

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**SERMAYE PİYASALARINDA
GÖNÜLLÜ
KAMUYU AYDINLATMA**

Yüksek Lisans Tezi

Emrah ERTUGAY

ANKARA – 2006

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

SERMAYE PİYASALARINDA
GÖNÜLLÜ
KAMUYU AYDINLATMA

Yüksek Lisans Tezi

Emrah ERTUGAY

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Orhan ÇELİK

ANKARA – 2006

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
-------	---

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ

1. Kamuyu Aydınlatma Kavramı	2
1.1. Kamuyu Aydınlatma İhtiyacı ve Doğuşu	2
1.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Tanımı	3
1.3. Sermaye Piyasası Kanununda Kamuyu Aydınlatma İlkesi	4
1.4. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Amacı ve Fonksiyonları	5
1.5. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Uygulanma Kapsamı	7
1.6. Sürekli Kamuyu Aydınlatma	7
1.6.1. Dönemsel (periyodik) Raporlar	9
1.6.2. Kamuya Açıklanması Gereken Özel Durumlar	11
1.6.3. Yıllık Faaliyet Raporları	12
1.7. S.P.Kanununda Kamuyu Aydınlatmakla Yükümlü Olanlar	13
1.7.1. İhraççılar	13
1.7.2. Denetçiler	14
1.7.3. Yatırımcılar	14
1.7.4. Aracı Kuruluşlar	15
2. Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık	15
3. Kamuyu Aydınlatma ve Etkinlik Kuramı	17
3.1. Tanım ve Özellikler	17
3.2. Piyasanın Etkinlik Düzeyleri	18
3.2.1. Zayıf Düzeyde Etkinlik	18
3.2.2. Yarı Güçlü Düzeyde Etkinlik	19
3.2.3. Güçlü Düzeyde Etkinlik	19
3.3. Piyasa Etkinliğini Belirleyen Faktörler	20
3.4. Ülkemizde Kamuyu Aydınlatma Sürecinin Düzenlenmesi ve Piyasanın Etkinliği	20

4. <u>Bağımsız Dış Denetim ve Kamuyu Aydınlatma</u>	21
5. <u>S.P.K. Denetimleri ve Kamuyu Aydınlatma</u>	22
5.1. <u>Kayda Alma Sistemi</u>	22
5.2. <u>Aracı Kurumlara Menkul Kıymet İhraçlarında Aracılık Etme Yetkisini Vermesi</u>	23
5.3. <u>Denetlemeye Yönelik Düzenlemeler</u>	23
6. <u>Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Yöneldiği Menfaat Sahipleri</u>	24
6.1. <u>Pay Sahipleri</u>	26
6.2. <u>Gelecekteki Pay Sahipleri (Yatırımcılar)</u>	26
6.3. <u>Kreditörler</u>	27
6.4. <u>Ortaklık Alacaklıları</u>	27
6.5. <u>Çalışanlar</u>	28
6.6. <u>Kamu</u>	28
6.7. <u>Devlet</u>	28
6.8. <u>Yönetim ile Menfaat Sahipleri Arasındaki Çıkar Çatışmaları</u>	29
7. <u>İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Kamuyu Aydınlatma</u>	29
8. <u>Zorunlu Kamuyu Aydınlatma</u>	30
8.1. <u>Tanım ve Kapsam</u>	31
8.2. <u>Zorunlu Kamuyu Aydınlatmayı Düzenleyici Kurullar</u>	33
8.2.1. <u>Sermaye Piyasası Kurulu</u>	34
8.2.2. <u>A.B.D. Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu</u>	35
9. <u>Kamunun Aydınlatılması Zorunluluğuna Uyulmamasının Sonuçları</u>	36

İKİNCİ BÖLÜM

GÖNÜLLÜ KAMUYU AYDINLATMA

1. <u>Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Kavramı</u>	38
1.1. <u>Tanımı, Kapsamı ve Sınırlılıkları</u>	38
1.2. <u>Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Süreci</u>	41
1.3. <u>Gönüllü Kamuyu Aydınlatmayı Etkileyen Faktörler</u>	42
1.3.1. <u>Endüstri</u>	43

