



***SERMAYE PİYASASI KURULU
DENETLEME DAİRESİ***

**HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN GRUP
ŞİRKETLERİNİN BORÇLARI İÇİN TEMİNAT
VERMELERİ**

YETERLİK ETÜDÜ

**Mustafa ÇAĞATAY
Uzman Yardımcısı**

İSTANBUL, 2003

Yönetici Özeti

Son yıllarda pek çok yatırımcının; halka açık şirketlerin, grup şirketlerinin borçları için verilen teminatlar yüzünden mali açıdan sıkıntı içerisine girmeleri nedeniyle mağdur oldukları görülmüştür. Bu çalışmada amaç, halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçları için teminat vermelerinin, yatırımcıları mağdur etmeyecek, en az maliyetli bir şekilde nasıl düzenlenebileceğinin ortaya konulmasıdır. Çalışmanın kapsamı da bu konuda yapılacak bir düzenlemede dikkat edilmesi gereken noktalara işaret edecek şekilde belirlenmiştir.

Bu çalışma ile, öncelikle teminat verilmesi işleminin borçlanmayı daha verimli bir hale getirdiği ortaya konmuştur. Borcun ödenmeme ihtimali nedeniyle ortaya çıkan maliyetin salt borcun ödenmeme riskinin maliyeti olmadığı, araştırma izleme ve takip maliyetlerinin de olduğu noktasından hareket edilmiştir. Araştırma, izleme ve takip faaliyetlerinin, ilişkilerin yoğunluğuna ve borçlu hakkındaki bilgi düzeyine göre maliyet ve etkinlik açısından değişebileceği gösterilerek, borca üçüncü bir kişinin teminat vermesi durumunda bu faaliyetlerin teminat veren tarafa aktarılacağı ve alacaklının araştırma, izleme ve takip faaliyetlerini teminat veren üzerinden gerçekleştirmesi imkanının doğacağı ifade edilmiştir. Araştırma, izleme ve takip faaliyetlerinin etkinliğinin ve maliyetlerinin değişmesi nedeniyle, borca teminat verilmesinin borçlanma işlemini daha verimli hale getireceği, bu nedenle, teminat verilmesi ile bir artı değer yaratılabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Bu artı değer birbirleri ile yoğun ilişkiler içerisinde olan, birbirleri hakkında yüksek bilgisi olan kişilerin birbirlerinin borçları için teminat vermesi durumunda daha da fazla olabileceği noktasından; grup şirketlerinin birbirlerinin borçları için teminat vermesi durumunda yaratılacak katma değer daha fazla olacağına ulaşılmıştır.

Teminat verme işleminin borçlanacak kimse için borçlanma maliyetlerini azaltıcı, artı değer yaratan bir hizmet olarak ortaya konulmasının ardından; teminat verenin bu işlem ile ilgili yeterli bir menfaati olması gerektiği ifade edilmiş ve bu menfaatin illaki bir ödeme şeklinde karşımıza çıkmayabileceğine değinilmiştir. Halka açık bir şirketin yeterli bir menfaati olmaksızın grup şirketinin borcu için teminat vermesi durumunda yatırımcıların mağdur oldukları, bu durumun yönetim

hakkının suiistimali olduğu ortaya konulmuştur. Ancak, yeterli menfaatin ne olduğunun belirlenmesinin ve bu menfaatin farklı şekillerde ortaya çıkabileceğinden, elde edilip edilmediğinin tespitinin zor olduğu sonucuna yer verilmiştir.

Bu zorluk nedeniyle, konunun SPKn 15 kapsamında ele alınmasının güç olduğu ve teminat verme işleminin farklı yorumlanması durumunda SPKn 15 kapsamından çıkarılabileceğine dikkat çekilmiştir.

Teminat verilmesinin, borçlanma işlemini daha verimli hale getirmesi sonucundan hareket ederek, halka açık şirketlerin grup şirketleri için teminat vermelerinin tamamen yasaklanmasının maliyetli bir çözüm olacağı değerlendirilmesinde bulunulmuştur. Bu maliyetin halka açıklık oranı ile ters orantılı bir şekilde birim hisse senedinin halka arz maliyetini etkileyeceği de Güney Kore de teminat verilmesinin yasaklanması örneği tartışılırken ortaya konulmuştur.

Piyasa mekanizmalarının, halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçları için yeterli menfaat olmaksızın teminat vermelerinin önüne geçip geçemeyeceğine ilişkin değerlendirmelerde; yatırımcıların şirketin verdiği teminatlarla ilgili detaylı bilgilendirilmesinin grupların yatırımcıların kanaatlerine önem verdiği durumlarda etkili olabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan grubun finansal açıdan zor duruma düştüğü ve ileride piyasadan fon toplama ihtimalinin azaldığı durumlarda yatırımcıların kanaatine önem vermeyeceği ve bu durumlarda şirketlerin verdikleri teminatların yüksek maliyetli olduğu belirtilerek, bu tür durumlar için piyasaya kamusal bir müdahale gerektiği öne sürülmüştür.

Şirketin sermayesi veya aktif büyüklüğünün belli bir oranını aşan tutarlarda grup şirketlerinin borçlarına teminat verilmesi durumunda, çağrı zorunluluğunun doğması şeklinde bir düzenlemenin, sorunu giderebileceği önerilmiştir. Bu tür bir düzenlemeyle, hakim ortaklar nakit çıkışı ihtimalinden dolayı piyasanın kanaatine önem vermek zorunda kalacaklarından; yeterli menfaatin olmadığı durumlarda şirketin teminat vermesinin önüne geçilebileceği ve yeterli menfaatin olmadığı durumlarda hisse senedinin değer kaybetmesinden dolayı yatırımcının mağdur olması önlenilebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

GİRİŞ	1
1. ÜÇÜNCÜ ŞAHISLAR TARAFINDAN VERİLEN TEMİNATLARIN ORTAK YÖNLERİ	3
2. TEMİNAT VERİLMESİNİN BORÇLANMA MALİYETLERİNE ETKİSİ	4
2.1 Teminatsız Bir Borçta Ödenmeme İhtimalinin Varlığı İle İlgili Maliyetler	5
2.2 Borca Üçüncü Bir Kişinin Teminat Vermesi Durumunda Borcun Ödenmemesi İhtimalinin Varlığı İle İlgili Maliyetler	10
3. TEMİNAT VEREN TARAFIN MENFAATİ	15
3.1 Bağımsız Şirketlerde Teminat Veren Tarafın Menfaati	15
3.2 Grup Şirketlerinde Teminat Veren Tarafın Menfaati	17
4. GRUP ŞİRKETLERİNİN BORÇLARI İÇİN TEMİNAT VERİLMESİ PROBLEMİ KARŞISINDA YATIRIMCININ KORUNMASI	21
4.1. Teminatlar ve Sermaye Piyasası Kanunu 15. Madde	21
4.2. Teminatlar ve Kurumlar Vergisi Kanunu 17. Madde	23
4.3. Teminatlar ve Kamunun Aydınlatılması	24
5. GRUP ŞİRKETLERİNİN BORÇLARI İÇİN TEMİNAT VERİLMESİ PROBLEMİNE ALTERNATİF ÇÖZÜM YÖNTEMLERİ	26
5.1. Grup Şirketlerinin Borçları İçin Teminat Verilmesinin Tamamen Yasaklanması	26
5.2. Grup Şirketlerinin Borçları İçin Teminat Verilmesi Problemine Ceza Yasalarının Etkin Uygulanması	28
5.3. Grup Şirketlerinin Borçları İçin Teminat Verilmesi Sorununun Detaylı Bilgilendirme ve Çağrı Zorunluluğu ile Çözümü	29
SONUÇ	35
KAYNAKÇA	38

Giriş

Halka açık şirketlerin bağlı buldukları grup şirketleri ile olan ilişkileri yatırımcıların çıkarlarının korunması açısından her zaman için sermaye piyasalarında önemli bir konu olmuştur. Türk sermaye piyasalarında yatırımcıların korunması açısından, halka açık şirketlerin grup şirketleri ile olan ilişkilerinde geçtiğimiz yıllarda karşılaşılan sorunların en başında halka açık şirketlerin bağlı buldukları grupların diğer şirketlerinin borçları için verdikleri teminatlar yüzünden ekonomik açıdan ciddi sorunlar ve belirsizlikler içerisine girmeleridir. Halka açık bir şirket, başka bir şirketin borçları için vermeyeceği teminatları grup şirketlerinin borçları için verebilmekte ve sonrasında borçlu şirketin ödeme sıkıntısı içerisine girmesi durumunda teminat veren şirketin zarar görmesinden dolayı o şirketin yatırımcıları mağdur olmaktadır.

Özellikle gelişmekte olan, yatırımcıların korunmasında sıkıntılar yaşanan ülkelerde ekonomik krizlerde halka açık şirketlerin yatırımcılarının grup şirketleri lehine verilen teminatlar nedeniyle mağdur oldukları görülmektedir. 1998 Asya Krizi'nde uzak doğu ülkelerinde halka açık şirketlerin yatırımcılarının mağdur olduğu konuların başında, grup şirketleri lehine verilen teminatlar olmuş ve bu sorunun en şiddetli şekilde yaşandığı ülkelerden biri olan Güney Kore'de grup şirketlerinin karşılıklı teminatlar vermeleri yasaklanmıştır.

Türkiye'de yatırımcıların haklarını hakim ortaklara karşı koruyan yasal düzenlemelerin, halka açık şirketlerin grup şirketleri lehine teminat vermeleri durumunda yatırımcıların mağduriyetini önleyemediği ve bu konuda yasal boşluk olduğu düşüncesiyle, yeni düzenlemeler yapılması gerekliliği gündeme gelmiştir. Sermaye Piyasası Kurulunun 04.03.1998 tarihinde yürürlükten kaldırdığı 06.03.1997 tarihli, halka açık şirketlerin üçüncü kişiler lehine teminat vermesin yasaklayan kurul ilke kararı yapılacak düzenlemelere örnek olarak gösterilmektedir.

Öte yandan, bazı şartlarda, yönetim açısından birbirinden bağımsız şirketlerin ve hatta gerçek kişilerin birbirlerinin borçları için gerek şahsi gerekse maddi

teminatlar verdikleri görülmektedir. Bu durum, üçüncü bir kişinin teminat vermesinin sağlanmasının, borçlanma işlemlerinde bazı durumlarda direkt borç verilmesinden daha verimli bir yol olduğunu düşündürmektedir. Dolayısıyla, bazı durumlarda teminat verilmesinin önlenmesi grup şirketlerinin borçlanma işlemlerini daha az verimli hale getirebilecektir. Bu noktada tamamen yasaklama şeklindeki bir düzenlemenin piyasa açısından oldukça maliyetli sonuçları olabileceği düşünülmelidir.

Çalışmamızda ele aldığımız sorun, halka açık şirketlerin yeterli menfaati olmaksızın grup şirketleri lehine teminat vermeleri ve bu durumda yatırımcıların mağdur olmalarıdır. Çalışmanın amacı, halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçları için teminat vermelerinin yatırımcıları mağdur etmeyecek, en az maliyetli ve karmaşık olmayacak bir şekilde nasıl düzenlenebileceğinin ortaya konulmasıdır.

Çalışmanın kapsamı da bu konudaki bir düzenlemede dikkat edilmesi gereken noktalara dikkat çekecek şekilde belirlenmiştir. Bölüm 1’de ipotek, kefalet, rehin, garanti ve benzeri şekillerde karşımıza çıkabilecek olan teminat tiplerinin hukuki açıdan ortak yönleri kısaca belirtilmiştir. Bölüm 2’de bir borca üçüncü bir kişinin teminat vermesinin, borcun ödenmeme riskinin direkt bir aktarılması değil borçlanma işlemini daha verimli hale getiren bir hizmet olarak değerlendirilebileceği ortaya konulmuştur. Bölüm 3’de verilen bu hizmet karşılığında bir menfaat elde edilmesi gerektiği ve bu menfaatin direkt bir ödeme şeklinde olacağı gibi başka şekillerde de ortaya çıkabileceği ortaya konulmuş ancak elde edilmesi gereken menfaatin ne olduğu ve elde edilip edilmediğinin tespitinin güç olduğu değerlendirilmesinde bulunulmuştur. Bölüm 4’te yeterli menfaat olmaması durumunda halka açık şirketin teminat vermesinin yönetim hakkının kötü niyetli kullanılması olduğu ortaya konularak, SPKn 15. maddenin veya piyasa mekanizmalarının hakim ortakların yönetim hakkını kötü niyetli bir şekilde kullanmasını engelleyip engelleyemeyecekleri tartışılmış ve eksik yönleri ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. Bölüm 5’te, Bölüm 2’de teminat verme işleminde ortaya çıkan verimlilik ve Bölüm 3’te ortaya koyduğumuz teminat verme işlemi için varolması gereken menfaatin ne olduğunun tespitinin zorluğu göz önünde

bulundurularak alternatif çözüm önerileri tartışılmıştır. Alternatif çözüm önerilerinin artı ve eksi yönleri alınarak farklı bir çözüm önerisi olan halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçlarına teminat vermelerinin çağrı zorunluluğuna bağlanması şartının getirilmesinin uygun olacağı sonucuna ulaşılmıştır.

