olmak üzere spesifik önerilerin çoğu büyük destek görmüştür.

Diğer yandan, üye ülkelerde ya da Komite üzerinde yasal bağlayıcılığı olmamasına rağmen IOSCO prensipleri de bir düzenlemeye gidilmesinde itici bir güç olmuştur. IOSCO tarafından tasarlanan prensipler:

- Analistlerin karşılaştığı çıkar çatışmalarının kimliklendirilmesi ve eliminasyonu, yönetimi ve açıklanması ile bu çatışmalardan kaçınılması,

²¹ Avrupa Komisyonu için hazırlanan Forum Grubu Raporu konusunda detaylı bilgi için bkz. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/analysts/index_en.htm

- Analistlerin ve araştırmalarının bütünlüğü,
 - Analistlerin karşılaştığı halihazırdaki ve potansiyel çıkar çatışmaları konusunda yatırımcıların eğitilmesi
- üzerine odaklanmaktadır.

Avrupa Birliği mevzuatında analistlerin çıkar çatışmaları ile ilgili olarak başlıca iki kaynak yasa bulunmaktadır. Bunlar Market Abuse Directive (MAD) ve Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)'dir. MiFID yatırım şirketleri ile ilgili kurallar koyarken, MAD'in koyduğu kurallar bu şirketlerin yanı sıra finansal tavsiyede bulunan bağımsız araştırma şirketleri, kredi kuruluşları gibi diğer şirketleri de kapsamaktadır.

Avrupa Birliği uygulamaları²², ABD'de uygulanan kurallara yakın bir yapı arz etmektedir. Bununla birlikte, ABD ve Avrupa Birliği uygulamaları arasındaki iki önemli ayrılık dikkate değerdir. Birincisi, Sarbanes Oxley Kanunu'nun tersine MAD analistlerin aynı finansal kuruluşta yatırım bankacılığı faaliyeti ile uğraşan kişilerden korunmasına ilişkin açık bir referansta bulunmamaktadır. İkincisi, ABD düzenlemeleri hisse senedi stokunu çıkar kaynağı olarak görmemektedir (Dubois ve Dementier, 2008:10). Ayrıca belirtmek gerekir ki Avrupa Birliği uygulamasında MAD genel olarak finansal tavsiyede bulunanlar için, MiFID ise finansal analistler için kurallar getirmektedir.

IV.2.1. Market Abuse Directive

28 Şubat 2003 tarihinde Avrupa Parlamentosu, Market Abuse Directive olarak bilinen ve Amerikan düzenlemelerinin benzeri olarak nitelendirilebilecek 2003/6/EC Direktifi'ni uygulamaya koymuştur. Uygulamaya yönelik Komisyon Direktifleri 2003/124/EC ve 2003/125/EC ise 23 Aralık 2003 tarihinde yayımlanmıřtır²³. Amerika'da olduğu gibi Avrupa Birliğinde de çıkar çatışmalarını frenleme araçları şöyledir: Finansal kuruluşlar araştırma ve yatırım bankacılığı departmanları arasında bir "Çin Duvarı" inşa etmeli, tavsiyede buldukları firma ile

²² Avrupa Birliği uygulamaları ülkemiz açısından yol gösterici bir nitelik taşımanın ötesinde, SPK tarafından hazırlanan "Finansal Tavsiyelere İlişkin Esaslar Tebliğ Taslağı" Avrupa Birliği uygulamaları ile özdeş bir yapı arz etmektedir. Bu nedenle, çalışmada söz konusu Tebliğ Taslağı ayrıca incelenmemiştir.

²³ Çalışmada, uygulama direktifleri MAD başlığı altında değerlendirilmiştir.

olan, aracılık ve yatırım bankacılığına ilişkin çıkarları açıklamalı ve tavsiyelerine ilişkin yatırımcılara istatistiki bilgi vermelidirler. Çıkarların ve çıkar çatışmalarının açıklanmasının ve bilginin sunumunun adil, açık ve tam olması için standartları uyumlu hale getirmek amacı doğrultusunda, MAD hem tavsiyelerin hazırlanmasına hem de çıkar ve çıkar çatışmalarının açıklanmasına odaklanmaktadır (Dubois ve Dementier. 2008:7).

Madde 2’de tavsiyeyi hazırlayanların kimliği ile ilgili kurallar getiren MAD, tavsiyeyi hazırlayan kişilerin özellikle adı, soyadı ve görevleri gibi kimlik bilgilerine ve varsa tavsiyenin hazırlanmasından sorumlu olan tüzel kişiliğin ticaret unvanına finansal tavsiyede açıkça ve ayırt edilebilir şekilde yer verilmesini gerektirmektedir. Ayrıca finansal tavsiyenin yatırım şirketleri ya da kredi kuruluşları²⁴ tarafından yapılması durumunda, ilgili yasal otoritenin kimlik bilgilerinin açıklanması zorunlu tutulmaktadır. Tavsiyenin sözlü yapılması durumunda ise, Direktif kapsamında yapılacak açıklamaların yer aldığı, ilgili kişinin internet sitesi gibi, bilgilere kamu tarafından kolayca ve doğrudan ulaşılabilecek bir yere atıfta bulunulması gereklidir. Gazeteciler, eşdeğer nitelikteki diğer düzenlemelere tabi olmaları şartıyla yukarıda yer alan kurallardan muaf tutulmuşlardır.