1.3.2. Firma Büyüklüğü	43
1.3.3. Karlılık ve Yatırımın Geri Dönüşüm Oranı	44
1.3.4. Yabancı Faaliyet	44
1.3.5. Mülkiyet Yapısı	44
1.3.6. Borçların Öz Sermayeye Oranı	45
1.4. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma ve Yıllık Faaliyet Raporları	46
2. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Üzerine Tavsiyeler	48
2.1. A.I.C.P.A.'in Tavsiyeleri	49
2.2. F.A.S.B.'in Tavsiyeleri	51
2.3. S.E.C.'in Gönüllü Aydınlatma Kuralları	52
2.4. I.S.E.A Standartları	53
2.5. PricewaterhouseCoopers' ın (PWC) ValueReporting Çerçevesi	53
3. Kamuya Açıklanacak Bilgilerin Boyutları	54
3.1. İşletme Faaliyetleri Açısından Önemli Unsurlar	54
3.2. Yöneticilerin Geleceğe Yönelik Strateji ve Planları	55
3.3. Performans Ölçütleri	55
4. Kamuya Gönüllü Açıklanabilecek Bilgiler ve Nitelikleri	56
4.1. Gönüllü Açıklanabilecek Bilgi Türleri	56
4.1.1. Finansal Bilgiler	56
4.1.2. Finansal Olmayan Bilgiler	58
4.1.3. İşletim Verileri ve Performans Ölçütleri	58
4.1.4. Finansal Olmayan Performans	60
4.1.5. Finansal ve Finansal Olmayan Bilgiler Hakkında Yöneticilerin Analizi	60
4.1.6. Geleceğe Yönelik Bilgiler ve Değerlendirmeler	62
4.1.7. Yöneticiler ve Hissedarlar Hakkındaki Bilgiler	64
4.1.8. Firma Hakkındaki Bilgiler	64
4.2. Bilgilerin Nitelikleri	65
4.2.1. Güvenilirlik	65
4.2.2. Doğruluk ve Tarafsızlık	66
4.2.3. Karşılaştırılabilirlik	67

5. <u>Gönüllü Kamuyu Aydınlatmanın Fayda ve Maliyetleri</u>	67
5.1. <u>Gönüllü Kamuyu Aydınlatmanın Faydaları</u>	68
5.1.1. <u>Sermaye Maliyeti</u>	69
5.1.2. <u>Sermaye Tahsisi</u>	70
5.1.3. <u>Bilgi Asimetrisi</u>	70
5.1.4. <u>Güven İlişkisi</u>	71
5.1.5. <u>Tüketicinin Korunması</u>	71
5.2. <u>Gönüllü Kamuyu Aydınlatmanın Maliyetleri</u>	72
5.2.1. <u>Bilgi Geliştirme ve Yayma Maliyetleri</u>	72
5.2.2. <u>Açıklamaların Neden Olabileceği Dava Masrafları</u>	73
5.2.3. <u>Rekabetçi Dezavantaj</u>	74
5.3. <u>Gönüllü Açıklamaların Ana Yarar ve Maliyetleri</u>	75
6. <u>Teknolojik Gelişmeler ve Gönüllü Kamuyu Aydınlatma</u>	76
7. <u>Gönüllü Açıklanacak Bilgilerin Sermaye Piyasalarına Etkileri</u>	80

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GÖNÜLLÜ KAMUYU AYDINLATMA ve ARÇELİK A.Ş. ÜZERİNE ÖRNEK BİR İNCELEME