1. Üçüncü Şahıslar Tarafından Verilen Teminatların Ortak Yönleri

Teminat, borçlu veya üçüncü bir kişi tarafından, borcun ödenmesinin temini veya ödenmemesi halinde alacaklının uğrayacağı zararın karşılanabilmesi için alacaklıya verilen aynı veya şahsi garantidir. Aynı garantiler veya teminatlar, genellikle, menkul veya gayrimenkul bir malın, bir hakkın, alacaklıya rehin veya ipotek edilmesi şeklinde, şahsi garanti veya teminatlar ise genellikle borca üçüncü kişinin kefil olması şeklinde karşımıza çıkmaktadır. (Maç, Kefelioğlu, 2003: 2). Hukuki anlamda üçüncü şahıs tarafından teminat verilmesi, aynı teminatın üçüncü bir kişiye ait olmasını veya borcun şahsi teminatının üçüncü şahıs olmasını ifade etmektedir.

Ayrıca, Türk hukuk sisteminde sözleşme serbestisi olduğundan, yukarıda belirtilen türlerden farklı teminat amacı güden sözleşmelere ve işlemlere rastlanılması mümkündür. Teminat amacını güden sözleşmeler veya işlemlerde teminat veren taraf ile borçlunun farklı şahıslar olması halinde, her teminat için ortak olan ve konumuzla ilgili iki durum ortaya çıkmaktadır.

Birincisi; alacaklı taraf, alacağını asıl borçludan temin edememesi durumunda, teminat sözleşmesi veya işlemi ile borcun ödenmemesinden kaynaklanan zararını kısmen veya tamamen, teminat veren tarafın malvarlığında meydana gelecek bir azalma ile ortadan kaldıracaktır. İkincisi asıl borçlunun borcunu ifa etmemesi durumunda teminat veren tarafın malvarlığında bir azalma meydana gelmekte buna karşın asıl borçludan bir alacağı doğmaktadır.

Temel olarak teminat, borç vereni, borçlunun borcunu ödeyemeyecek hale gelmesi veya ödemekten kaçınması risklerinden bu riskleri teminat veren tarafa

aktararak koruma sağlar. Teminat sözleşmelerinin hukuki sonuçlarının iktisadi açıdan anlamı bundan sonraki bölümün konusunu oluşturmaktadır.

2. Teminat Verilmesinin Borçlanma Maliyetlerine Etkisi

Bir borç verme işleminde borç veren tarafın isteyeceği faiz oranı, geri ödemenin en az borç verilmesinin maliyetini karşılayacak kadar olmasını sağlamalıdır. Borç verme maliyetinin hesaplanmasındaki amaç, borçlanacak tarafa uygun bir faiz oranı teklif etmekle ilişkilidir. Dolayısıyla borç verme maliyeti hesaplanırken borç verecek tarafın isteyeceği faiz oranını ve aynı zamanda borçlu için borçlanma maliyetinin de ne olabileceğini hesaplamış olmaktadır. Borç verme maliyetindeki her düşüş, borç alan açısından borçlanma maliyetlerinde bir düşmeye neden olacaktır. Borç verme maliyetini ortaya çıkaran en önemli unsurlardan birisi borcun geri ödenmeme ihtimalinin varlığıdır. Borca üçüncü bir kişinin teminat vermesi durumunda, teminat veren açısından da borcun ödenmemesi ihtimali bir maliyete neden olmaktadır. Borcun ödenmeme ihtimali, gerek bu ihtimalin varlığının bugün için bir risk oluşturması, gerekse hem borç verilmeden önce bu ihtimalin ne olduğuna ilişkin bir tahmin yapmak amacıyla araştırma yapılması, hem de borç verilmesinden sonra borçlunun ödenme ihtimalini arttıracak işlemlerden uzak durmasının sağlanması amacıyla izleme yapılmasının maliyetini kapsayacaktır. Piyasa koşulları nedeniyle burada saydığımız maliyetler, teminatsız bir borçta alacaklı için farklı, teminat verilmesi durumunda teminat veren taraf için farklı olmaktadır. Teminat veren taraf için oluşan maliyet, teminatsız bir sözleşmede alacaklı taraf için oluşan maliyetten düşük ise teminat verilmesi iktisaden anlamlı olmaktadır. Ancak bu durumda borçlu ve teminat veren taraf birlikte düşünüldüğünde bir artı değer yaratılmış olmakta ve bu artı değer teminat veren taraf ile paylaşılarak teminat verecek şahsın razı edilmesi sağlanabilmektedir.

Çalışmamızda pek çok defa borçlanan, borç veren ve teminat veren kelimeleri kullanılacaktır. Kelime kargaşasından arınmak için borçlanan tarafı B, borç veren tarafı A ve teminat veren tarafı T ile göstermek uygun olacaktır. Katz, “Economics of Guaranty Contract” adlı çalışmasında, bir borç verme işleminde teminat verilmesinin

iktisadi açıdan anlamını ortaya koyabilmek için; A'nın B'ye, T'nin teminatı olmaksızın borç vermesi, A'nın B'ye verdiği borca T'nin teminat vermesi ve T'nin teminat vermek yerine A'dan borçlanıp bu borçlandığı tutarı B'ye vermesi şeklindeki alternatif işlemleri karşılaştırmıştır. Katz, A'nın B'ye direkt borç vermesi işlemi yerine T'nin B'ye teminat vermesi ve A'nın B'ye borç vermesi işleminin T'nin B'yi gözetim konusunda A'ya mukayeseli bir üstünlüğü olması durumunda daha az maliyetli ve verimli olabileceğini ortaya koymuştur (Katz 1999: 17-44). Bu çalışmada da borcun ödenmeme ihtimalinin maliyetleri ile ilgili Katz'ın çalışmasındakine benzer bir metot ve Katz'ın kullandığı değişkenler esas alınıp amaca uygun değişiklikler yapılmıştır. Öncelikle, teminatsız bir borç verme işleminde A'nın borcun ödenmeme ihtimalinin varlığı nedeniyle katlandığı maliyet, daha sonra borca teminat verilmesi durumunda A'nın maliyeti ve T'nin maliyeti ortaya konulmuş ve A'nın maliyetinde, teminat verilmesi ile ortaya çıkan azalmanın, T'nin maliyetinden fazla olabileceği durumlar oluşabileceği ileri sürülmüştür.

2.1 Teminatsız Bir Borçta Ödenmeme İhtimalinin Varlığı İle İlgili Maliyetler

Borcun ödenmeme ihtimalinin varlığı A için bir maliyet oluşturmaktadır. Borcun ödenmemesi B'nin borcunu ödeyemeyecek durumda olması veya borcunu ödemekten kaçınması durumlarında ortaya çıkmaktadır. A için, B'nin borcunu ödeyemeyecek durumda kalması veya borcunu ödemekten kaçınması ihtimallerinin varlığı nedeniyle birbiriyle ilişkili pek çok maliyet unsuru bulunmaktadır. Bu unsurların neler olduğu ve borçlanma maliyetini nasıl etkilediği aşağıda tek tek ele alınmıştır.

Bir borç verme işleminde A'nın öncelikle B'ye vereceği borcun ödenmeme ihtimalinin ne olduğuna ilişkin bir araştırma yapması gerekmektedir. Bu araştırma B'nin ödeme gücü ve borcunu ödemekten kaçınıp kaçınmayacağı hakkında olacaktır. Borç bir kredi olarak düşünülürse, bu araştırma; B'nin mali tabloları, bu tabloların güvenilirliği, borcun ne amaçla kullanılacağı gibi pek çok konunun ele alınmasını gerektiren maliyetli bir araştırma olacaktır. Bu araştırmanın maliyeti A'nın B'ile daha önce bu tür bir borç ilişkisi içerisinde olup olmadığına veya ileride bir borç

ilişkinde girip girmeyeceğine göre değişecektir. Eğer tek bir seferlik borç söz konusu ise bu araştırma tek sefer kullanılacağından daha yüksek maliyetli bir araştırma işlemi olacağı düşünülebilir (Katz 1999: 26). Öte yandan B'nin çalıştığı sektör hakkında daha önceden bilgi sahibi olunup olunmaması, B gibi bir müşteri ile daha önce çalışıp çalışmadığı gibi pek çok diğer değişken de yapılacak araştırmanın maliyetini değiştirecektir. Yapılacak araştırmanın maliyeti pek çok değişkene bağlı olsa da genel olarak, A'nın B ile bugüne kadar ve bundan sonraki ilişkilerinin yoğunluğuna ve A'nın B'yi tanıma düzeyine göre değişecektir. Yine bir banka kredisi örneğini verecek olursak, bir banka uzun süredir yoğun bir şekilde çalıştığı banka müşterisinin yeni bir kredi talebini incelerken yapacağı araştırmada, eskiden yapmış olduğu araştırmaları kullanabileceğinden, müşteri hakkında yeni baştan yüksek maliyetli bir araştırma yapmayacaktır. Borcun ödenmemesi ihtimali ile ilgili yapılan bu araştırmanın maliyetini (R araştırmayı, a A'nın yapacağını gösterecek şekilde) Ra sembolü ile ifade edebiliriz.

Borcun verilmesinin ardından, ödenmeme ihtimalinin varlığı nedeniyle A'nın yapması gereken bir diğer işlem, borçlunun durumunun sürekli izlenmesi ve B'nin borcun ödenmeme ihtimalini artıracak işlemlerden uzak durmasının sağlanmasıdır. B'nin borç verilmesinden sonraki işlemlerinin ne olduğuna ilişkin bilgi edinme süreci ve bu işlemlere yapılacak müdahaleler, kısaca, bir "izleme" faaliyetidir. A'nın, borcun verilmesinden sonra B'nin faaliyetleri ile ilgili yapacağı izleme de borcun verilmesinden önce yapılan araştırmalara benzer şekilde maliyetli bir süreçtir (Katz 1999: 26). Bu maliyeti İa (İ izlemeyi gösterecek şekilde) ile tanımlayabiliriz. İa'nın, araştırma ile ilgili maliyet olan Ra'daki gibi A'nın B ile başka ticari veya sosyal ilişkilerinin varlığı söz konusuysa, tek bir seferlik borç ilişkisine kıyasla daha düşük olacağı ortadadır. A'nın B ile olan ilişkilerinin yoğunluğu bir yandan İa'yı azaltırken bir yandan da A'nın B'nin borcunu ödenmemesi ihtimaline ilişkin izleme faaliyetinin etkinliğini arttıracaktır. Bilindiği üzere birbirleri ile bir daha işlem yapma olasılığı az olan taraflar bir çok defa daha birlikte işlem yapma olasılığı olan taraflara kıyasla daha az uzlaşmacı tavır sergilerler (Cramton, Dees, 1993). B ile A'nın arasında yoğun ilişkilerin varlığı durumunda, B'nin bu ilişkileri bozmamak amacıyla

borcun ödenmemesi ihtimalini arttıracak faaliyetlerde bulunulmaması taleplerini daha çok göz önünde bulunduracağı düşünülebilir.

A açısından borç verme işlemindeki en önemli maliyet, borcun ödenmemesi durumunda karşılaşılabileceği zarar dolayısıyla bugün mevcut olan riskin maliyetidir. Bu risk, borçlunun finansal yapısı ve borcunu ödemekten kaçınma eğiliminin yanı sıra pek çok değişkene bağlıdır. Diğer değişkenler R_a ve I_a da olduğu gibi A ile B arasındaki ilişkilere ve A'nın B hakkındaki bilgi düzeyine göre değişecektir. Alacaklının izleme faaliyetlerinin etkinliğine ve borçlunun alacaklı olan ilişkileri de borcun ödenmeme riskine etki edecektir.

Borcun ödenmemesi iki ayrı durumda söz konusu olmaktadır. Borçlu ödeme kabiliyetini yitirmesi yüzünden borcunu ödeyemez hale gelir veya borcunu ödemekten kaçınır. Borcun ödenmemesi ihtimali nedeniyle oluşan risk; borcun ödenip ödenmeme ihtimalinin ne olduğuna ve B'nin borcunu ödemekten kaçınması ihtimalinin gerçekleşmesi durumunda borçlunun takibi için uygulanacak yöntemlerin maliyetine ve takibin başarı şansına göre değişir.

B'nin tercihine bağlı olması noktasında ödemekten kaçınmak ödeyemeyecek duruma düşmekle farklıdır. B, ödemekten kaçınma tercihini yaparken A ile aralarındaki diğer ilişkilerin de bozulabileceğini düşünerek, bu ilişkilere atfettiği değer ile borcunu ödemekten kaçınması durumunda elde edeceği menfaati kıyaslayacaktır. A ile arasındaki ilişkilerinden elde etmeyi beklediği getirinin yüksekliği, borcunu ödemekten kaçınması ihtimalini azaltacaktır. Bu durumu açıklayan ve günlük hayatta sıkça rastlanan bir örnek, ülkemizde en çok altın günleri şeklinde görülen, bir grup insanın sırasıyla içlerinden birisine yazılı bir kontrat olmaksızın muntazam bir şekilde ödeme yapmalarıdır. Finans literatüründe ROSCA adıyla bilinen organizasyonların başarısının arkasında, katılımcıların birbirleriyle yoğun sosyal ilişkiler içerisinde olan insanlardan seçilmesi ve bu insanların sosyal ilişkilerini bozma pahasına ödeme yapmaktan kaçınmamalarıdır (Bose, 2000: 22). Ticari borçlarda da ilişkilerin yoğunluğu, borçluyu ödeme yapmaya zorlayan en önemli etkendir. A ile aralarındaki diğer ilişkiler B'yi ödemediği için kaçınmaktan

alı koyabilir. Dolayısıyla borcun ödenmeme ihtimali A'nın B ile arasındaki ilişkilerin yoğunluğundan etkilenmektedir.