Madde 3 tavsiyelerin adil bir şekilde sunumuna ilişkin kurallar getirmektedir. Söz konusu madde ile, hazırlanacak finansal tavsiyelerde; veriler ile yorum, tahmin, fikir ve diğer veriye dayanmayan bilgilerin birbirinden ayırt edilebilecek nitelikte olması, tüm kaynakların güvenilir olması ya da söz konusu kaynakların güvenilirliği hakkında şüpheler varsa bu hususun açıkça belirtilmesi, her türlü öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerine bunların öngörü, tahmin ve fiyat hedefi olduğu açıkça belirtilmek suretiyle yer verilmesi ve bunların oluşturulmasında kullanılan tüm önemli varsayımların belirtilmesi zorunluluğu getirilmektedir. Ayrıca ilgili kişiler²⁵, finansal tavsiyenin mantıklı olduğu konusunun kanıtlanmasını sağlayacak gerekli önlemleri almakla yükümlü tutulmaktadır.

²⁴ Direktifte, "credit institution" olarak isimlendirilen kredi kuruluşu, faaliyeti halktan mevduat ya da diğer geri ödenebilir fonları toplamayı ve bu fonları kendi hesabına kredi olarak vermeyi kapsayan girişimler olarak tanımlanmaktadır.

²⁵ "İlgili kişi" kavramı işinin gerektirmesi ya da uzmanlığını yerine getirmesi nedeniyle tavsiye hazırlayan ya da yayımlayan gerçek ve tüzel kişileri kapsamaktadır.

Madde 4’de tavsiyelerin adil bir şekilde sunumunu güçlendirmek için, analistlere, yatırım şirketlerine, kredi kuruluşlarına, ilişkili tüzel kişilere ve asıl görevi finansal tavsiye sunmak olan diğer ilgili kişilere ilave sorumluluklar getirildiği görülmektedir.

Öncelikle, bu kişiler tavsiyenin hazırlanması aşamasında kullandıkları tüm önemli maddi kaynakları göstermekle ve bu maddi kaynaklar üzerinde yapılan çalışmalar sonucunda bir tavsiyede bulunurken kullandıkları değerlendirme ve metodoloji esaslarını yeterli ölçüde özetlemekle yükümlü tutulmaktadır. Söz konusu maddi kaynaklar içinde tavsiyenin kamuya dağıtılmadan önce ihraççıya sunulması ve ihraççı tarafından tavsiye üzerinde değişiklik yapılması durumu özellikle vurgulanmaktadır. Bu süreç sonucunda oluşan tavsiyede yer alan al, sat ya da tut şeklindeki ifadelerin anlamlarının yeterli ölçüde açıklanması istenmekte, bununla kalınmayarak tavsiyenin oluşturulmasında yararlanılan varsayımlara ilişkin duyarlılık analizleri de dahil olmak üzere uygun risk uyarılarının bildirilmesi zorunlu kılınmaktadır. Ayrıca, tavsiyelerin güncellenme sıklığı belirli bir plan dahilinde yapılıyorsa, bu duruma ilişkin bilginin ve tavsiyeler ile ilgili önceden ilan edilen politikalarda yapılan önemli değişikliklerin açıklanması gerekliliği benimsenmektedir.

Tavsiyede yer alan bilgilerin hangi tarih aralığı için geçerli olduğu konusunda yatırımcının yanıltmasını önlemek amacıyla; tavsiyenin dağıtım için ilk hazırlandığı tarih ile tavsiyede yer alan tüm fiyatların tarih ve zamanının açık ve dikkat çekici bir şekilde gösterilmesi zorunlu kılınmaktadır. Yine hali hazırdaki tavsiye, aynı ihraççı ya da finansal araç için son on iki ay içerisinde yayımlanmış başka bir tavsiyeden farklı bir yatırım stratejisi öngörüyorsa, bu değişiklik ile daha önce yayımlanan tavsiyenin tarihine açıkça ve dikkat çekici şekilde yer verilmesi istenmektedir.