1. <u>Araştırma Yöntemi</u>	82
2. <u>Geçerlilik Ve Güvenilirlik</u>	83
3. <u>Durum Analizinin Uygulanması</u>	84
3.1. <u>Araştırma Sorusunun Geliştirilmesi</u>	84
3.2. <u>Araştırma Alt Sorularının Geliştirilmesi</u>	84
3.3. <u>Analiz Biriminin Saptanması</u>	85
3.4. <u>Çalışılacak Durumun Belirlenmesi</u>	85
3.5. <u>Veri Toplama Yöntemleri</u>	85
3.6. <u>Bulgular</u>	86
3.6.1. <u>Stratejik Bilgiler</u>	91
3.6.2. <u>Finansal Olmayan Bilgiler</u>	93
3.6.3. <u>Finansal Bilgiler</u>	95

3.6.4. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum	97
3.6.5. İnternet Kullanımı	97
3.7. Değerlendirme	98
3.7.1. Stratejik Bilgiler	98
3.7.2. Finansal Olmayan Bilgiler	100
3.7.3. Finansal Bilgiler	101
3.6.4. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum	103
3.6.5. İnternet Kullanımı	103
3.8. Genel Değerlendirme	104
<u>SONUÇ</u>	<u>105</u>
<u>ÖZET</u>	<u>107</u>
<u>ABSTRACT</u>	<u>108</u>
<u>KAYNAKÇA</u>	<u>109</u>

TABLO ve ŐEKİLLER LİSTESİ

Tablo 1: A.I.C.P.A.' in Gönüllü Açıklama Çerçevesi_____	50
Tablo 2: Pdf ve Html formatlarının karlılaştırması_____	79
Tablo 3: Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Kontrol Listesi_____	87
Şekil 1: Muhasebe Bilgisi Kullanıcıları_____	25
Şekil 2: İşletim Verileri ve Performans Ölçütleri_____	59
Şekil 3: Gönüllü Açıklamaların Muhtemel Etkileri_____	81

GİRİŞ

Sermaye Piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz edebilen çeşitli tasarruf sahipleri ile farklı sektörlerde orta ve uzun vadeli fon talep edenler arasındaki ilişkinin kurulduğu piyasalardır. Bu tür piyasalarda fon arz edenler ile fon talep edenler arasındaki iletişimin hızı kadar iletilen temel verilerin zamanlılığı ve fiyatlara yansımaya derecesi de çok önemlidir. Etkin çalışan sermaye piyasasında, hisse senedine ilişkin herhangi bir bilgi piyasaya yansıdığı anda, hisse senedi fiyatları yeni bilgi doğrultusunda değişecektir.

Mevzuatımızda kamunun zorunlu aydınlatılması çerçevesinde sermaye piyasalarının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamak, çıkar gruplarının (tasarruf sahipleri, ortaklar, borç verenler vb.) zamanında bilgilendirilmesini gerçekleştirmek amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumlar ve bunların açıklanma esaslarını ayrıntılı bir şekilde açıklamıştır.

Ancak, küreselleşme ve artan sermaye rekabeti dünyasında, uzun vadeli yatırımcıların kendi risklerini ve ticaret masraflarını azaltmak için yüksek açıklama seviyelerine sahip firmalara odaklanmaları muhtemeldir. Daha fazla şeffaflık ve güvenilirlik ile yatırımcı ilişkileri alanında yeni bir evre başlayabilir. Bu nedenle, daha fazla gönüllü açıklamanın bir yatırımcının bakış açısından azalan tereddüt nedeniyle sermaye maliyetini azaltması muhtemeldir. Ancak hangi bilgiler rapor edilmektedir, bilgi nasıl rapor edilmektedir ve bu gönüllü açıklamalara ilişkin olarak çıkar ve problemler nelerdir?

Bu çalışmada sermaye piyasaları açısından bu denli önemli olan “Kamuyu Aydınlatma İlkesi” ve “Gönüllü Kamuyu Aydınlatma” kavramı incelenecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAMUYU AYDINLATMA

1. KAMUYU AYDINLATMA KAVRAMI

Sermaye piyasaları fon arz edenlerle talep edenler arasında köprü görevi yapan ve firmaların faaliyette buldukları alanlar için büyük önem taşıyan piyasalardır. Tasarruf sahibinin, parasını menkul kıymetlere yatırarak ihraççılara fon sağlayabilmesi ve bunun süreklilik arz edebilmesi, yatırımcının bilgi sahibi olmasına ve aldatılmaktan korunarak sermaye piyasalarına güven duymasına bağlıdır¹. Bu nedenle Kamuyu Aydınlatma İlkesi büyük bir önem taşımaktadır.