Borcun ödenmemesi ihtimalini azaltmak için A'nın borcun verilmesinin ardından B'nin yaptığı işlemleri izleyeceği, ve B'nin borcun ödenme ihtimalini azaltacak işlemlerde bulunmasını engellemeye çalışacağı ve izleme faaliyetinin alacaklı ile borçlunun ilişkilerinin yoğunluğunun arttıkça daha etkin olacağı yukarıda belirtilmişti. Örneğin; A ilişkilerini kullanarak, B'nin iflas riskini arttıracak yeni yatırım projelerine girişilmesini engelleyebilecektir. Borcun ödenmeme ihtimali bu nedenle A ile B arasındaki ilişkilerin yoğunluğu arttıkça artan izleme faaliyetlerinin etkinliği ile ters orantılı olacaktır.

Borcun ödenmeme ihtimali ile ilgili riski belirleyen bir diğer konu; B'nin borcunu ödemekten kaçınması durumunda A'nın borcu ödettirmek için katlanacağı maliyet ve bu amaçla yaptığı işlemlerdeki başarısının ne olacağıdır. Borcunu ödemekten kaçınması durumunda borçluya borcunu ödettirmeye çalışmak kapsamında yapılan işlemleri "takip" olarak adlandırabiliriz. Takibin maliyeti düşük ve başarı şansı yüksek ise borcun ödenmemesi ihtimalinden kaynaklanan risk de düşük olacaktır. B'nin borcunu ödemekten kaçınması durumunda A'nın hukuki bir süreç başlatmak, ilişkilerini kesmek tehdidinde bulunmak gibi çeşitli seçenekleri olabilecektir ve aralarındaki ilişkilerin yoğunluğu, A için bu takip seçeneklerinin sayısını arttıracaktır. A'nın B hakkında çok fazla miktarda bilgisi olması durumunda bu takip yollarından hangilerini nasıl uygularsa sonuca ulaşabileceği konusundaki bilgisinin de artacağı düşünülmelidir. Örneğin A, B'nin malvarlığı hakkında detaylı bilgi sahibi olup, icra sürecinde bu bilgileri kullanabilmesi kendisine bir avantaj sağlayacaktır. A'nın B'ye karşı kullanabileceği her takip metodunun ayrı bir maliyeti ve başarı şansı olacağından A'nın B ile olan ilişkilerinin ve B hakkındaki bilgisinin fazla olması A'ya düşük maliyetli ve başarı şansı yüksek takip imkanları sağlar. Dolayısıyla A'nın B hakkındaki bilgi düzeyi ve ilişkilerinin yoğunluğu, borcun ödenmemesi ihtimali ile ilgili riski ters orantılı bir şekilde etkileyecektir.

Borcun ödenmemesi ihtimalinin varlığı nedeniyle oluşan riskin maliyetini K_a olarak tanımlarsak; K_a , borcun ödenmeme ihtimali ve B'nin borcunu ödemekten kaçınması halinde A'nın yapacağı takibin ve bu takibin sonucunda başarı elde etme şansına göre değişecektir. Borcun ödenmeme ihtimali B'nin finansal yapısı ve borç ödemekten kaçınma eğilimine, A'nın B'yi borcun ödenmeme ihtimalini arttıracak işlemlerden alıkoyma etkinliğine ve A'nın B ile olan ilişkilerine bağlı olacaktır. B'nin borcunu ödemekten kaçınması halinde yapılacak takip de B hakkındaki bilgi düzeyine ve B ile olan ilişkilerin fazlalığına bağlıdır. Dolayısıyla diğer şartlar eşit olmak koşuluyla A'nın B ile olan ilişkilerinin veya B hakkındaki bilgi düzeyinin artmasının K_a 'yı düşüreceği sonucuna ulaştırmaktadır.

Borcun ödenmeme ihtimalinin varlığı nedeniyle bir borç verme işleminde A'nın maliyetlerini üç farklı şekilde ele almış bulunuyoruz. Bunlar (1) borcun ödenmeme ihtimalinin ne olduğuna ilişkin yapılacak araştırmanın maliyeti R_a , (2) borcun verilmesinin ardından ödenmeme ihtimalini azaltmak amacıyla B'nin izlenmesinin maliyeti I_a ve (3) borcun ödenmemesi ihtimali nedeniyle oluşan risk K_a . Birbiriyle ilişkili ancak farklı bu üç maliyetin ne kadar yüksek olacağı B'nin finansal yapısına ve borcunu ödemekten kaçınma eğilimine, A'nın B ile olan ilişkilerine ve B hakkındaki bilgi düzeyine göre değişecektir ve A'nın B ile olan ilişkilerinin ve B hakkındaki bilgisinin yüksekliği ile bu maliyetler ters orantılı olacaktır.

2.2 Borca Üçüncü Bir Kişinin Teminat Vermesi Durumunda Borcun Ödenmemesi İhtimalinin Varlığı İle İlgili Maliyetler

Teminatsız bir sözleşmede borcun ödenmeme ihtimalinin varlığı nedeniyle A'nın maliyetlerini yukarıdaki şekilde ortaya konulabilir. A verdiği borcun toplam maliyetini hesaplarken diğer maliyet unsurlarının yanı sıra Ra, İa ve Ka maliyetlerini göz önünde bulundurarak kendisi için B'ye borç verme maliyetine ulaşacaktır. üçüncü bir kişinin borca teminat vermesi durumunda A'nın borç verme maliyetleri pek tabii ki değişecektir. Ancak bu değişim sadece A'nın borcunu tahsil edememesi durumunda T'ye başvurma imkanının var olması nedeniyle, ödenmeme riskinin T'ye aktarılmasından kaynaklanmayacaktır.

Teminatsız bir borç işleminde olduğu gibi teminatlı bir borç işleminde de A için borç verilmesinden önce bir araştırma yapılması gerekliliği ortaya çıkacaktır. A borcun ödenmeme ihtimalini nedeniyle hem B hem de T ile ilgili araştırmalar yapacaktır. Artık, B ile ilgili araştırmasını daha düşük seviyede tutabilir zira T'nin teminat vermesi nedeniyle; (1)artık borcun ödeneceği hakkında T'nin de bir araştırma yaptığı ve bu araştırmasında borcun ödeneceğine sonucuna ulaştığını düşünecektir (Katz 1999: 28), (2) verdiği borçtan zarar görme riskinin ne olduğunu görebilmek için araştırmasını T üzerinde yoğunlaştırabilir. A, T'nin risk değerlendirmesinin doğru olduğunu düşündüğü ölçüde kendi araştırma maliyetini aşağı çekebilir. Ayrıca A'nın T ile olan ilişkileri ile T hakkındaki bilgi düzeyi B'nin kinden farklı olabilecektir. Eğer A'nın T ile olan ilişkileri ve T hakkındaki bilgi düzeyi, B ile olan ilişkilerine ve bilgi düzeyine kıyasla daha yüksek ise A için T hakkında araştırma yapmak daha az maliyetli olacaktır. Dolayısıyla, her ne kadar A'nın araştırması kapsamında iki şahıs olsa da teminat alınması durumunda teminat veren tarafın B hakkında bir araştırma yapacak olması ve A'nın T'yi araştırma maliyetlerinin daha düşük olabilmesi nedeniyle; A'nın B'ye T'nin teminatı olmaksızın borç vermesi durumunda karşılaştığı araştırma maliyeti olan Ra'dan daha düşük bir maliyete ulaşması mümkündür. Bu maliyete Rz diyebiliriz.

Bir borç verme işleminde, borcun verilmesinin ardından borçlunun izlenmesi gerektiği belirtilmişti. Borç verilmesinden önce yapılan araştırmada olduğu gibi teminat sözleşmesinin varolması durumunda borçlunun izlenmesi işlemlerini A'nın yanı sıra T'de gerçekleştirecektir. Dolayısıyla T'nin varlığı nedeniyle A için izleme daha düşük seviyede kalabilecek ve B'nin izlenmesi ile ilgili maliyeti düşecektir. Öte yandan A için T'nin izlenmesi gereği doğacaktır. A, T'nin faaliyetlerini izleyecek ve teminat işlevini yerine getirmesini önleyici işlemlerden uzak durmasını sağlamaya çalışacaktır. Ancak araştırma maliyetlerinde de belirttiğimiz gibi, bu izleme maliyetleri, T ile olan ilişkilerinin yoğunluğu ve T hakkındaki bilgi düzeyinin yüksekliği ile ters orantılı bir şekilde azalacaktır. T hakkındaki bilgi düzeyi ve T ile olan ilişkileri B'den yüksek olması halinde; A için, T'nin teminat vermesi durumunda borç ile ilgili izleme faaliyetlerini Kz ile gösterirsek. Kz, Ka'dan T'nin de B ile ilgili izleme faaliyetlerinde bulunacak olması ve A'nın T'yi izleme maliyetinin teminatsız bir borçta B'yi izlemesinden kolay olabileceği için daha düşük olacaktır.

Borcun ödenmeme ihtimali nedeniyle oluşan risklere baktığımızda ise: Üçüncü bir kişinin borca teminat vermesi durumunda borcun ödenmeme ihtimalinin azalması nedeniyle borç vermenin riskinde de bir azalma oluşacaktır. Bunun bir nedeni borcun B tarafından ödenmemesi durumunda A'nın zararının oluşması için ek bir şart olan T'nin ödemede bulunmamasının da gerekliliğidir (Katz 1999: 28). Yukarıda, teminatsız borcun ödenmeme ihtimalinin borcun verilmesinin ardından yapılacak izleme faaliyetlerinin başarısına ve B'nin borcunu ödemekten kaçınması durumunda yapılacak takibe bağlı olacağı belirtilmişti. Borca üçüncü bir kişinin teminat vermesi durumunda gerek A'nın T ile ilgili daha etkin bir izleme yapabilecek olması, gerekse T'nin de B hakkında izleme yapacak olması nedeniyle izleme faaliyetlerinin etkinliği artacaktır. Takip ile ilgili olarak düşünüldüğünde de artık A için takip edilebilecek iki farklı şahsın olması ve takipte kullanabileceği yöntemlerin artmış olması, takip ile ilgili maliyetlerini ve takipteki başarı şansını arttıracaktır. Dolayısıyla, teminat verilmesi durumunda borcun ödenmeme riski nedeniyle oluşan maliyete Kz denilirse, teminatsız bir borçtaki Ka dan birkaç nedenden ötürü daha düşük olacaktır.

Özetlemek gerekirse; A için borcun ödenmeme ihtimali varlığı nedeniyle borç verme maliyetlerinde teminat verilmesi durumunda bir azalma meydana gelecektir. Bu azalama sadece borcun ödenmemesi durumunda başvurulacak bir başka şahsın olmasından kaynaklanmamakta, aynı zamanda T'nin varlığı nedeniyle borç ile ilgili yapılacak araştırma, izleme ve olası takip maliyetlerindeki düşüşten ve izleme ve takip etkinliğinin artması dolayısıyla riskin azalmasından kaynaklanmaktadır. A'nın borç verme maliyetlerindeki bu azalma B için borçlanma maliyetlerinde bir azalmaya neden olacaktır. Yukarıda, A için T'nin araştırılması ve izlenmesi ile ilgili söylediklerimiz T'nin maddi teminat vermesi durumunda verilen teminatın değeri ile ilgili bir araştırma ve izleme olacaktır.

Teminat verilmesi durumunda borcun ödenmeme ihtimalinin varlığı nedeniyle T için de bir maliyet oluşacağı ortadadır. T de B ile ilgili bir araştırma yapacak, borcun verilmesinin ardından izleme faaliyetlerinde bulunacak ve borcun ödenmemesi durumunda zarara uğrayacağı için bir risk oluşacaktır. Teminatsız bir borçta A'nın katlandığı maliyetler ile kıyaslandığında ise bu maliyetleri T'nin B ile olan ilişkileri ve T'nin B hakkındaki bilgi düzeyi A'dan fazla ise daha düşük olacaktır. T'nin bu maliyetlerini sırasıyla R_n , I_n ve K_n olarak düşünebiliriz.

A'nın T ile olan ilişkilerinin ve T hakkındaki bilgi düzeyinin B ile olan ilişkilerinden ve B hakkındaki bilgi düzeyinden fazla olması ve T'nin B hakkındaki bilgi düzeyinin ve B ile olan ilişkilerinin A'nın B ile olan ilişkilerinden ve B hakkındaki bilgi düzeyinden fazla olması durumunda; teminatlı bir borçta A ve T için, teminatsız bir borçta ise A için oluşan maliyetleri şu şekilde verebiliriz.