Madde 5 ise ilgili kişiler üzerine çıkar çatışmalarına ve çıkarların açıklanmasına ilişkin genel bir sorumluluk getirmekte, ilgili kişinin tüzel kişi olması durumunda ise tavsiyeye ulaşabilecek diğer kişilerin varlığı göz önüne alınarak ilave özel kurallar getirmektedir. İlgili kişiler, finansal tavsiyenin objektifliğini etkilemesi muhtemel nitelikteki tüm ilişki ve koşullar ile özellikle tavsiyeye konu olan finansal araca ilişkin önemli finansal çıkarlarını veya ihraççı ile olan önemli çıkar çatışmalarını açıklamakla yükümlü tutulmaktadır. İlgili kişinin tüzel kişi olması

durumunda, yukarıdaki zorunluluk yerine getirilirken asgari olarak, tavsiyenin hazırlanmasında rol alan kişilerce ulaşılabilen ya da ulaşılması akla uygun olarak beklenen ilgili kişilerin ve ilişkili tüzel kişilerin çıkarları ve çıkar çatışmaları ile tavsiyenin hazırlanmasında rol almamakla birlikte tavsiyeye yayımlanmadan önce ulaşan ya da ulaşması akla uygun olarak beklenen şahıslar tarafından bilinen ilgili kişilerin ve ilişkili tüzel kişilerin çıkarları ve çıkar çatışmalarının açıklanması gerekmektedir.

Madde 6'da çıkarların ve çıkar çatışmalarının açıklanması konusunda analistlere, yatırım şirketlerine, kredi kuruluşlarına, ilişkili tüzel kişilere ve asıl görevi finansal tavsiye sunmak olan diğer ilgili kişilere ilave sorumluluklar getirilmektedir. Bu kişilerin ihraççının çıkarılmış sermayesinde ya da ihraççının, bu kişilerin çıkarılmış sermayesinde % 5 veya daha fazla oranda sahip oldukları paylar, bu kişilerin ihraççıyla aralarındaki kredi sözleşmesi, kira kontratları gibi diğer önemli finansal ilişkiler ile finansal tavsiye hazırlanmasına dair her türlü sözleşme, bu kişilerin ihraççının finansal araçlarında piyasa yapıcılığı veya likidite sağlamaya yönelik benzeri ilişkileri ile geçmiş 12 ay içerisinde, ihraççının herhangi bir finansal aracının halka arzında, konsorsiyum lideri veya eş lider olarak aldıkları görevler, bu kişiler ile ihraççı arasında geçmiş 12 ay boyunca yürürlükte bulunan veya aynı süre içerisinde bir ödeme yapılmasına neden olan ya da ödeme yapılmasını taahhüt eden yatırım bankacılığı hizmetlerinin sunulması konusundaki her türlü sözleşme açık ve ayrıntılı bir şekilde açıklanmak zorundadır.

Madde 6 ayrıca yatırım şirketleri ve kredi kuruluşlarında çalışan kişilerin ücretlendirilmesinin yatırım bankacılığı faaliyetlerine bağlı olup olmadığının ve bu kişilerin tavsiyeye konu olan şirket halka arz edilmeden önce elde ettikleri hisselerin hangi fiyattan ve hangi tarihte alındığına ilişkin bilginin açıklanmasını zorunlu kılmaktadır. Yatırım şirketleri ve kredi kuruluşları, yapmış oldukları “al”, “sat”, “tut” veya benzeri nitelikteki finansal tavsiyeler ve her finansal tavsiye grubu içerisinde geçmiş 12 ay süresince yatırım bankacılığı hizmeti sunmuş oldukları ihraççıların paylarını oransal olarak, 3'er aylık dönemler itibariyle, finansal tavsiyeler içerisinde açıklamak zorundadırlar.

7, 8 ve 9. maddelerde üçüncü kişiler tarafından yayımlanan tavsiyelere ilişkin

kurallar getirilmektedir. Üçüncü kişi tarafından hazırlanan tavsiyenin ilgili kişi tarafından kendi sorumluluğu altında yayımlanması durumunda, tavsiyede ilgili kişinin kimlik bilgilerine açık ve dikkat çekici şekilde yer verilmesi gerekirken, tavsiyede bir değişiklik yapıldıysa söz konusu değişikliğe ilişkin bilginin açıklanması da zorunlu hale getirilmektedir. Üçüncü kişi tarafından yapılan tavsiyede yer alan görüşün yönünün ilgili kişi tarafından değiştirilmesi halinde ise ilgili kişi Direktif'te hazırlayan kişinin kimliği, tavsiyelerin adil sunumu ve çıkar ve çıkar çatışmalarının açıklanmasına ilişkin yer alan kurallara uymakla yükümlü tutulmaktadır. Diğer bir deyişle MAD, tavsiyede örneğin “al” şeklinde yer alan bir görüşün ilgili kişi tarafından “tut” ya da “sat” şeklinde değiştirilmesi halinde, bu görüşün artık ilgili kişinin sorumluluğunda olacağını, dolayısıyla ilgili kişinin Direktif'te tavsiyeyi hazırlayan kişilere ilişkin yer alan sorumlulukları yerine getirmesi gerektiğini belirtmektedir.