1.1. Kamuyu Aydınlatma İhtiyacı ve Doğuşu

Piyasaların yöresel ve evrensel gelişmesine paralel olarak, bir yandan alınıp satılacak ürünlerin, diğer yandan da sermaye piyasası araçları piyasada işlem gören kuruluşların sayısında sürekli bir artış gerçekleşmektedir. Bu durum özellikle bireysel yatırımcıların piyasayı sürekli izlemelerini ve dolayısıyla sağlıklı kararlar alabilmelerini zorlaştırmaktadır. Çünkü bir konuda alınacak kararların isabeti, o konudaki bilgilerin niteliğine, niceliğine ve güncelliğine bağlıdır².

Muhasebe temel kavramlarından sosyal sorumluluk kavramı ve tam açıklama kavramı da, piyasalardaki bu karmaşıklığı önlemek amacıyla oluşturulmuştur. Sosyal sorumluluk kavramı; muhasebenin sağladığı bilgiler ve verilerle, işletme ile ilgili çıkar gruplarının karar vermelerine yardımcı olma ve dolaylı yolla toplumun ekonomik gelişmesine ve refahına katkıda bulunmaktadır. Zira sosyal sorumluluk kavramı, muhasebenin görevini yaparken tarafsız ve adil olmasını şart koşar³.

¹ Veliye Yanlı, **Sermaye Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, Beta Yayınları, İstanbul, 2005, s. 96.

² Ümit Ataman, **Genel Muhasebe**, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999, s. 1.

³ Yüksel Koç Yalkın, **Standart Muhasebe Açısından Sermaye Piyasası**, S.P.K. 15. Yıl Sempozyumu, No: 119, Ankara, 1998, s. 24.

Söz konusu zorluklar yasa koyucuları, yatırımcıların değişimleri ve yeni oluşumları hızlı ve eşit bir şekilde öğrenip değerlendirebilmeleri için, düzenleme yapmaya itmiştir⁴.

1.2. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Tanımı

Türkçe’de “Kamuyu Aydınlatma” olarak yer alan kavram İngiliz ve Amerikan hukukunda “Disclosure”, Alman ve İsviçre hukukunda ise “Publizitaet” kavramları ile açıklanmaktadır. Kavramın özünde bir durumun açılması, açıklanması veya bir durum olay yada faaliyet hakkında bilgi verilmesi olgusu yer alır⁵.

Kamuyu aydınlatma ilkesi genel olarak ise şu şekilde tanımlanabilir⁶;

“Ortaklık pay sahipleri ve alacaklıların çıkarlarını korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan; özel ekonomik gücün milli ekonominin gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren; gerek iç gerekse dış denetimi kapsamı içine alan ilkelerin tümüdür.”

Kamuyu aydınlatma ilkesi ile ilgili olarak yapılan tanım ve değerlendirmelerde öne çıkan husus; bu ilkeler ile pay sahiplerinin ve diğer ilgililerin işletmenin içinde bulunduğu iktisadi ve ekonomik durum ile menfaat ilişkileri hakkında gerçek, açık, tam ve yeterli bilgi sahibi olmaları suretiyle korunmalarının, işletme hakkında sağlıklı bir yargıya varmalarının ve haklarını bilinçli bir şekilde kullanmalarının amaçlanmasıdır⁷.

⁴ Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası 1. Cilt Halka Arz**, Beta Yayınları, İstanbul 1999, s. 179.

⁵ Arslan Kaya, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2001, s. 15.

⁶ Ünal Tekinalp, **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri**, Fakülteler Matbaası, İstanbul 1979, s. 53.