Teminat olması durumunda A'nın maliyetleri $R_t + I_t + K_t$ iken

$$T'nin maliyetleri $R_n + I_n + K_n$$$

Teminatsız bir borç olması durumunda A'nın maliyetleri $R_a + I_a + K_a$ olacaktır.

T, B ve A arasındaki ilişkilerin ve bilgi düzeylerinin farklılığı nedeniyle

Teminatlı bir borçta T'nin maliyetleri teminatsız bir borç verme işleminde A'nın maliyetlerinden daha düşük olacaktır ($R_n + \dot{I}_n + K_n < R_a + \dot{I}_a + K_a$).

T'nin teminat vermesi sonucunda A'nın maliyetlerinin yeterince azalması durumunda, A'nın borç verme maliyetlerindeki düşme ($R_a + \dot{I}_a + K_a - R_t - \dot{I}_t - K_t$) T'nin maliyetlerinden yüksek olabilecektir ($R_a + \dot{I}_a + K_a - R_t - \dot{I}_t - K_t > R_n + \dot{I}_n + K_n$) (Katz 1999: 27-30). Bu tür bir durumda toplam maliyet azalacağından borç verme işlemi daha verimli hale gelmektedir.

Ayrıca T'nin B'yi ve A'nın T'yi tanıma düzeyleri ve T ile B ve A ile T arasındaki ilişkiler arttıkça ve A'nın B'yi tanıma düzeyi ve aralarındaki ilişkiler azaldıkça teminat verilmesi durumunda borçlanma maliyetlerindeki azalma ile teminat verme maliyetleri arasındaki fark artmaktadır.

Borç verme işlemlerinde üçüncü bir kişinin teminat vermesi; borcun ödenmeme ihtimalinin varlığı nedeniyle ortaya çıkan maliyetler düşünüldüğünde, T, A ve B arasındaki ilişkiler ve bunların birbirleri hakkındaki bilgi düzeylerinin farklılaşması nedeniyle, teminat verilmesi doğrudan bir borç verme işlemine kıyasla daha verimli bir yöntem olabilmektedir. Borç verme işlemi ile ilgili araştırma, izleme ve takibin maliyetleri ve etkinliği şahıslar değiştikçe değişiklik gösterebilmektedir. Birbirlerini az tanıyan ve ilişkileri az olan B ve A arasına her ikisi ile yoğun ilişkileri olan ve B'yi tanıma düzeyi ve A tarafından tanınma yüksek olan bir T'nin girmesi, borç verme maliyetini azalmaktadır. Üçüncü bir kişinin teminat vermesi, araştırma izleme ve takip işlemlerinin daha iyi yapılmasına imkan sağlayan bir hizmet anlamına gelmektedir. Gerçek hayatta, birbirlerini tanıma düzeyi ve ilişkileri yüksek olan şahısların birbirlerinin borçlarına daha çok teminat verdiğinin görülmesi de teminat verme işlemine ilişkin değerlendirmelerimizi doğrular niteliktedir.

Türkiye'de ticari bir borç verilirken, özellikle bankaların, belli bir süredir çalışılan şirketlerin tercih edildikleri görülmektedir. Bunun yeni bir müşterinin araştırılmasının, izlenmesinin ve takibinin Türkiye'de maliyetleri yüksek ve etkinliği

düşük işlemler olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Kayıt dışı işlemlerinin yüksekliği, mali tabloların güvenilirliği problemleri, hukuki alt yapının yetersizliği gibi sorunlar bu maliyetleri yükseltmekte, maliyetlerin yüksekliğini aşmak için borç verenler daha çok tanıdıkları ve ilişkileri fazla olan müşterilerini tercih etmektedirler. Bu maliyetlerin yüksekliğinin aşılması için kullanılan bir diğer olarak teminatlar gündeme gelmektedir. Borca teminat verilmesinin Türkiye’de borç verme işleminin verimliliğini önemli ölçüde arttırdığı düşünülmektedir ve borca üçüncü bir kişinin teminat vermesi Türkiye’de çok sık rastlanılan bir olgudur.

Bir grup içerisinde yer alan şirketlerin birbirleri ile olan ilişkileri ve birbirlerini tanıma düzeyleri ele alındığında; bu şirketlerin bir grup tarafından yönetilmesi nedeniyle birbirlerini tanıma düzeylerinin ve birbirleriyle ilişki yoğunluklarının bağımsız şirketlerin aralarında olabilecek ilişki yoğunluğu ve birbirlerini tanıma düzeyinin çok üzerinde olduğu düşünülmelidir. Özellikle yüksek tutarlı bir teminat verilmesi söz konusu olduğunda, bu kararın, şirketlerin bireysel bir kararı değil bir grup kararı olmasının beklenmesi nedeniyle; grubun borç verecek tarafa kıyasla çok daha düşük bir araştırma maliyeti olacağı, izleme faaliyetlerinin ve takibin de çok düşük maliyetli ve etkin olacağı ortadadır. Bu nedenlerle, grup şirketlerinin birbirlerine teminat vermesi durumunda teminat veren taraf için oluşan maliyet ile borçlanma maliyetlerinde görülen azalma arasındaki fark, daha da artmaktadır. Gerek Türkiye’de, gerekse dünyada, grup şirketlerinin daha fazla borç kullanabilmelerinin bir nedeni olarak da bu şirketlerin karşılıklı teminatlar yoluyla daha rahat borç bulabilmeleri gösterilebilir. Hindistan üzerine yapılan istatistiki bir çalışmada, grup şirketlerinin daha rahat yabancı kaynaklara ulaştıkları tespit edilmiş, bu durumu açıklayabilecek sebepler arasında da grup şirketlerinin daha rahat teminat bulabilmeleri gösterilmiştir (Gangopahyay, Lensink, Remco 2000: 19). İtalya ve Güney Kore’deki şirketler üzerine yapılan çalışmalarda da grup içerisinde yer alan şirketlerin daha rahat borçlanabildikleri ve finansman sıkıntılarını daha kolay aşabildikleri belirtilmiştir (Lee, Lee, Lee 2000) (Carpenter, Rondi 2000).

3. Teminat Veren Tarafın Menfaati

3.1 Bağımsız Şirketlerde Teminat Veren Tarafın Menfaati

Çalışmamızın 2 nolu bölümünde, bazı durumlarda teminat verilmesinin toplam maliyeti azaltıcı, borçlanma işlemini daha verimli hale getirebileceği ele alınmış, borçlanma maliyetindeki düşmenin teminat veren tarafın katlandığı maliyetten fazla olabileceği ortaya konmuştur. Ancak birbirinden bağımsız şirketler ve şahıslar için, borçlanan şahsın maliyetinde ne miktarda olursa olsun bir azalma olacağı gerekçesiyle bir maliyete katlanılmasını beklememek gerekir. Teminat verilmesi hizmeti karşılığında, teminat verenin yeterli bir menfaati olması gerekir. Bu menfaat, verilen teminat nedeniyle yapılan bir ödeme şeklinde olabileceği gibi çok çeşitli şekillerde karşımıza çıkabilecektir.

Teminat veren tarafın menfaatinin ne miktarda olması gerektiğinden başlarsak, bu menfaatin teminat verme maliyetinden daha az olmaması gerektiği ortadadır. Aksi takdirde, teminat verilmesi neticesinde şirketin değerinde bir azalma meydana gelecektir. Bu hizmetin alt limiti katlanılan maliyet olurken üst limiti bu hizmet sonucunda elde edilecek menfaat olacaktır çünkü menfaat eğer borç alan tarafça sağlanacak ise bu durumda borçlunun en fazla borçlanma maliyetindeki azalma kadar bir menfaat sağlaması beklenmelidir. Ancak teminat veren tarafın elde edeceği karşılığın bu üst limit ile alt limit arasında nasıl bir değer alacağı ise taraflar için alternatif teminat verecek ve teminat isteyen tarafların tekliflerine ve aralarındaki pazarlığa bağlıdır.

Teminat veren tarafın elde edeceği menfaat, direkt bir ödeme şeklinde olabilecektir. Bankaların ve holdinglerin verdikleri teminatlarda borçlanan şirketin verilen teminat bedelinin belli bir yüzdesi kadar ödeme yapmaları çok sık karşılaşılan bir durumdur. Örneğin bankalar, verdikleri teminat mektuplarında tutarını belli bir yüzdesini teminat mektubu komisyonu olarak almaktadır.

Bir şirketi teminat vermeye ikna edecek bir diğer sebep de borçlanmanın kendisine bir menfaat sağlayacak olmasıdır. Bu tür bir durum, tipik olarak bir şirketin sattığı bir malın alınması için bankaların kredi sağlaması durumunda ortaya

çıkılmaktadır. Aralarındaki sözleşme gereği banka, şirketin bir ürünü için kredi kullandırmakta ve kullanılan bu krediye şirket teminat vermektedir. Ayrıca şirketlerin, dağıtım kanalı veya tedarikçi olarak kullandıkları stratejik ortaklık içerisindeki diğer şirketlerin borçları için teminat vermeleri de bu kapsamda düşünülebilir. Bu şekilde, şirketin, teminat vermekten dolayı bir maliyete katlanırken diğer yandan da bu maliyetin üzerinde bir menfaat elde etmesi mümkün olabilmektedir.

Bir şirketin başka bir şirketin borçlarına teminat vermesinde karşılaşılan bir diğer durum da teminat veren tarafın, borçlanacak şirketin ileride kendisi için aynısını yapacağını düşünmesi veya bu yönde bir yazılı veya sözlü anlaşmaları olmasıdır. Bu durumda şirket, ileride ortaya çıkabilecek yabancı kaynak ihtiyacında, borçlanma maliyetlerinde bir düşmeden elde edeceği menfaatten dolayı bugün bir maliyete katlanmaktadır. Böylelikle, birbirlerine karşılıklı teminat veren şirketler daha yüksek performans gösterebilmektedirler. Şirketlerin finansal olarak birbirlerine bu şekilde destek olmalarında dikkat edilmesi gereken bir nokta, mali başarısızlık ihtimali yüksek olan şirketin borcu için teminat verilmesi durumunda, bir yandan teminat vermenin maliyetinin çok yükselirken, aynı zamanda, elde edilen menfaatin, mali başarısızlık riski yüksek olan şirketin ileride teminat verme olasılığının azalması nedeniyle daha düşük olduğudur.

Özetle; teminat verme bir hizmet olarak düşünülürse bu hizmetin karşılığında; bu hizmetin maliyeti ile bu hizmet sonucu elde edilen fayda arasında bir menfaat elde edilmelidir. Bu menfaat direkt bir ödeme olabileceği gibi farklı şekillerde de karşımıza çıkabilmektedir.

Bağımsız şirketler açısından teminat verme bir fayda maliyet analizine dayansa da yönetim açısından birbirleriyle ilişki içerisinde olan gruplarda yer alan şirketlerin birbirleri lehine verdikleri teminatlar için aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Grup şirketlerinde, grubun toplam menfaati açısından bir grup şirketinin diğerine teminat vermesinde, teminat veren tarafın bu hizmet için yeterli bir menfaati olup olmadığı önem arz etmemektedir. Verilen teminat dolayısıyla katlanılan

maliyetin borçlanma maliyetlerindeki azalmadan fazla olması durumunda grubun toplam menfaati artmaktadır. Dolayısıyla grup şirketleri söz konusu olduğu zaman, bir şirketin diğer şirketin borçları için teminat vermesinde teminat veren tarafın yeterli bir menfaatinin olmaması durumu karşımıza çıkabilecektir.

Yeterli bir menfaatin olmaması teminat veren grup şirketi ile ilgili tek çıkar sahibinin grubun hakim ortakları olması durumunda problem oluşturmazken, teminat veren şirket ile ilgili pek çok tarafın çıkarı olması durumunda bir çıkar çatışması yaşanabilir. Bir şirket ile ilgili grubun çıkarları dışında o şirkete kredi verenlerin, o şirketin çalışanlarının olduğu gibi, halka açık bir şirket olması durumunda yatırımcıların çıkarları da söz konusu olmaktadır. Halka açık şirket, bir grup şirketinin borçları için teminat verip bu teminat ile ilgili yeterli menfaat sağlanmadığı durumlarda, grup açısından toplam menfaat artmakta iken o şirketin yatırımcıları açısından olumsuz bir durum yaşanmaktadır. Dolayısıyla, halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçları için teminat vermesi özellik arz eden bir durum olmaktadır.

3.2 Grup Şirketlerinde Teminat Veren Tarafın Menfaati

Dünyanın başka yerlerinde olduğu gibi Türkiye’de de doğrudan veya dolaylı olarak yönetim hakimiyetinin belli bir kimse ya da aileye ait olduğu pek çok şirketin şirketler grubu halinde örgütlendikleri görülmektedir. Normalde bir şirketin her bir işlemindeki amacının kendi değerini maksimize ederek ortaklarının servetini maksimize etmek olması beklenirken, bir grup içerisinde yer alan şirketlerin bazı işlemlerindeki amacı gruptaki başka bir şirketin değerini arttırarak grubun hakim ortağının servetini maksimize etmek olabilmektedir. Halka açık bir şirketin kendi değerini azaltacak, grup şirketinin değerini arttıracak şekilde işlemler yapması yönetim hakkının kötü niyetli kullanıldığı işlemler olmaktadır.