MAD yürürlüğe konulan kurallarla oransız olmaması amacıyla sözlü tavsiyede bulunulması durumunda da gerekli açıklamaların yapılmasını zorunlu kılmaktadır. Sözlü finansal tavsiyede, MAD uyarınca yapılacak açıklamaların yer aldığı, ilgili kişinin internet sitesi gibi, Tebliğ tarafından öngörülen bilgilere kamu tarafından kolayca ve doğrudan ulaşılacak bir yere atıfta bulunulması yeterli görülmüştür.

Yine MAD'nin yürürlüğe koyduğu yükümlülüklerle özdeş nitelikte kendi düzenlemeleri bulunan gazeteciler, söz konusu düzenlemelerin MAD'de yer alan yükümlülüklerle benzer etkiyi yaratması şartıyla MAD'de yer alan düzenlemelerden genel olarak muaf tutulmaktadır.

IV.2.2. Markets in Financial Instruments Directive

MiFID çıkar çatışması meselesini ele alırken aracı kuruluşların²⁶ genel olarak aşağıda yer alan zorunlulukları yerine getirmesini istemektedir:

²⁶ MiFID, Türkçe'ye “yatırım şirketi” olarak çevrilebilecek “investment firm”ler terimini kullanmaktadır. Ancak, yatırım şirketleri tanımının ülkemizde aracı kuruluşları ve portföy yönetim şirketlerini içermesi ve “Finansal Tavsiyelere İlişkin Tebliğ Taslağı”nda aracı kuruluşlar ve portföy yönetim şirketlerine ilişkin önlemler alınmasına rağmen sürekli tekrardan kaçınılması amacıyla çalışmanın MİFID başlığı altında aracı kuruluşlar terimi portföy yönetim şirketlerini de kapsayacak şekilde kullanılmıştır.

- yatırım hizmetlerinin veya yardımcı hizmetlerin sağlanması sırasında oluşabilecek ilgili çıkar çatışmalarını belirlemeye yönelik gerekli tüm adımları atmak,

- müşterilerinin çıkarlarını olumsuz yönde etkileyen çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik gerekli tüm adımları atma bakış açısıyla etkin organizasyonel ve idari düzenlemeler kurmak ve çalıştırmak,

- organizasyonel düzenlemeler müşterilerin çıkarlarına verilen zarar riskini makul bir güvenle önlemede yetersiz kaldığında, işi üstlenmeden önce müşteriye çıkar çatışmalarının genel doğasını ve kaynaklarını açık bir şekilde açıklamak.²⁷

Bu çerçevede, Komisyon tarafından MiFID Uygulama Direktifi yayımlanmış ve yatırım şirketlerinin araştırma raporlarına ilişkin hükümleri de içeren, yatırım ve yardımcı hizmetleri sırasında oluşabilecek çıkar çatışmalarını nasıl yöneteceklerini tasarlayan metotları ortaya koyan yazılı bir politika oluşturmaları zorunlu kılınmıştır. Diğer önemli bir zorunluluk müşterinin çıkarlarına zarar verme riski taşıyan çıkar çatışmalarını içeren iş aktivitelerinde rol alan şahıslar arasında uygun düzeyde bir bağımsızlığın sağlanması ihtiyacıdır. Direktif ayrıca gözetimin ayrılması ya da farklı aktiviteler arasında ücretlendirme gibi konularda gerekli olan bağımsızlığın derecesinin sağlanmasına ilişkin organizasyonel önlemler getirmektedir.

Ücretlendirmeye ve departmanlar arasındaki bilgi akışına aynı başlıklar altında yer veren MiFID, NYSE ve NASD'de olduğu gibi analistin aracı kuruluşun diğer çalışanları ve araştırmaya konu olan şirket ile ilişkisini kısıtlayarak bağımsızlığını artırma yoluna gitmektedir. MiFID aracı kuruluşun, bir grup bünyesinde faaliyet göstermesi durumunda, bu grup içerisinde yer alan diğer kuruluşlardan kaynaklanabilecek çıkar çatışmalarını da göz önüne alarak, etkin bir çıkar çatışması politikası oluşturmasını zorunlu kılmaktadır. Ayrıca, söz konusu çıkar çatışmaları politikası, yatırım hizmet ve faaliyetleri ve ikincil hizmetlerle ilgili önemli zarar riskine yol açabilecek çıkar çatışmalarını ve bunlara karşı alınan önlemleri ve uygulanacak prosedürleri açıkça belirtmelidir. MiFID, finansal kuruluşlarla ilişkin ilgili kişi tanımını geniş tutmakta ve aracı kuruluşun ve bağlı şirketlerin yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile ilgisi olan tüm çalışanlarını,

²⁷ Detaylı bilgi için bkz. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/analysts/index_en.htm

ortaklarını, yöneticilerini ve analistleri ilgili kişi tanımına dahil etmektedir. Kısaca, ticari çıkarları veya kişisel sorumlulukları çıkar çatışmasına neden olabilecek herkes ilgili kişi kapsamına alınmaktadır. MiFID’da;