⁷.Kaya, a.g.e, 2001, s. 18.

1.3. Sermaye Piyasası Kanununda Kamuyu Aydınlatma İlkesi

Sermaye piyasası orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin bulunduğu bir ortamdır. Bu piyasada işletmeler ortaklık veya alacak hakkı veren hisse senedi, tahvil, kar zarar ortaklığı belgesi, katılma intifa senedi, finansman bonusu, varlığa dayalı menkul kıymet ve gayrimenkul sertifikası gibi tedavül kabiliyeti yüksek olan menkul kıymetlerini tasarruf sahiplerine satmak sureti ile “yatırım sermayesi” ihtiyaçlarını elverişli koşullarla karşılarlar. Sermaye piyasasının bu işlevini yerine getirebilmesinin temel koşulu, piyasanın güven içerisinde çalışmasını sağlamaktır⁸. Söz konusu güven ortamının oluşmasının yegane şartı ise yatırımcının bilgilendirilmesidir yani Kamuyu Aydınlatmadır..

Türkiye’de kamuyu aydınlatma ilkesine ilişkin ilk düzenlemeler Türk Ticaret Kanunu ile yapılmıştır. T.T.K’ nun 281’inci maddesi ile anonim şirketlerin tedrici kuruluşlarında izahname ve sirküler yayınlama zorunluluğu getirilmiş, “Malumat Alma” başlığı altında 362 ve 363’üncü maddelerle de ortakların şirket hakkında bilgi edinme hakları düzenlenmiştir. Sermaye artırımlarında düzenlenecek izahnamelerin hazırlanışı ise 393’üncü maddede yer almıştır⁹.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ise 28.7.1981 tarihinde T.B.M.M.’de kabul edilip, 30.7.1981 tarihli 17416 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

Söz konusu kanununa, 3794 sayılı Kanun ile eklenen 16/A Maddesi aynen şu şekildedir;

“Halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında veya genel kurullarla oy hakkını kullanmak için vekalet

⁸ Erdoğan Moroğlu, **Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu**, S.P.K. 15. Yıl Sempozyumu, No: 119, Ankara, 1998, s. 15.

⁹ Seda Önen, **Kamuyu Aydınlatma Çerçevesinde Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları İçin İlan, Reklam ve Performans Standartları**, S.P.K. Yeterlik Etüdü, Ankara 1998, s. 11.

istenmesinde veya ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren, hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, *menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek* önemli olay ve gelişmelerde Kurul *küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak* amacıyla düzenlemeler yapar.”

2499 sayılı Kanun ile kurulan Sermaye Piyasası Kurulu da yukarıda izah edilen kanun maddesine dayanarak, kanun maddesinin uygulamasını açıklığa kavuşturmak için *Seri: VIII ve 39 Nolu Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğini* çıkarmıştır.

1981 yılındaki şekliyle Sermaye Piyasası Kanunu, “izin sistemi¹⁰”ni esas almıştır. Ancak kanun’da 3794 sayılı kanunla 1992 yılında yapılan bir değişiklikle izin sistemi yerine “Kurul Kaydına Alma” sistemi getirilmiştir (bkz. S.P.Kanunu madde 4-5).

1.4. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Amacı ve Fonksiyonları

Kamuyu aydınlatma ilkesi uyarınca, bilanço, gelir tablosu, yıllık faaliyet raporu gibi belgeler, bir taraftan ortaklık mal varlığının tam listesini verme, konunun gerçekleşmesi için yapılması gerekli yatırımların kaynaklarını göstermek, likiditeyi belirtmek, ortaklığın çeşitli ilişkilerini (diğer işletme ve kişilerle) ortaya koymak; kurucuların, kurucu durumunda bulunanların, büyük pay sahiplerinin, yöneticilerin ortaklıkla ilişkilerini, elde ettikleri menfaatleri açıklama; devre sonuçlarını gözler önüne serme amaçlanmaktadır¹¹.