Halka açık şirketin yeterli bedel ve ücret almadan mal ve hizmet sağlamasında olduğu gibi, grup şirketi lehine teminat verme hizmetinde de yeterli bir menfaat olmaksızın bu tür bir hizmet sunulması yoluyla hakim ortağın servetini maksimize etmek mümkündür. Teminat karşılığında yeterli bir menfaatin olup

olmaması, halka açık bir şirketin grup şirketinin borcu için teminat vermesi işleminde yönetim hakkının kötü niyetli kullanılıp kullanılmadığının ayırıcısıdır. Yeterli bir menfaat olmaksızın teminat verilmesi elde edilmeyen menfaat tutarının halka açık şirketten grup şirketlerine aktarılmasına neden olabilmektedir.

Özellikle, çok riskli şirketlerin borçları için verilen teminatların yönetim hakkının kötü niyetli kullanılmasına neden olduğu ve yatırımcıların bu nedenle mağdur olabildikleri üzerine pek çok görüş vardır (Karacan, 2001: 3). La Porta vd. Halka açık şirketlerin varlıklarının hakim ortaklarca şirketlerden hileli yollarla alınması ile ilgili yazdığı “Tunelling” (tünelleme) isimli çalışmasında kredi garantilerini de tünelleme yöntemleri arasında saymıştır (Johnson, La Porta, Silanes, Shleifer 2000: 2). Güney Kore’de Chaebol adındaki grupların Asya Krizi öncesinde birbirleri ile yüksek tutarla ve çok sayıda kredi garantisi ilişkisi içerisinde olduğu ve kriz sırasında birinde yaşanan finansal sorunların diğerlerini de etkilediği bilinmektedir. Bu durumun Chaebolların küçük ortaklarının mağdur olmalarına neden olduğuna işaret edilmektedir (Nam, 2001: 25).

Grup içi işlemler her zaman yatırımcıların korunması açısından önem arz eden bir konu olmuştur. Teminat verme işleminde olduğu gibi, diğer grup içi işlemlerde de değerinden düşük veya yüksek ücret fiyat bedel vb uygulanmasıyla halka açık şirketin yatırımcılarının mağdur olması çok sık karşılaşılan durumlar olmasına rağmen, teminat verme işlemini diğer işlemlerden ayıran en önemli nokta, elde etmesi gereken menfaatin ne olması gerektiğinin ve elde edilip edilmediğinin diğer işlemlere göre anlaşılmasının daha zor olmasıdır.

Teminat verilmesi nedeniyle elde edilmesi gereken menfaat, grup içerisinde yapılan mal ve hizmet satışlarında görülen menfaatten önemli farklılıklar arz etmektedir. Bir mal veya hizmet satışında şirketin elde etmesi gereken menfaatin ne olduğunu hesaplamak genel olarak nispeten kolay olmakla beraber bir teminatın verilmesi nedeniyle şirketin elde etmesi gereken menfaatin ne miktarda olduğunu tespit etmek oldukça zordur. Bu menfaatin ne olması gerektiği maliyete ve ortaya çıkan faydaya göre belirlenecektir. Teminat verilmesi nedeniyle teminat veren tarafın

maliyetlerini Bölüm 2’de üç grup olarak ele almıştık. Teminat veren taraf için araştırma, izleme faaliyetleri ve borcun ödenmeme riski dolayısıyla maliyetler oluşmaktadır. Yine yukarıdaki analizimizde birbiriyle yakın ilişkiler içerisinde olan taraflar için araştırma ve izleme maliyetlerinin düşük olacağı belirtilmiştir. Bir grup şirketinin diğerine teminat vermesi durumunda, bu maliyetlerin de çok düşük olacağı düşünülerek maliyet olarak kabul edilmemesi gerektiği varsayılabilir. Borcun ödenmeme riski nedeniyle oluşan maliyeti düşündüğümüz takdirde; bu maliyet izleme faaliyetlerinin etkinliğine ve takip metotlarının maliyetine ve başarı şansına göre değişecektir. Grup, teminat veren şirketin zarar görmesini istemediği takdirde çok etkin bir izleme uygulayacağı ve takip gibi bir sorun olmayacağından borcun ödenmeme riski nedeniyle ortaya çıkacak maliyetin az olacağı düşünülebilir. Öte yandan izleme ve takip işlemlerinin etkinliğinin artması teminat veren tarafın maliyetini azaltırken borçlunun menfaatleri ile çatışır. Dolayısıyla, grubun izleme ve takip mekanizmalarının etkinliği, grubun hangi şirketin menfaatlerine daha çok değer vereceğine göre değişecektir. Bunun sonucunda bir grup şirketinin diğerine teminat vermesi durumunda ortaya çıkan maliyet, grubun teminat veren veya borçlu şirketten hangisinin menfaatini daha ön planda tutacağından da etkilenecektir. Hatta, grubun borcu kasten ödemeyip takip mekanizmalarını da kullanmayarak teminat veren şirketi zor durumda bırakması bile düşünülebilir (Karacan, 2001: 3). Gerek normal şartlarda borcun ödenmeme riskinin belirlenmesinin güçlüğü, gerekse grup içerisinde verilen teminatlarda riskin grubun tavrına göre değişebileceği nedenleriyle, teminat veren tarafın katlandığı maliyeti ortaya koymak pek mümkün değildir. Ancak grubun teminat veren taraf ile borçlu şirket arasında tarafsız kalacağı varsayımıyla teminat vermenin maliyeti borçlu şirketin teminatsız diğer borçlarına uygulanan risk priminden hareket ederek tespit edilmeye çalışılabilir.

Teminat verilmesi nedeniyle borçlanan şirketin elde ettiği menfaatten hareket ederek de teminat veren tarafa sağlanması gereken menfaat tutarını hesaplamaya çalışmak mümkündür. Bu noktada borçlanan tarafın elde ettiği menfaat aynı borcu teminatsız alması durumunda katlanacağı faiz oranı ile teminat alınması neticesinde ortaya çıkan faiz oranı arasındaki fark olacaktır.

Örtülü kazanç aktarımı incelemelerinde kullanılan emsal bedel ölçüsünün teminat verme işlemlerinde uygulanmasının da güç olduğu söylenebilir. Teminat vermenin maliyeti, teminat veren ile borçlunun kimler olduğuna göre değişecektir. Emsal bedel kıstası çok fazla katılımcısı ve çok fazla işlemin gerçekleştiği piyasalarda alım satım konu mal ve hizmetler için uygun olmaktadır. Dar ve rekabet koşullarının geçerli olmadığı piyasalarda ise uygun bir kıstas değildir (Choi, Talley 2002: 29). Teminat verme hizmeti de çok yaygın piyasası olan bir hizmet olmamasından dolayı, emsal bedel kıstasının uygulanması pek çok durumda mümkün olmamaktadır.

Teminat verilmesinin karşılığında yeterli bir menfaat olup olmasının tespiti ile ilgili bir diğer sorun da teminat hizmeti neticesinde elde edilen menfaatin çeşitli şekillerde karşımıza çıkabilmesidir. Bir mal veya hizmet söz konusu olduğunda elde edilen menfaat, genelde peşin veya vadeli bir ödeme olurken teminat verilmesi nedeniyle elde edilen menfaat her zaman bir ödeme olarak karşımıza çıkmayabilir.

Yukarıda belirttiğimiz borcun alınması ile ilgili şirketin menfaatinin olması veya şirketlerin birbirlerini teminat vererek desteklemeleri şeklinde ortaya çıkan ilişkiler grup şirketleri arasında daha fazla görülmektedir. Bu türden elde edilen menfaatler de elde edilmesi gereken menfaat tutarında olduğu gibi hesaplanması oldukça güç menfaatler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Özetle; bağımsız şirketler için bir fayda maliyet analizine ve pazarlığa bağlı olabilen teminat verme işlemi grup içi şirketler söz konusu olduğunda grubun toplam menfaati ön plana çıkabilmektedir. Halka açık bir şirketin yeterli bir menfaati olmaksızın kendi grubundaki bir şirkete teminat vermesinde yönetim hakkının suiistimali ve yatırımcıların mağdur olması söz konusu olmakta, teminat verme işleminde elde edilmesi gereken menfaatin ne olduğu ve sağlanıp sağlanmadığının tespitinin alım satım kira vb işlemlere kıyasla tespitinin güçlüğü nedeniyle teminat verme hizmeti özellik bir arz eden bir durum olmaktadır.

4. Grup Şirketlerinin Borçları İçin Teminat Verilmesi Problemi Karşısında Yatırımcının Korunması

Bir önceki bölümde halka açık şirketin yeterli bir menfaati olmaksızın teminat vermesinin yatırımcıların mağdur edileceği bir işlem olduğu belirtilmişti. Bu bölümde halka açık şirketlerin azınlıktaki ortaklarını yönetimdeki hakim ortağa karşı koruduğu düşünülen yasal düzenlemelerin ve piyasa mekanizmalarının halka açık şirketlerin yeterli karşılık almaksızın teminat vermeleri durumunda azınlıktaki ortakları yeterince koruyup korumadığı ele alınacaktır.

4.1. Teminatlar ve Sermaye Piyasası Kanunu 15. Madde

Sermaye Piyasası Kanununun 15. maddesi halka açık şirketlerin kendi çıkarlarına aykırı olacak şekilde, ilişkili bulunduğu şirketler lehine işlemler yapmasını engellemek suretiyle yatırımcıların haklarının korunması amacıyla getirilmiş bir yasal düzenlemedir.

SPKn 15. maddesinde “Halka açık anonim ortaklıklar; yönetim, denetim veya sermaye bakımından dolaylı veya dolaysız olarak ilişkili bulunduğu diğer bir teşebbüs veya şahısla emsallerine göre bariz şekilde farklı fiyat, ücret ve bedel uygulamak gibi örtülü işlemlerde bulunarak karını veya malvarlığını azaltamaz” denilmiştir. Dolayısıyla suçun oluşması için şirketin karının ve/veya malvarlığının azalması gerekmektedir. Teminat verilmesi durumunda yeterli bir menfaatinin olması, bu menfaatin de şirketin gelirlerini artırması gerektiği, yeterince bir menfaat olmaması durumunda ise işlemin şirketin mevcut veya gelecekteki karını azalttığı iddia edilerek, teminat verme işlemi, SPKn. 15. madde kapsamına alınabilir. Ancak üçüncü bölümde belirttiğimiz gibi bu menfaat tutarının ne olduğu ve ne tutarda elde edilip edilmediğinin tespit edilmesi oldukça güçtür. Ayrıca maddede “emsal bedel” e vurgu yapılması da 15. maddenin uygulamasında yukarıda belirttiğimiz gibi teminat verilmesinin emsal bedelinin bulunmasında yaşanacak zorluklar nedeniyle sorun yaratacaktır.

Buraya kadar ki analizimizde teminat verme işlemini maliyeti olan bir hizmet olarak değerlendirip, bu hizmetin karşılığında yeterli bir menfaatin olması gerektiği temeline dayandırarak 15. madde kapsamında ele alırken, teminat verilmesini bir hizmet olarak görmeyen bir yaklaşım, işlemin 15. madde kapsamında olmadığı savunabilir. Teminat, verildiği anda şirketin karında veya malvarlığında bir azaltma yaratmayan bir işlem olduğundan teminat ile ilgili hiç bir menfaat olmasa dahi teminat verilmesinin şirketin karında veya malvarlığında bir azalma olmadığı öne sürülebilir. Ayrıca, ticari hayatta şirketlerin sürekli birbirleri lehine teminat vermeleri buna karşın teminat veren tarafa herhangi bir bedel ödenmemesi de yapılan işlemin yönetim hakkının kötüye kullanılması olarak değerlendirilmemesi için gerekçe olarak kullanılabilir. Grup şirketleri söz konusu olduğunda SPKn 15’de geçen “bariz” lafzının da grup şirketlerinin birbirlerine ayrıcalık gösterebileceği anlamında olduğu, grup şirketlerinin işlemlerinde kendi menfaatlerinin yanı sıra grup stratejileri doğrultusunda birbirlerine teminat vererek destek olmalarının ticari hayatın gereği olduğu öne sürülebilir. Fransız ve Belçika mahkemelerinin grup içi işlemlere ilişkin kararlarında “genel grup uygulaması”, “grup menfaati” veya “grup stratejisi” kavramlarını dikkate alması teminat verme işlemlerinin grup stratejileri doğrultusunda yapılmasının gayri kanuni olmadığı yönünde bir değerlendirme yapılmasına örnek gösterilebilir (Laporta vd 2000: 5-10)¹ (Wymeersch 2002: 14 -19).