Aracı kuruluşlar tarafından uygulanacak çıkar çatışmaları politikası, çıkar çatışması riski taşıyan faaliyetlerle ilgilenen ilgili kişiler arasında müşterinin çıkarına zarar verebilecek nitelikteki bilgi alışverişlerini önleyecek ya da kontrol edecek prosedürler barındırmalıdır. Söz konusu politikada, ilgili kişilerin denetimi aracı kuruluşların muhtemel çıkar çatışmalarına neden olabilecek ticari faaliyetleriyle uğraşan diğer kişilerin denetiminden ayrı oluşturulmalıdır. Farklı faaliyetleri icra eden kişilerin ücretleri veya yarattığı gelirler arasındaki her türlü doğrudan bağ ortadan kaldırılmalıdır. Herhangi bir kişinin, ilgili kişilerden biri üzerinde haksız yere nüfuz kullanmasını önleyecek veya sınırlayacak önlemler ile çıkar çatışmasının uygun şekilde yönetilmesinin zarar görebileceği durumlarda ilgili kişilerin farklı yatırım hizmetleri veya yardımcı hizmetler ya da faaliyetlere eşzamanlı veya daha sonra katılımını önleyecek veya kontrol edecek önlemler alınmalıdır.

MiFID tavsiyenin bağımsızlığını sağlamaya yönelik koyduğu yukarıdaki kuralların tavsiyenin bağımsızlığını sağlamada yetersiz kalması durumunda, aracı kuruluşları gerekli olan ilave önlemleri almak ve prosedürleri oluşturmakla yükümlü tutmakta, böylece tavsiyenin bağımsızlığına yönelik önlem ve prosedürler sınırlı tutulmamaktadır.

Diğer yandan, MiFID analistlerin ve diğer ilgili kişilerin finansal tavsiyeyi alanların bu tavsiyeye dayanarak işlem yapabilmeleri için gerekli makul süre geçmeden, söz konusu tavsiyenin ilgili olduğu finansal araçlar veya fiyatı finansal tavsiyeye konu bir finansal araçtaki fiyat dalgalanmasından kolaylıkla etkilenen diğer finansal araç ve bu finansal araca ilişkin türev araçlar üzerinde kişisel işlem veya alım satım yapmalarını yasaklamaktadır. Bunun ötesinde, bu şahısların finansal tavsiyede belirtilen görüşün aksi yönde işlem gerçekleştirmeleri de yasak kapsamına alınmıştır. MiFID aracı kuruluşların, analistlerin ve diğer ilgili kişilerin finansal tavsiyeye konu olan şirket ya da hisse senedi üzerinde finansal çıkarı olan kişilerden herhangi bir menfaat kabul etmelerini ya da ihraççılara olumlu görüş belirten tavsiye vaadinde bulunmalarını yasaklanmıştır. Yine raporun yayımlanmasından önce ihraççı ya da finansal tavsiyenin hazırlanmasında rolü bulunmayan şahıslar

tarafından, yasal yükümlülüklerinin yerine getirildiğinin kontrolü amacı dışında, incelenmesine izin vermemektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Yatırımcıların risk alma eğilimi, psikolojisi, vb. kişisel faktörler bir yana bırakıldığında, yatırım kararı alınırken göz önünde bulundurulmuş en önemli iki faktör hisse senedinin fiyatı ve hisse senedinin değerini fiyata yansıtan bilgidir. Bilgi seti içerisinde yer alan bilgilerin olabildiğince çoğuna ulaşmak için harcanan çabanın yanı sıra, bu bilgileri değerlendirerek yatırım kararına dönüştürme uğraşı yatırımcılar için maliyetli bir süreci gerektirmektedir. Ayrıca, bilginin makul bir şekilde değerlendirilmesi için gerekli olan uzmanlığın özellikle bireysel yatırımcılarda yeterli ölçüde bulunmaması, alınan yatırım kararının hisse senedi piyasasının etkinliğine yapacağı katkı konusunda soru işareti bırakmaktadır. Bu nedenle, bilgiye nispeten kolay şekilde ulaşabilecek ve bilgiyi sahip olduğu uzmanlıkla daha nitelikli bir şekilde değerlendirerek yatırım kararına dönüştürecek kişiler tarafından yapılan yatırım tavsiyeleri, hem yatırımcılar tarafından maruz kalınan maliyeti bertaraf edecek hem de daha nitelikli değerlendirmeler sonucunda oluşan yatırım kararları piyasaya yön verecektir.