Bu bağlamda, işletmelerin özellikle finansal tabloları aracılığı ile yaptıkları bilgilendirmenin genel amacı, ilgililere yönetimin işletme hedeflerine ulaşmadaki başarısını değerlendirebilme imkanı sağlamaktır. Çünkü finansal tablolar işletmelerin

¹⁰ Bu sisteme göre; menkul kıymetlerin halka arzında belli bir resmi otoriteye “takdir yetkisi” tanınmış ve menkul kıymetlerle, bunları ihraç eden şirketin incelenmesi ile bunların sağlamlığı, güvenilirliği ve tatminkar bir getiri sağlayıp sağlamayacağı gibi hususlarda olumlu bir görüşe varıldıktan sonra izin verilmesi öngörülmüştür.

¹¹.Kaya, a.g.e, 2001, s. 19.

gerçekleştirdikleri faaliyetlerin net ekonomik sonuçlarının görülebileceği yegane yerdir¹².

Kamuyu aydınlatma ilkesinin amacı, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 1 ve 16/A maddelerine dayanılarak düzenlenmiş olan Seri:VIII ve 39 Nolu Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğinde ise; “Tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini temin etmek suretiyle sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamak” şeklinde açıklanmıştır.

Kamuoyunda güven unsurunun artırılması amacıyla yapılan aydınlatma faaliyetleri esas olarak üç temel fonksiyonun harekete geçirilmesiyle gerçekleştirilir¹³. Bunlar;

1. Koruyucu fonksiyon
2. Caydırıcı fonksiyon
3. Bilgilendirme fonksiyonudur

1. Koruyucu Fonksiyon: Kamuyu aydınlatma amacı ile sermaye piyasasının taraflarına sunulan bilgi ve belgelerin eksiksiz ve mümkün olduğunca gerçeği yansıtmasını sağlamak, taraflar arasında bilgi dengesi kurarak, taraflardan birinin diğeri zararına haksız kazanç elde etmesini önlemeyi amaçlar. Dolayısı ile, yatırımcının bilgilendirilmesi onun aldatılmasını engelleyen koruyucu bir araç olmaktadır¹⁴.

2. Caydırıcı Fonksiyon: Bu fonksiyonla bir menkul kıymetin halka arzı, bir şirketin ele geçirilmesi veya içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) gibi bir çok konuda kamunun ilgi ve dikkatini bu yöne çekerek, yöneticilerin, bu konularla

¹² Esin Okay Örerler, **Finansal Değerlendirme Açısından Finansal Tabloların Şeffaflığı**, Muhasebe ve Denetime Bakış, Mayıs 2005, s. 2.

¹³ Mine Berra Altıntaş, **Sermaye Piyasalarında Kamunun Aydınlatılması ve Etkinli Kuramı**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1989, s. 23.

¹⁴ Cemal Küçüksozen, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan değerlendirilmesi**, S.P.K. Yayınları, No: 131, Ankara, 1999, s. 15.

ilgili diğer kişi ve kuruluşların hileli, yasal olmayan, yanlış ve yanıltıcı uygulamalardan henüz başlangıçta vazgeçmelerini sağlamak amaçlanmaktadır¹⁵.

3. Bilgilendirme Fonksiyonu: Kamuyu aydınlatma kavramının tanımı çerçevesinde yatırımcının ihtiyaç duyduğu bilgilerin zamanında, düzenli, açık ve dürüst bir şekilde akışını sağlayarak gerekli kararların alınmasını ve bu sayede yatırımcıların karlarını maksimumlaştırma amaçlanır.

1.5. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Uygulanma Kapsamı

Kamuyu aydınlatma kavramı, bilanço, rapor, izahname, sirküler gibi belgelerin gerçeğe uygun, açık, ayrıntılı ve yeterli bir şekilde düzenlenmesi; ayrıca, işletmenin faaliyetleri, iktisadi ve mali durumu hakkında genel kurulda bilgi verilmesi ve tüm bu hususların gerçeğe uygun, herkes tarafından anlaşılabilir ve ayrıntılı bir şekilde düzenlenen belgelerle açıklanması, incelemeye hazır bulundurulması ve tüm bunların açıklanmasını kapsamaktadır¹⁶.