Sonuç olarak; SPKn 15, teminat verilmesinin bir hizmet olarak görülmesi ve bu hizmetin bir menfaat karşılığında yapılabileceği düşünüldüğünde, halka açık şirketlerin yeterli bir menfaati olmaksızın grup şirketlerinin borçları için teminat verilmesini kapsamaktadır. Öte yandan, teminat verilmesinin ticari hayatta karşılık beklenmeksizin yapılan bir finansal destek olduğu, grup stratejileri doğrultusunda grup şirketlerinin birbirlerine destek olmasının olağan olduğu yaklaşımında teminat verilmesi işlemini SPKn 15. madde kapsamında değerlendirmek mümkün olmayacaktır. Birinci görüşün kabul edilmesi durumunda da teminat verme için

¹ Laporta vd’nin makalesinde; grup şirketlerinin birbirleri lehine teminat vermesi ile ilgili Flambo ve Barro davasının uyuşmazlık konularından birini örnek gösterilmiştir. Davacılar Barro’nun hakim ortağı durumundaki Flambo Şirketinin kendi borçları için Barro şirketinin teminat vermesini Flambo aleyhine açtıkları davada konu etmişler. Buna karşın mahkeme, yan şirketin ana şirketi, yan şirket iflas tehlikesi ile karşı karşıya olmadığı durumlarda desteklemesinin eleştirilemeyeceği kararına varmıştır.

yeterli menfaatin ne olduğunun belirlenmesinin ve bu menfaatin elde edilip edilmediğinin tespitinin zorluğu da SPKn 15'in uygulanmasını güçleştirici etkenlerdir.

4.2. Teminatlar ve Kurumlar Vergisi Kanunu 17. Madde

Kurumlar Vergisi Kanununun 17. maddesi, ilişkili şirketlerin karlarını birbirlerine aktararak daha az vergi ödemelerini engelleme amacıyla yapılmış bir yasal düzenlemedir. Şirketlerin karlarını birbirlerine aktarmalarının caydırılması nedeniyle, halka açık şirketlerde yönetim hakkının kötü niyetli kullanılmasını da önleyen bir yasal düzenleme olarak SPKn 15. maddeye benzetilmektedir. Pek çok örtülü kazanç işlemi hem KVK 17 hem de SPKn 15'e göre suç oluşturmakta, yatırımcılar açısından KVK'un varlığı ve KVK kapsamında yapılan incelemeler ikinci bir koruma sağlamaktadır.

SPKn 15, örtülü kazanç aktarımına konu olacak işlemler ile ilgili kesin bir sınır çizmezken KVK 17'de ise örtülü kazançta konu olacak işlemler gruplar halinde belirtilmiştir ancak teminat verilmesi bu işlemler içerisinde yer almamaktadır. Dolayısıyla yeterince bir menfaat olmaksızın grup şirketlerinin borçları için teminat verilmesi KVK 17 kapsamında bir suç oluşturmamaktadır. Teminat verilmesinin en önemli maliyeti, borcun ödenmeme riski dolayısıyla beklenen zarardır. Borcun ödenmeyip teminat verene müracaat edilmesi durumunda bir zarar oluşmaktadır, ancak teminat verenin uğradığı bu zararın vergi mevzuatında kanunen kabul edilmeyen giderler kapsamında yer alması dolayısıyla böyle bir zarar oluşması durumunda devletin vergi alacağına bir kayıp doğmamaktadır (Gündüz, Perçin, 1999: 187). Teminat verilmesi sonucunda ortaya çıkan maliyetlerin en önemli kısmının vergi kaybına yol açacak nitelikte olmamasından ötürü, devletin vergi alacağını koruma amaçlı bir yasal düzenleme olan KVK'da hüküm bulunmamasının da doğal olduğu düşünülmektedir.

Pek çok grup içi işlemde dolaylı bir şekilde küçük ortağın hakkını koruyan KVK 17'nin yeterli menfaat olmaksızın teminat verilmesi dolayısıyla yatırımcıların mağdur olmasını engelleyemediği görülmektedir.

4.3. Teminatlar ve Kamunun Aydınlatılması

Kamunun aydınlatılması ile ilgili düzenlemeler yatırımcıların şirketin işlemleri ile ilgili bilgi sahibi olarak kararlarını bu bilgiler ışığında vermelerini sağlamaktadır. Gruplar için yatırımcıların kendileri hakkındaki izlenimler oldukça önemlidir. Daha sonra yatırımcılardan tekrar fon talep edecek olan grup, hisse senetlerinin değerlerinin yüksek olmasını isteyecek, halka açık şirketin yatırımcılarının haklarını ne kadar koruduğu hisse senetlerinin değerini etkileyecektir.

Teminatın yeterli bir menfaat olmaksızın verildiği yönünde yatırımcıların bir değerlendirmesi o şirketin hisse senedi fiyatını olumsuz bir şekilde etkileyecektir. Grup daha sonraki fon taleplerinin daha uygun fiyatlardan karşılanabilmesi için bu tür işlemlerden kaçınacağı, dolayısıyla piyasanın halka açık şirketlerin teminat vermesi ile ilgili sorunu çözeceği sonucuna ulaşılabilir. Ancak piyasanın bu sorunu çözmesi her zaman gerçekleşmesi mümkün olmayan iki varsayıma bağlıdır. Bu varsayımlardan birincisi, verilen teminat dolayısıyla şirketin ne kadar menfaatinin olması gerektiği ve bunun temin edilip edilmediğinin yatırımcılar tarafından algılanabilir olmasıdır. İkincisi grubun ileride tekrar fon talep etme ihtimalinin yeterince yüksek olmasıdır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun yapmış olduğu düzenlemeler ve standartlara göre; şirketler, verdikleri teminatlar ile ilgili bilgileri bilanço dipnotlarında ve özel durum açıklamalarında kamuya bildirirler. Bilanço dipnotlarının 31. maddesinde ortaklar iştirakler ve bağlı ortaklıklar lehine verdikleri teminatları şirket veya şahıs ayrımı yapmaksızın toplu olarak gösterilmektedirler. Ancak burada verilen bilgilerden teminatın maliyetinin ölçülmesi mümkün değildir. Zira, ödenmeme

riskinin ölçülmesi için gerekli minimum bilgi olan asıl borçlu şahsın kim olduğu bile anlaşılamamaktadır. Bunun yanı sıra teminat verilmesi ile ilgili elde edilen menfaat bilgisi de 31 nolu bilanço dip notunda yer almamaktadır.

Sermaye Piyasası mevzuatı uyarınca şirketler finansal yapılarını etkileyebilecek önemli olayları kamuya duyurmak zorundadırlar. Yüksek tutarlı bir teminat verilmesi finansal yapıyı etkileyeceğinden, şirket teminatla ilgili bilgileri en kısa zamanda kamuya duyurmalıdırlar. Grup şirketlerinin borçları için verilen teminatlar ile ilgili özel hal bildirimlerinde borçlu şirkete ve teminat tutarına yer verilmektedir. Ancak, 31 nolu bilanço dipnotunda olduğu gibi yapılan özel durum açıklamalarından şirketlerin verdikleri teminatın riskinin ne olduğunun ve nasıl bir menfaate ulaşmak amacıyla verildiğinin anlaşılması mümkün olmamaktadır.

Görüldüğü üzere teminat verilmesi ile ilgili verilen bilgiler kamunun yeterli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikte değildir. Öte yandan yatırımcıların yapacakları değerlendirmenin grup tarafından önem arz etmesi, ancak grubun daha sonra tekrar fon talep etme ihtimaline göre değişecektir. Daha sonra fon talep etme ihtimalinin azaldığını gören grup, yatırımcıların kendisi hakkındaki görüşüne daha az önem verecektir.

Verilen teminatın maliyetinin, teminat verilen grup şirketinin finansal yapısının bozulması ile arttığı düşünülürse, konumuz açısından en çok problem arz eden teminatlar bu tür riskli teminatlardır. Grup için finansal açıdan riskin çok yükseldiği durumlarda ileride tekrar fon toplama ihtimali de oldukça azalacağından, finansal açıdan zor durumdaki gruplar için yatırımcıların kanaatleri daha az önemli bir hale gelecektir. Dolayısıyla en çok problem teşkil eden yüksek riskli teminatlar söz konusu olduğunda, grubun yatırımcıların kanaatini dikkate alma eğilimleri en aza inmektedir. Bu durum da piyasa mekanizmalarının en çok maliyet oluşturan teminat verme işlemlerinde yetersiz kalmasına neden olmaktadır.

5. Grup Şirketlerinin Borçları İçin Teminat Verilmesi Problemine Alternatif Çözüm Yöntemleri

Görüldüğü üzere halka açık şirketlerin kendi grup şirketleri lehine teminat vermeleri yönetim hakkının kötüye kullanılmasına yol açabilecek bir uygulama olmasına karşın, mevcut yasal düzenlemeler ve piyasa mekanizmaları sorunu tam anlamıyla çözebilecek durumda değildir. Yazımızın bundan sonraki bölümünde sorun ile ilgili alternatif çözüm önerileri tartışılacaktır.

5.1. Grup Şirketlerinin Borçları İçin Teminat Verilmesinin Tamamen Yasaklanması

Halka açık şirketlerin teminat vermesi problemiyle ilgili çözüm önerilerini tartışırken ilk ele alacağımız, halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçları için teminat vermelerinin tamamen engellenmesi önerisidir (Karacan, 2001: 3). Sermaye Piyasası Kurulu da 1997 yılında halka açık şirketlerin teminat vermelerini yasaklamış daha sonra bu kararı iptal etmiştir. Tamamen yasaklama önerisi soruna kesin bir çözüm getirmekle birlikte şirketleri sınırlayıcı niteliğiyle maliyetli bir yöntemdir.

Bu öneri, teminat vermede elde edilmesi gereken menfaatin ne olması gerektiği ve elde edilip edilmediği gibi tartışmalı durumların ortaya çıkmasını engelleyecek ve halka açık bir şirketin yeterli menfaati olmaksızın teminat vermesinin tam olarak önüne geçilmesini sağlayacaktır. Ancak, yeterli menfaatin olduğu, halka açık şirketin teminat vermesinin yönetim hakkının kötü niyetli kullanılmadığı muhtemel durumlarda da sınırlayıcı yönüyle negatif bir etkisi olacaktır. Çalışmamızda da belirttiğimiz gibi, üçüncü bir kimsenin teminat vermesi borçlanma işleminin daha az maliyetli hale gelmesini sağlamaktadır. Grup menfaati açısından bakıldığında, halka açık şirketlerin teminat vermelerinin yasaklanması büyük bir sınırlama getirecektir. Sermaye piyasasındaki yatırımcılar açısından düşünüldüğünde ise bu tür kesin sınırlamalar çizginin nerede başlayıp nerede bittiğini tam olarak göstermesi nedeniyle olumlu olacaktır. Güney Kore’de de Asya

Krizinde Chaebollerin birbirleri lehine verdikleri teminatlar yüzünden, domino taşı gibi birbiri ardına mali açıdan zor duruma düştüklerinin görülmesi üzerine başlatılan, yeniden yapılanma çalışmalarında, halka açık şirketlerin grup şirketlerine teminat vermeleri yasaklanmıştır².

Ancak, Güney Kore piyasası yönetimi kontrolünde bulunduran hakim ortak veya ortakların şirketler içerisindeki payları açısından Türkiye piyasasından önemli bir farklılık göstermektedir. Güney Kore’de hakim ortakların şirketler içerisindeki payları ortalama %40’lar civarında iken (Nam, 2001: 18) bu oran Türkiye’de çok daha yüksektir. Hakim ortakların şirket içerisindeki paylarının farklılığı, teminat verilmesinin yasaklanmasında Türkiye ve Güney Kore’de birim hisse senedi üzerindeki maliyeti farklı etkileyecektir. Teminat verilmesinin tamamen yasaklanması, halka açılmayı, halka açılan şirket üzerinden teminat verilme imkanının kalmaması nedeniyle gruplar için daha maliyetli hale getirecektir. Bu maliyet, halka arz oranına göre değişmeyen sabit bir maliyettir ve halka arz oranının düşük olduğu Türkiye’de, halka arzların yüksek olduğu ülkelere kıyasla birim maliyetin daha yüksek olmasına neden olacaktır.

Halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçları için teminat vermelerinin yapılacak bir düzenlemeyle yasaklanması, bu konuda yatırımcıların mağdur olmasının önüne geçecek net bir yöntem olsa da, bu tür bir düzenlemenin borçlanmada verimli bir yöntem olan, üçüncü kişinin teminat vermesi uygulamasını ortadan kaldırması dolayısıyla, özellikle Türkiye piyasası için çok kısıtlayıcı ve maliyetleri arttırıcı olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.

² Korea Rebuilds From Crisis To Opportunity, East Asia Analytical Unit, Australian Department Of Foreign Affairs And Trade 1999 http://www.dfat.gov.au/publications/korea_rebuilds/korea.pdf

5.2. Grup Şirketlerinin Borçları İçin Teminat Verilmesi Problemine Ceza Yasalarının Etkin Uygulanması

Halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçları için teminat vermesi sorununun çözümü için SPKn'nun 15. maddesinin etkin kullanılması da konuya ilişkin bir çözüm oranı olarak düşünülebilir. Yapılan işlemin örtülü kazanç aktarımı olduğunu ortaya koyabilmek için illa ki ödenmeme riskinin gerçekleşip halka açık şirketin zarar görmesini beklememek gerekir. Teminat verilmesini borçlanma maliyetini azaltan bir hizmet olarak düşünüp yeterli bir menfaatin sağlanıp sağlanmadığının araştırılması çerçevesinde konu değerlendirilmelidir.