Yatırımcılar tarafından yatırım kararı verilirken yararlanılan bilgi seti içerisinde finansal tavsiyelerin önemi ve sermaye piyasasının etkinliğine yaptığı katkı düzenleyiciler ve akademisyenlerce de üzerinde fikir birliğine varılan bir konudur. Bununla birlikte, akademisyenler tarafından yapılan birçok çalışma, analistlerin çıkar çatışmaları nedeni ile aşırı iyimser tavsiyelerde bulduklarını ve özellikle yatırım hizmeti sunan kuruluşlarda çalışan analistlerin maruz kaldıkları çıkar çatışmaları nedeni ile gerçek görüşlerini tavsiyelerine yansıtmadıklarını ortaya koymaktadır. Analistler tarafından yapılan tavsiyelerin, çıkar çatışmaları nedeniyle analistlerin gerçek görüşlerinden farklı olarak kamuya paylaşılması ise yatırımcıları yanıltmakta ve sermaye piyasasının etkinliğine zarar vermektedir. Bütün ülkelerde bilginin bu şekilde manipüle edilmesi suç oluşturmakta ve analistlerin bu yöndeki davranışları cezai yaptırımları gerektirmektedir. Ancak, tavsiyelerin taşıdığı subjektif nitelik nedeniyle suçun ispatında zorluk yaşanması, analistlerin piyasayı yanlış yönlendirmesinin bozucu etkisinin olması ve analistlerin suç teşkil eden davranışları

nedeniyle piyasanın zarar görmesinin ardından önlemler alınması yerine proaktif önlemler alınmasının yatırımcının piyasaya duyduğu güveni arttırıcı bir rol üstlenmesi, düzenleyiciler tarafından çıkar çatışmalarına yönelik yapısal önlemler alınmasına neden olmuştur. Ayrıca, yapısal önlemlerin vazifesini tam olarak yerine getiremeyeceği durumlar da göz önüne alınarak çıkar çatışmalarının açıklanması gerekliliğine yönelik kurallar getirilmiştir.

Düzenleyiciler tarafından yürürlüğe konulan kuralların etkin olup olmadığını belirleyebilmek için akademisyenler tarafından yapılan çalışmalar düzenlemelerin ABD’de çıkar çatışmaları üzerinde olumlu etkisi olduğunu göstermektedir. Örneğin, Barber ve diğerleri (2006) ile Kadan ve diğerlerine (2008) göre, ABD’de çıkar çatışmaları ile ilgili kurallar iyimser tavsiyelerde bulunma eğilimindeki kişileri disiplin altına alma konusunda etkili olmuş, bu kişilerin iyimser tavsiyelerinin sayısı düzenlemelerden sonra önemli ölçüde azalmıştır. Ancak, Dubois ve Dumontier (2008) Avrupa Birliği’nde ilgili kuralların yürürlüğe girmesinden sonra olumlu tavsiyelerde %4,5 oranında bir azalış olduğunu, olumsuz tavsiyelerde ise yalnızca %2’lik bir artış olduğunu ve bu verilerin ABD’deki verilerin hayli altında kaldığını bulmuşlardır. Çıkar çatışmalarına ilişkin alınması gereken önlemlere ilişkin olarak SPK tarafından hazırlanan “Finansal Tavsiyeye İlişkin Esaslar Tebliğ Taslağı” ile neredeyse özdeş bir yapı arz eden Avrupa Birliği uygulamaları ile çıkar çatışmalarına ilişkin olarak detaylı kurallar içeren ABD uygulamaları yakın bir özellik göstermektedir. Bununla birlikte, ABD uygulamalarında daha spesifik kurallar getirildiği, Avrupa Birliği uygulamalarında ise çıkar çatışmalarının daha genel kurallar koymak yoluyla önlenmeye çalışıldığı görülmektedir. Düzenlemelerin etkinliği konusundaki farklılığın kaynağını yalnızca ABD’de daha spesifik kuralların yürürlüğe girmesiyle açıklamak zor olsa da, ülkemize sermaye piyasası yapısı itibarıyla daha çok benzemesine karşın Avrupa Birliği’nde yürürlüğe giren kurallara ek olarak ABD’deki gibi daha spesifik kuralların getirilmesinin yararlı olabileceği düşünülmektedir.

Örneğin, Tebliğ Taslağı’nda çıkar çatışmalarına ilişkin olarak yapılması gereken açıklamalar, Avrupa Birliği uygulamasıyla uyumlu bir şekilde çok karmaşık bir yapı arz etmemektedir. Söz konusu durumun, özellikle bireysel yatırımcıların tavsiyelerde yer alacak bilgilerden daha etkin yararlanmaları için basitlik getirdiği