Kamuyu aydınlatma, birincil piyasalarda; menkul kıymetlerin halka arz ve satışı aşamasında ihraççı ortaklık ve aracı kurum tarafından yapılmakta, yatırımcılara izahname, sirküler ve ilan gibi yollarla bilgi sunma şeklinde gerçekleştirilir.

İkincil piyasalarda ise dönemsel raporlama, mali tablo ve raporların dönemsel olarak yayınlanması, içeriden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesi ve Seri:VIII ve 39 Nolu Tebliğde sıralanan hususlar çerçevesinde gerçekleştirilir¹⁷.

1.6. Sürekli Kamuyu Aydınlatma

Menkul kıymet halka arzları belirli aralıklarla yapılmaktadır ve buna bağlı olarak bilgilendirme çalışmaları da o andaki statik durumu gösteren çalışmalardır. Oysa ki menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda sağlıklı bir şekilde işlem görebilmesi

¹⁵ Altıntaş, a.g.e. 1989, s. 23.

¹⁶ Yanlı, a.g.e. 2005, s. 97.

¹⁷ Altıntaş, a.g.e. 1989, s. 23.

için, menkul kıymetler ve onları çıkaran kuruluşlar hakkında güncel bilgilerin piyasaya akması gerekmektedir¹⁸. Çünkü işletmelerin, faaliyetleri ve faaliyet sonuçlarına ilişkin bilgileri işletme ile ilgisi olan çıkar gruplarına tam, doğru ve zamanında sunması ekonominin sürekliliği ve bireylerin refahının korunması açısından büyük önem taşır¹⁹. Sürekli kamuyu aydınlatma uygulamaları bu bilgi açığını kapatmayı hedeflemektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu bu çerçevede, piyasanın, tam, zamanında ve güvenilir bir şekilde aydınlatılabilmesi için sürekli çalışmalar yapmış, bu konuda çeşitli standartlar belirlemiş ve tebliğler çıkarmıştır. Daha sonra ise 1992 yılında söz konusu tebliğleri, Seri: XII No: 1 “Sermaye Piyasası Kanuna Tabi Ortaklık ve Kuruluşların Mali Tablo ve Rapor Düzenleme, Kamuya Duyurma ve Bağımsız Denetleme Yükümlülüklerinin Belirlenmesine İlişkin Genel Açıklama Tebliği” ile tek bir tebliğ çatısı altında toplamıştır. Bu Tebliğin amacı, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 16 ve 22'inci maddeleri ile "Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkında Yönetmelik" in 8 ve 19'uncu maddelerine dayanarak Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi anonim ortaklıklar, aracı kurumlar, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve menkul kıymet yatırım fonlarının muhtelif tebliğlerle belirlenen mali tablo ve rapor düzenleme, bağımsız denetleme yaptırma ve kamuya duyurma yükümlülüklerini, tek bir genel Tebliğ halinde açıklamaktır.

Tebliğin 3. maddesinde; kanuna tabi ortaklıklar, aracı kurumlar, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve menkul kıymet yatırım fonlarınca, yıllık ve ara mali tabloların düzenlenmesi ve kamuya açıklanması yükümlülüğünün yerine getirilmesinde uyulması zorunlu esaslar aşağıdaki şekilde sıralanmıştır:

- a) Kamuya açıklanmak üzere hazırlanacak yıllık ve ara mali tablo ve raporların Kurul'ca belirlenen standart ilke ve formlara uygun olması zorunlu olup, bu standart ilke ve formlara uygun bulunmayan mali tablo ve raporların kamuya açıklanması yasaktır.

¹⁸ Altıntaş, a.g.e. 1989, s. 49.

¹⁹ Orhan Çelik, **Muhasebe Kuramı Ve Uygulamaları Açısından Muhasebe Bilgilerinin Niteliği**, Prof. Dr. Yüksel Koç Yalkın'a Armağan, SBF Yayın No: 590, Ankara 2003, s. 140.