Öte yandan, konunun SPKn 15 kapsamında olup olmadığı, emsal tespitinin gerekip gerekmediği gibi tartışmaların önlenmesi açısından SPKn 15'in kapsamını genişletmek ve konuyu tartışmasız bir hale getirmek amacıyla bazı değişiklikler düşünülebilir. Fransa ceza hukukunda yer alan "... Şirketin varlıklarını, kredisini veya gücünü şirketin menfaatlerine aykırı ve kendi şahsı menfaatleri veya direkt veya dolaylı menfaatleri olan şirketlerin menfaatleri doğrultusunda kullanan şirket müdür ve yöneticileri..." hükmü bu noktada örnek olabilir. Fransa'da bu hükmün pek çok davada uygulandığı ve şirket yöneticilerinin suçlu bulunduğu belirtilmektedir. Ancak Fransız mahkemelerinin kararlarında şirketlerin faaliyetlerinde grup çıkarlarının hesaba katılabileceğini ifade ettikleri ve bir grup stratejisinin varlığının ortaya konması durumunda hükmü işletmedikleri de görülmektedir. (Wymeersch, 2002: 18-19) Halka açık bir şirketin yeterli menfaati olmaksızın grup şirketlerinin borçları için teminat vermesi de mahkemelerce bir grup strateji içerisinde görülebilen bir konudur.

Ceza yasalarında yapılacak düzenlemeler veya bu hükümlerin yorumlanması ne olursa olsun teminat verilmesi için elde edilmesi gereken menfaatin ne olduğu ve bunun elde edilip edilmediğinin tespitinin güçlüğüne ilişkin Bölüm 4'te yer alan değerlendirmeler, konunun ceza hükümleriyle korunamayacak bir karmaşıklıkta olduğunu düşündürmektedir.

5.3. Grup Şirketlerinin Borçları İçin Teminat Verilmesi Sorunun Detaylı Bilgilendirme ve Çağrı Zorunluluğu ile Çözümü

Halka açık şirketlerin yeterli menfaati olmaksızın grup şirketlerinin borçları için teminat vermelerinin engellenmesinin piyasa tarafından sağlanıp sağlanmayacağına ilişkin tartışmamızda; piyasanın böyle bir işlevi tam olarak yerine getirmesinin önünde iki engel olduğu belirtilmişti.

Birinci engel olarak teminat verilmesi konusunda yatırımcıların yeterli bir şekilde bilgilendirmemesi gösterilmişti. Bu engelin halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçları için verdikleri teminatlar ile ilgili detaylı bildirimde bulunmasının sağlanması ile kısmen aşılabileceği düşünülebilir. Güney Kore’de, halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçları için teminat vermesinin yasaklanmasından önce, şirketlerin bilanço dipnotlarında grup şirketlerinin tümünün hangi şirket için ne miktarda teminat verdiklerini gösteren bir tablo yer almaktadır³. Türkiye’de halka açık şirketlerin bilanço dipnotlarında, en azından teminatların hangi şirketlerin borçları için verildiğinin belirtilmesi, teminatların risklerinin daha iyi anlaşılmasını sağlayabilir⁴. Yapılan özel hal bildirimlerinde de şirketlerin verdikleri teminatların riskleri ve bu teminat sayesinde elde edecekleri menfaatleri detaylı bir şekilde açıklamalarının sağlanması konuyla ilgili olarak yatırımcıların daha fazla bilgilenmesini sağlayacaktır. Ayrıca verilen teminatlar ile ilgili olarak bağımsız denetim raporu hazırlattırılması da düşünülebilir, ancak bağımsız denetim raporlarının maliyetleri göz önünde bulundurularak belli büyüklüğün üzerindeki teminatlar için bağımsız denetim raporlarının hazırlattırılması uygun olacaktır.

Grup şirketleri lehine verilen teminatlar ile ilgili olarak bilanço dipnotlarında ve özel durum açıklamalarında daha detaylı bilgi verilmesinin ve yüksek tutardaki teminatlar için bağımsız denetim raporu hazırlanması, yatırımcıların şirketlerin

³ Güney Kore Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu 21. Ekim 1998 tarihli Düzenleme.

⁴ Güney Kore’de yerleşik şirketlerin SEC’e gönderdikleri yıllık 20-F/A formunda grup şirketlerinin borçları için verilen teminatlar bölümünde teminatın hangi şirket için ne amaçla verildiği bilgisine yer verilmektedir. (bkz Güney Kore’de yerleşik SK Telecom Ltd. Şirketinin 2000 yılı için SEC’e gönderdiği 20-F/A formu Dosya numarası 1-14418)

verdikleri teminatlar ile ilgili olarak daha sağlıklı değerlendirme yapmalarının önündeki engelleri kısmen de olsa kaldıracaktır.

Detaylı bilgilendirme, yatırımcıların sağlıklı değerlendirme yapmalarını ne kadar sağlasa da, finansal açıdan zor durumda olan grupların, yatırımcıların değerlendirmelerine önem vermelerini bu yolla sağlamak mümkün değildir. Yukarıdaki bölümde piyasa mekanizmalarının yetersizliğine ilişkin ikinci neden olarak finansal açıdan zor durumdaki şirketlerin bir daha piyasadan fon talep etme ihtimallerinin azalması nedeniyle verilen teminatlar ile ilgili piyasa değerlendirmesine önem vermeyecek olmaları belirtilerek bu önemsenmeme probleminin en yüksek maliyetli teminatlarda daha fazla çıkacağı da ortaya konulmuştu.

Bu problemin çözümü, grupların yüksek maliyetli teminatlar ile ilgili yatırımcıların görüşünü bir daha fon talep edip etmeme ihtimallerine bakmaksızın göz önünde bulundurmalarını sağlamakla mümkündür. Teminatın maliyetini gerek ödenmeme ihtimali gerekse tutarı belirleyecektir.

Düşük maliyetli teminatlar ile ilgili olarak, piyasa, grupların yönetim haklarını kötü niyetli bir şekilde kullanmalarını önlese de yüksek maliyetli teminatlar söz konusu olduğunda piyasanın grup üzerindeki etkisi oldukça azalmaktadır. Dolayısıyla kamusal müdahaleye en çok bu yüksek maliyetli teminatlar söz konusu olduğunda gereksinim duyulmaktadır. Öte yandan konunun karmaşıklığı belli teminatlara izin verilmesi belli teminatlara izin verilmemesi gibi doğrudan bir kamusal müdahaleyi zorlaştıracaktır. Dolayısıyla yapılacak kamusal müdahale minimum düzeyde tutulmalı, her şirkete aynı şekilde uygulanabilmeli ve kamunun hata yapabileceği de göz önünde bulundurularak piyasa koşullarının belirleyici rol oynamasına imkan tanınmalıdır. Bu şartları sağlayan bir müdahale yolu olarak çağrı zorunluluğu düşünülebilir. Aktif büyüklüğünün veya sermayesinin belli bir yüzdesinden fazla tutarda bir grup şirketinin borcuna teminat verilmesi durumunda çağrı zorunluluğu getirilmesi konuyu çözebilecek nitelikte olacaktır.

Bir teminat verilmesi nedeniyle yatırımcının uğradığı zarar esasen hisse senedi fiyatında meydana gelen düşmeden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla şirketin verdiği teminat karşılığında yeterli bir menfaat temin edilip edilmediği konusunda piyasada oluşan algılama bizzat yeterli menfaatin alınıp alınmadığından daha önemli olmaktadır. Şirket yeterli menfaatin olduğu konusunda piyasayı ikna edebilirse fiyatlarda bir düşme meydana gelmeyecektir. Belli bir tutarın üzerinde teminat verilmesi halinde çağrı yükümlülüğünün doğduğunda, şirket yapacağı özel durum açıklamaları ile verilen teminatın maliyetini ve elde edilen menfaati ortaya koyacak, şirket verilen teminat ile ilgili yeterli bir menfaat elde ediyor ve piyasayı bu şekilde ikna ediyor ise şirketin fiyatında bir düşme değil yükselme meydana gelecektir. Yeterli bir menfaat alındığı yönünde piyasada bir izlenim oluşması durumunda şirketin hakim ortakları için herhangi bir nakit çıkışı söz konusu olmayacaktır. Çağrı zorunluluğu, bir nakit çıkışı tehdidi nedeniyle hakim ortakları yeterli menfaatleri olmaksızın teminat verilmemesi konusunda zorlayıcı bir düzenleme olacaktır.

Herhangi bir piyasa yanlılığı oluşmaması için şirket detaylı ve ikna edici bir özel durum bildiriminde bulunacaktır. Dolayısıyla özel durum bildirimleri ile ilgili de ekstra bir içerik veya şekil şartı ortaya konulmasına gerek duyulmayacak, ancak kamunun yükümlülüğü sadece yapılan özel durum açıklaması içerisinde yer alan bilgilerin doğruluğunu sağlamak olacaktır.

Çağrı zorunluluğunda, teminat verilmesi işleminde yeterli menfaatin olduğu konusunda piyasaya dönük bir nevi ispat yükümlülüğü şirket yöneticilerine bırakılması nedeniyle de avantajlı bir yöntem olmaktadır. Amerikan hukuk sisteminde ilişkili şirketler ile işlemlerin adil bir şekilde yapıldığının ispatı işlemi gerçekleştiren kişilere bırakılmıştır (Choi, Talley, 2002: 30-31). Ticari işlemlerin karmaşık bir nitelik arz edebileceğinden hareketle; ilişkili taraflar ile yapılan işlemlerin adil olmadığını ispat etmek zor olduğu, bu tür bir işlemi yapan şahsın işlemi istediği şekilde dizayn etme şansı olduğu düşünüldüğünde, ilişkili taraflarla yapılan işlemlerde ispat yükümlülüğünün işlemi yapan tarafa bırakılması makul görülmektedir. İşlemi yapan kimse, açık arttırma yapmak, piyasada yer alan diğer fiyatları referans almak gibi pek çok şekilde bir işlemi gerçekleştirebilir. İşlemi

gerçekleştiren taraf adil olduğunu en kolay ispat edebileceği yöntemi belirleme şansına ve bu konudaki bilgisini ve tecrübesini kullanarak, yapılan işlemin adil olduğunu ispatlayacak delilleri mahkemeye sunma şansına sahiptir. Aynı mantıkla, teminat verilmesi gibi karmaşık bir konuda da çağrı zorunluluğu getirilerek, bir nevi piyasaya yönelik ispat yükümlülüğün şirket yöneticilerine bırakılması uygun olacaktır. Örneğin, şirketin teminat vermesinden şirketin menfaatinin, ileride grup şirketlerinin de ihtiyaç duyulduğunda kendisine teminat vermesinin sağlanması olduğunda, şirket diğer grup şirketlerinden yazılı beyan alıp almama imkanına sahiptir. İspat yükümlülüğünün şirkete bırakılması durumunda, şirket ileride teminat verilmesi konusundaki anlaşmanın şeklinin yazılı olmasını tercih edecek ve böyle bir anlaşmanın olduğunu çağrı yükümlülüğü doğmasında rahatlıkla ortaya koyabilecektir. Öte yandan, aksini ispat etmeye çalışan bir başkası için böyle bir yazılı veya sözlü anlaşmanın olmadığını ortaya koymak oldukça güç olacaktır.

Belli bir tutarın üzerindeki teminat verme işlemlerinin çağrı yükümlülüğüne bağlanması, kamunun sonuç üzerinde etkisinin minimum olacağı bir uygulama sağlamaktadır. Kamuya düşen sadece belli bir tutarı aşan teminat verme işlemi olup olmadığının tespiti ve konuyla ilgili yapılan bildirimde yer alan bilgilerin doğruluğunun kontrolü olacaktır. Verilen bilgilerin yeterliliği veya yorumlanma biçimi piyasa ve şirket tarafından belirlenecektir.

Kamu için, teminat verme işlemine çağrı zorunluluğu getirmek SPKn 15 kapsamında inceleme yapmaktan çok daha etkin ve sorunsuz bir çözüm yöntemidir. SPKn 15 kapsamında bir inceleme yapmak için kamunun, teminatın maliyetinin ne olduğu, menfaatin ne olması gerektiği ve bu teminatın sağlanıp sağlanmadığı gibi karmaşık ve dışardan bakanlar için objektifliği ve yeterliliği tartışma konusu olacak bir değerlendirme yapması gerekirken, çağrı zorunluluğu uygulamasında ise değerlendirme piyasaya bırakılacaktır.

Teminat verme işlemi tamamen yasaklama önerisi ile kıyasladığımızda çağrı zorunluluğu getirilmesi önerisi daha az kısıtlayıcı olması yönüyle daha tercih edilebilir öneri olarak karşımıza çıkmaktadır. Halka açık şirketlerin grup şirketlerinin

borçları için teminat vermelerinin tamamen yasaklanması önerisinin artı yönlerini uygulanması basit olması ve yatırımcıların teminat verilmesi nedeniyle mağdur olmasını tamamen engelleyici bir yöntem olması olarak belirtmiştik. Teminat verilmesine çağrı zorunluluğu getirilmesi de teminat verilmesi nedeniyle hisse senedinde meydana gelebilecek fiyat düşüşünden yatırımcıyı koruyacaktır. Ayrıca tamamen yasaklanması önerisinde olduğu gibi kamu tarafından uygulanması da oldukça basittir. Tamamen yasaklama önerisinden farklı olarak, çağrı zorunluluğu getirilmesi, teminat verilmesinde şirketin yeterli menfaati olan durumlara izin vermesi yönüyle daha avantajlı bir yöntem olmaktadır. Dolayısıyla çağrı zorunluluğu getirilmesi, teminat verme işlemlerini yeterli bir menfaat olması koşuluyla uygulayan gruplara ek bir maliyet getirmeyecektir.