söylenbilir. Ancak, Tebliğ Taslağı'na göre çıkar çatışmasının uygun şekilde yönetilmesinin zarar görebileceği durumlarda analistlerle diğer çalışanların farklı yatırım hizmetleri veya yardımcı hizmetler ya da faaliyetlere eşzamanlı veya daha sonra katılımını önleyecek veya kontrol edecek önlemlerin aracı kuruluş ve portföy yönetim şirketleri tarafından alınması gerekmektedir. Bu çerçevede, Tebliğ Taslağı analist ile yatırım departmanı çalışanın yatırım faaliyeti ile ilgili çalışmasına yasak getirmemekte, çıkar çatışmasının uygun şekilde yönetiminin zarar görebileceği durumların tayinini ise finansal kuruluşlara bırakmaktadır. ABD uygulamasında ise analistin yatırım bankacılığı çalışanları ile birlikte yatırım faaliyetlerine katılmayacaklarına ilişkin kural getirilmekte, ayrıca analistlerin yatırım hizmetleri ile ilgili katılmayacağı faaliyetlere ilişkin spesifik örnekler de verilmektedir. Tebliğ Taslağı'nda, ABD uygulamasına uyumlu bir şekilde analist ile kişisel sorumlulukları veya ticari çıkarları finansal tavsiyenin dağıtılacağı kişilerin çıkarlarıyla çatışabilecek diğer kişilerin, yatırım hizmetleri veya yardımcı hizmetler ya da faaliyetlere eşzamanlı veya daha sonra katılımına tamamen yasak getirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Bunun ötesinde, Tebliğ Taslağı'nda yer alan kurallar analistlerin yatırım bankacılığı faaliyetlerine katılmalarını engellemediği gibi analistlerin ücretlerinin genel olarak yatırım bankacılığı faaliyetlerine bağlanmasını mümkün kılmakta, böylece analistlere raporlarında gerçek görüşlerini yansıtmayan tavsiyelerde bulunmak suretiyle piyasayı manipüle etmeleri için açık kapı bırakmaktadır. Analistlerin çıkar çatışmaları üzerindeki endişenin daha çok yatırım bankacılığı faaliyeti üzerine toplandığı göz önüne alındığında, analistlerin yatırım bankacılığı faaliyetlerinden yalıtılmasının bu çıkar çatışmasını çıkış noktasından engelleyeceği düşünülmektedir.

Tebliğ Taslağı'nda ayrıca, analistler ve finansal tavsiyenin hazırlanmasına katılan diğer kişilerin, finansal tavsiyeyi alanların bu tavsiyeye dayanarak işlem yapabilmeleri için gerekli makul süre geçmeden işlem yapmaları yasaklanırken, analistin işvereni olan aracı kuruluşun kendi hesaplarından işlem gerçekleştirmesinin önüne geçilmemektedir. Ancak aracı kuruluşun analiste olumlu yönde görüş belirtmesi konusunda baskı yaparak portföyünde bulunan hisse senetleri üzerinden kar sağlayabileceği açıktır. Bu nedenle, analistler için geçerli olan işlem kısıtlarının

aracı kuruluşlar için de uygulanması bu çıkar çatışmasının önlenmesini sağlayacaktır. Vekil sıfatıyla yönetilen portföylere kar sağlanması amacıyla işlem gerçekleştirilmesi mümkün olabileceğinden, aynı yasağın portföy yönetim şirketleri için de getirilmesi bu tür bir çıkar çatışmasının önüne geçecektir.

Yine analistler ve finansal tavsiyenin hazırlanmasına katılan diğer kişilerin, mevcut finansal tavsiyelerin aksine, finansal tavsiyenin ilgili olduğu finansal araçlar veya diğer ilişkili finansal araçlarda kişisel işlem yapmaları yasak kapsamına alınmışken, tavsiyeyi yayımlayan aracı kuruluş veya portföy yönetim şirketinin işlemleri için böyle bir yasağa hükmedilmemiştir. Aracı kuruluşların kendi hesaplarından, portföy yönetim şirketlerinin ise vekil sıfatıyla yönettikleri hesaplardan gerçekleştirebilecekleri işlemlerin hacim büyüklüğü göz önüne alındığında, aynı yasağın söz konusu kuruluşları da kapsamına almasının yararlı olacağı düşünülmektedir.

Derecelendirme sisteminin standart bir yapı arz etmesinin özellikle bireysel yatırımcıların raporda yer alan bilgiler, çıkar çatışması açıklamaları ve diğer açıklayıcı materyaller sonucunda maruz kaldıkları yoğun bilgi karmaşıklığını basitleştireceği, böylelikle tavsiyenin bilgilendirici yönüne katkıda bulunacağı akademisyenlerce vurgulanmaktadır. Bunu destekler şekilde, Kadan ve diğerleri (2008) ABD'deki düzenlemelerden sonra büyük aracı kuruluşların beş-sıralı derecelendirme sisteminden üç-sıralı derecelendirme sistemine geçtiklerini, yaptıkları çalışmanın bu sistemin önemli fiyat değişimlerini meydana çıkarmada yetersiz kaldığını ve araştırmanın bilgilendirici yönünü önemli ölçüde azalttığını ortaya koyduğunu belirtmektedirler. Bu nedenle özellikle bireysel yatırımcıların yapılan tavsiyelerden daha verimli bir şekilde yararlanmalarını sağlamak için, tavsiyelerin tamamen ya da sektörler bazında standart bir yapıya kavuşturulmasının sermaye piyasasının etkinliğine katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

AGGRAWAL, Anup ve M.A. CHEN

2005 *Analyst Conflicts and Research Quality*, <http://ssrn.com/abstract=559412>

BARBER, Brad ve Başk.

2006 Buys, Holds, and Sells: The Distribution of Investment Banks Stock Ratings and the Implications for the Profitability of Analysts Recommendations Journal of Accounting & Economics 41, 87-117

BARNEY, James J.

2004 Missing The Mark: NASD Rule 2711 And NYSE Rule 472 Mistakenly Emphasize Disclosure Rather Than Amending The Pleading Requirements Of PSLRA 48 N.Y.L. Sch. L. Rev. 537

CHOI, Stephen J. ve J.E. FISCH

2003 How To Fix Wall Street: A Voucher Financing Proposal for Securities Intermediaries 113 Yale L. J. 269, 286-90

COLOMBO, Ronald J.

2007 Buy, Sell or Hold? Analyst Fraud From Economic and Natural Law Perspectives 73 Brook. L. Rev. 91

COWEN, Amanda ve Başk.

2003, Which types of analyst firms make more optimistic forecasts? Working Paper, Harvard Business School

CONTOUDIS, Karen

2002, Analyst Conflicts of Interests: Are the NASD and NYSE Rules Enough? Fordham Journal Of Corporate & Financial Law, 123

DAS, Somnath ve Başk.

1998, Earnings predictability and bias in analysts' earnings forecasts The Accounting Review 73, 277-294

DEVOS, Erik

2007 Are Analysts' Recommendations for Investment Banks Biased? Evidence of Another Conflict of Interest http://www.fma2.org/Texas/Papers/IBanalyst_paper.pdf

DUBOIS, Michel ve P. DUMONTIER

2008 Regulating The Financial Analysis Industry: Is The European Directive Effective? <http://ssrn.com/abstract=1282221>

FERNANDEZ, Frank

2001 The Roles And Responsibilities of Securities Analysts SIA Research Reports Vol II, No.7, 3

FISCH, Jill E.

2006 The Analyst as Fiduciary: A Misguided Quest for Analyst Independence? <http://ssrn.com/abstract=934850>

FISCH, Jill E. ve Hillary A. SALE

2003 The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analysts 88 Iowa L. Rev. 1035, 1079

FRANCIS, Jennifer ve D. PHILBRICK

1993 Analysts' decisions as products of multi-task environment Journal of Accounting Research 31, 216-230

IOSCO

2003 A Report Of The Technical Committee Of The International Organization Of Securities Commissions

IRVINE, Paul

2004 Analysts' Forecasts and Brokerage-firm Trading Accounting Review 79, 125-150

JACKSON, Andrew

2005, Trade Generation, Reputation, and Sell-side Analysts Journal of Finance 60, 673-717

KADAN, Ohad ve Başk.

2008 Conflicts of Interest and Stock Recommendations: The Effects of the Global Settlement and Related Regulations <http://ssrn.com/abstract=568884>

LIM, Terrence

2001 Rationality and analysts' forecast bias Journal of Finance 56, 369-385

LIN, Hsiou-Wei ve M. McNICHOLS

1998 Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts, and investment recommendations Journal of Accounting and Economics 25, 101-127

LJUNGQVIST, Alexander ve Başk.

2005, Conflicts of Interest in Sell-side Research and The Moderating Role of Institutional Investors <http://ssrn.com/abstract=649684>

MICHAELY, Roni ve K. WOMACK

1999, Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations Review of Financial Studies, 12 (4), 653-686

OLAZABAL, Morales A.

2004, Analyst And Broker-Dealer Liability Under 10(B) For Biased Stock Recommendations 1 N.Y.U J.L. & Bus. 1

ORCUTT, John L.

2003, Investor skepticism vs. Investor confidence: Why the new research analyst reforms will harm investors, 81 Denv. U. L. Rev. 1

SCIANNI, Gina N.

2004 From Behind The Corporate Veil: The Outing Of Wall Street's Investment Banking Scandals – Why Recent Regulations May Not Mean The Dawn Of A New Day Fordham Journal of Corporate & Financial Law 257

SPINDLER, James C.

2006, Conflict or Credibility: Research Analyst Conflicts of Interest and the Market for Underwriting Business Journal of Legal Studies vol. 35, 303

SULLIVAN, Kelly S.

2001, Serving two masters: Securities analyst liability and regulation in the face of pervasive conflicts of interest, 70 UMKC L. Rev. 415

TAHA, Ahmed E.

2004 Controlling Conflicts of Interest: What Can the Securities and Exchange Commission Learn From Movie Critics? Wake Forest University Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 04-12