Çağrı zorunluluğu getirilmesi ile ilgili değerlendirmeleri özetlersek; çağrı zorunluluğu getirilmesi durumunda, yatırımcının hisse senedinin fiyatındaki düşmeden korunması sağlanacaktır, kamunun müdahalesinin kapsamı sadece verilen bilgilerin doğruluğu ile sınırlı olacaktır, yeterli menfaatin olması ve bunun piyasaya anlatılabilmesi durumunda hakim ortaklar için bir maliyet oluşturmayacaktır, ayrıca diğer çözüm önerileri ile kıyaslandığında daha az kısıtlayıcı ve daha basit ve objektif bir yöntem olacaktır.

Sonuç olarak; düşük tutarlı ve düşük maliyetli teminatlar ile ilgili problemin verilen teminat ile ilgili kamunun detaylı bilgilendirmesi ile çözülebileceği, kamunun müdahalesinin asıl gerekli olduğu teminat işlemlerinin yüksek tutarlı ve riskli olanlar olduğu bu problemin de çağrı zorunluluğunun getirilerek çözüme ulaşılabileceği düşünülmektedir.

Öte yandan grup şirketlerinin borçları için teminat verilmesinde çağrının zorunlu hale getirilmesine benzer şekilde başka bir çözüm, hakim ortakların grup şirketleri lehine belli bir tutarın üzerinde teminat verilmesi durumunda çağrıda bulunacaklarını *gönüllü* bir şekilde beyan etmeleridir. Hisse senetlerinin fiyatlarının yüksek olmasına önem veren gruplar, teminat verilmesi işlemi ile ilgili bu tür bir çözümü kabul edecekleri düşünülmelidir.

Grup şirketlerinin borçları için teminat verilmesinin belli kurallara bağlanması yatırımcıların olduğu kadar grupların da menfaati olan bir işlemdir. Yatırımcılar haklarının yeterince korunamayacağını, yönetim hakkının kötü niyetli bir şekilde kullanılabileceğini düşünerek grup şirketlerinin hisse senetlerine daha az değer biçtiği kurumsal yönetim üzerine yapılan pek çok çalışmada ifade edilmiş istatistiksel bir şekilde ortaya konulmuştur. Pek çok şirketin de hisse senedi fiyatlarının yüksek olmasını sağlamak için yatırımcılarının haklarını gözetme çabasında oldukları görülmektedir. Teminat verme işlemlerine sadece şirketin çıkarları doğrultusunda karar veren ve ileride de hep bu doğrultuda karar verecek olan şirketlerin, teminatlarla ilgili böyle bir karar alma mekanizmalarının olduğu konusunda, yatırımcıları ikna etme imkanı yoktur. Yatırımcılar şirketin ileride yeterli menfaati olmaksızın grup şirketleri lehine teminat verebileceklerini düşünerek hisse senedinin fiyatına bu risk nedeniyle düşük değer biçeceklerdir. Hisse senetlerinin değerine önem veren şirketler için yatırımcıların bu algılamasının değişmesi önemlidir. Dolayısıyla şirketlerin de aynen yatırımcıların olduğu gibi teminat verilmesi işleminin ancak yeterli bir menfaat karşılığında olması yönündeki düzenlemelere ihtiyacı bulunmaktadır. Böyle bir ihtiyaç ve düşünce içerisinde olan şirketler, grup şirketlerinin borçları için teminat vermeleri durumunda çağrı yapılması yükümlülüğünü kabul edebilirler.

Bu tür şirketler için çağrı zorunluluğu uygulaması seçimsel bir hak olarak kullanılabilir. Bu tür bir zorunluluk Sermaye Piyasası Kurulunca hazırlanan yönetim ilkeleri içine konulabilir veya şirketlerin bu yönde bir taahhüdü yazılı olarak alınabilir. Gönüllülük esasına bağlı bir çağrı zorunluluğu kamunun her şirket için böyle bir zorunluluk getirmesinden daha az tepki çekecek bir düzenleme olacaktır. Ayrıca gönüllülük esasına bağlanmış çağrı zorunluluğunun uygulamadaki sonuçları daha sonra her şirketi kapsayacak bir düzenlemede kullanılabilir.

Sonuç

Bu çalışma ile öncelikle teminat verilmesi işleminin borçlanmayı daha verimli bir hale getirdiği ortaya konmuştur. Borcun ödenmeme ihtimali nedeniyle ortaya çıkan maliyetin salt borcun ödenmeme riskinin maliyeti olmadığı, araştırma izleme ve takip maliyetlerinin de olduğu noktasından hareket edilmiştir. Ayrıca borcun ödenmeme riskinin de izleme ve takip etkinliğine bağlı olacağı da öne sürülmüştür. Araştırma, izleme ve takip faaliyetlerinin, ilişkilerin yoğunluğuna ve borçlu hakkındaki bilgi düzeyine göre maliyet ve etkinlik açısından değişebileceği gösterilerek, borca üçüncü bir kişinin teminat vermesi durumunda bu faaliyetlerin teminat veren tarafa aktarılacağı ve alacaklının araştırma, izleme ve takip faaliyetlerini teminat veren üzerinden gerçekleştirmesi imkanının doğacağı ifade edilmiştir. Araştırma, izleme ve takip faaliyetlerinin etkinliğinin ve maliyetlerinin değişmesi nedeniyle, borca teminat verilmesi durumunda, alacaklının maliyetindeki düşmenin teminat verenin maliyetinden fazla olabileceği durumların ortaya çıkabileceği ve bu durumlarda teminat verilmesinin borçlanma işlemini daha verimli hale getireceği ortaya konmuştur. Bu nedenle, teminat verilmesi ile bir artı değer yaratılabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Bu artı değer birbirleri ile yoğun ilişkiler içerisinde olan, birbirleri hakkında yüksek bilgisi olan kişilerin birbirleri lehine teminat vermesi durumunda daha da fazla olabileceği noktasından; grup şirketlerinin birbirlerinin borçları için teminat vermesi durumunda yaratılacak katma değer daha fazla olacağına ulaşılmıştır.

Teminat verme işleminin borçlanacak kimse için borçlanma maliyetlerini azaltıcı, artı değer yaratan bir hizmet olarak ortaya konulmasının ardından, teminat verenin bu işlem ile ilgili yeterli bir menfaati olması gerektiği ifade edilmiş ve bu menfaatin illaki bir ödeme şeklinde karşımıza çıkmayabileceğine değinilmiştir. Halka açık bir şirketin yeterli bir menfaati olmaksızın grup şirketinin borcu için teminat vermesi durumunda yatırımcıların mağdur oldukları, bu durumun yönetim hakkının suiistimali olduğu ortaya konulmuştur. Ancak, yeterli menfaatin ne olduğunun belirlenmesinin ve bu menfaatin farklı şekillerde ortaya çıkabileceğinden, elde edilip edilmediğinin tespitinin çok zor olduğu sonucuna yer verilmiştir.

Bu zorluk nedeniyle, konunun SPKn 15 kapsamında ele alınmasının güç olduğu ve teminat verme işleminin farklı yorumlanması durumunda SPKn 15 kapsamından çıkarılabileceğine dikkat çekilmiştir. SPKn 15 benzeri bir yasal düzenleme olarak daha kapsamlı olması nedeniyle Fransız ceza hukukundan örnek gösterilmiş, söz konusu yasayla ilgili mahkemelerin yorumlarında “grup strateji” ve “grup çıkarları” kavramlarına yer vermeleri nedeniyle grup içi işlemlerde çok etkin bir şekilde uygulanamadığı belirtilmiştir.

Teminat verilmesinin, borçlanma işlemini daha verimli hale getirmesi sonucundan hareket ederek, halka açık şirketlerin grup şirketleri için teminat vermelerinin tamamen yasaklanmasının maliyetli bir çözüm olacağı değerlendirilmesinde bulunulmuştur. Bu maliyetin halka açıklık oranı ile ters orantılı bir şekilde birim hisse senedinin halka arz maliyetini etkileyeceği de Güney Kore de teminat verilmesinin yasaklanması örneği tartışılırken ortaya konulmuştur.

Piyasa mekanizmalarının, halka açık şirketlerin grup şirketlerinin borçları için yeterli menfaat olmaksızın teminat vermelerinin önüne geçip geçemeyeceğine ilişkin değerlendirmelerde; yatırımcıların şirketin verdiği teminatlarla ilgili detaylı bilgilendirilmesinin grupların yatırımcıların kanaatlerine önem verdiği durumlarda etkili olabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan grubun finansal açıdan zor duruma düştüğü ve ileride piyasadan fon toplama ihtimalinin azaldığı durumlarda yatırımcıların kanaatine önem vermeyeceği ve bu durumlarda şirketlerin verdikleri teminatların en yüksek maliyetli olduğu belirtilerek, bu tür durumlar için piyasaya kamusal bir müdahale gerektiği öne sürülmüştür.

Şirketin sermayesi veya aktif büyüklüğünün belli bir oranını aşan tutarlarda grup şirketlerinin borçlarına teminat verilmesi durumunda, çağrı zorunluluğunun doğması şeklinde bir düzenlemenin, sorunu giderebileceği düşünülmüştür. Bu tür bir düzenlemeyle, hakim ortaklar nakit çıkışı ihtimalinden dolayı piyasanın kanaatine önem vermek zorunda kalacaklarından; yeterli menfaatin olmadığı durumlarda şirketin teminat vermesinin önüne geçilebilecek ve yeterli menfaatin olmadığı

durumlarda hisse senedinin değer kaybetmesinden dolayı yatırımcının mağdur olması önlenilecektir. Çağrı zorunluluğu getirilmesi, tamamen yasaklamak gibi uygulaması oldukça kolay ve yatırımcının mağdur olmasını net bir şekilde engelleyecek bir çözümdür. Ayrıca tamamen yasaklamaya kıyasla daha az kısıtlayıcı ve daha az maliyetli bir çözümlolacağı değerlendirmesinde bulunulmuştur. Ceza yasaları ile sorunu durumunda yaşanılacak menfaatin ne olması gerektiğinin ve elde edilip edilmediğinin tespitinde yaşanacak sorunlar da ortaya çıkmaması nedeniyle daha avantajlı bir çözümlolacağı soncuna ulaşılmıştır.

Kaynakça

BOSE, Gautam

2000 “Institutions and Institutional Change: A Review Of Conceptual And Analytical Issues” Institutional Reform In The MENA Region, Economic Research Forum, Cairo, s 11-44

CAPENTER, E Robert RONDİ Laura

2000 “Italian Corporate Governance, Investment and Finance” Working Paper N. 14/2000

CHOİ Stephen, TALLEY Eric,

2002 “Playing Favorites With Shareholders” Southern Law Review Vol 75

CRAMTON Peter C., DEES Gregory

1993 “Promoting Honesty In Negotiation An Exercise In Practical Ethics” Bussiness Ethics Quarterly Volume 3 Issue 4

EAST ASİA ANALYTICAL UNIT

1999 “Korea Rebuilds From Crisis To Opportunity”, Australian Department Of Foreign Affairs And Trade
http://www.dfat.gov.au/publications/korea_rebuilds/korea.pdf

GANGOPADHYAYA Shubasis, LENSİNK Robert, MOLEN Remco,

2000 “Bussiness Groups, Financing Constraints and Investment, The Case Of India” <http://www.ub.rug.nl/eldoc/som/e/02E02/>

GÜNDÜZ N. Kemal, PERÇİN Necati

1999 “*Amortismanlar ve Yeniden Değerleme*” (2. Baskı) Yaklaşım Yayınları
Ankara

Güney Kore Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonunun “21. Ekim 1998 tarihli düzenlemesi”

LAPORTA Rafael ve Başk.

2000 “Tunneling” Harvard Institute Of Economic Research Discussion Paper
Number 1887

KARACAN Ali İhsan,

2001 “Hortumlama / Tünelleme –II Sermaye piyasalarına ilişkin bazı düşünceler” Dünya Gazetesi 10. 26.2001 Tarihli Sayı

KATZ Avery,

1999 “An Economic Analysis Of Guaranty Contract,” Columbia University School Of Law Center For Law and Economics Studies Working Paper
No.136

LEE Jong Wha, ve Başk.

2000 “The Determination Of Corporate Debt In Korea,” Asian Economic Journal Vol 14 No.4 (2000)

MAÇ Mehmet, KEFELİOĞLU Adem,

1999 “Şüpheli Alacak Karşılığı Uygulamasında Teminat Kavramı” Yaklaşım Dergisi Nisan 1999 Sayısı

NAM Sang-Woo,

2001 “Bussiness Groups Looted By Controlling Families And Asian Crisis”,
Asian Development Bank Institute Research Paper No: 27

WYMEERSCH Eddy,

2002 “Shareholder Rights Equitable Treatment and The Role Of The State”
3rd Meeting Of the Eurasian Corporate Governance Roundtable