- b) Kurul'un Seri: XI, No: 1 Tebliğinin 48'inci maddesine göre, menkul kıymetlerini halka arz eden ortaklıklardan, bilanço aktif toplamı 10 milyar TL'yi, brüt satış hasılatı 20 milyar TL'yi ve çalışan personel sayısı 50 kişiyi aşması kriterlerinden en az ikisine birlikte sahip ortaklıklar ile aracı kurumlar yıllık bilanço ve gelir tablolarının yanısıra ek mali tablolar (fon akım, nakit akım, satışların maliyeti ve kâr dağıtım tabloları) da düzenlemek zorundadırlar.
- c) Kamuya açıklanmak üzere düzenlenecek yıllık mali tablolar bir önceki yılla; ara mali tablolar bir önceki yılın aynı dönemiyle karşılaştırılmalı olarak hazırlanır ve ilan edilir. Ancak, Kurul'ca yayımlanmış düzenlemelerde yer olan esaslar çerçevesinde ilk kez hazırlanacak ve yayımlanacak mali tablolar bir hesap dönemine mahsus olmak üzere, karşılaştırmalı olarak hazırlanmayabilir. Bu durumda tutarlılık kavramının sonucu olarak, gerekli açıklamaların mali tablo dipnotlarında bulunması zorunludur.
- d) Mali tabloların kamuya duyurulmasında bağımsız denetlemeden geçmeyen mali tablo başlıklarında "Bağımsız Denetlemeden Geçmemiş" ibaresine yer verilmesi şarttır.

Dönemsel raporlar, mevcut durum raporları (özel durumlar raporları), ara durum raporları ve yıllık raporlar “sürekli aydınlatma”nın özünü oluştururlar.

1.6.1. Dönemsel (periyodik) Raporlar

Bugünkü mevzuatımızın gerektirdiği yıllık raporların dışında, kısa aralıklı şirket raporları, kamunun aydınlatılmasında ilgi çevrelerine daima güncel bilgiler sağlar. Bunun yanı sıra, dönemsel raporlar şirketin yaptığı bütün diğer açıklamaların değerlendirilebilmesi için önemli bir temel de teşkil ederler. SEC dönemsel raporların önemini şu şekilde belirtmiştir²⁰; “Dönemsel raporlarda yer alan daha geniş bilgiler, şirket tarafından yapılmış daha önceki pek çok açıklamanın temeli olarak, yatırımcılar ve özellikle analizciler ve kurumsal yatırımcılar tarafından

²⁰ Aktaran: Doğan Kütükçü, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Beta Yayınları, İstanbul 2004, s. 612.

değerlendirilirler. Bu raporlarda yer alan bilgiler gelir açıklamalarında veya şirketin sayısal değerlerinde meydana gelen artışların duyurulduğu diğer açıklamalarda yer almadıkları için, bu raporlar karşılaştırmalı analizler yapmak bakımından gerekli daha detaylı bilgiler de içerirler. Üstelik yasanın zorunlu tuttuğu raporlar, şirketin basın açıklamalarında veya kamuya yaptığı diğer duyurularda sunduğu bilgilerin doğrulanması işlevi de görür.”

Ancak, genel olarak bilanço çıkarma dönemi yıllık olduğu için ara bilanço çıkarma gereği işletmelerde yerleşmemiştir²¹. Bunu nedenle, borsada işlem gören şirketler 3'er aylık ara dönem bilançolarını borsaya göndermek zorunda bırakılmışlardır.

Üç aylık raporlar, kullanıcıların bir şirketi etkileyen trendleri ve trendlerdeki değişiklikleri zamana dayalı olarak belirlemelerine yardımcı olur. Çünkü kullanıcılar trendleri tahmin ederler, kullanıcıların trendleri algılayışlarındaki değişiklikler onların bir şirketin geleceği hakkındaki yargılarını etkiler. Bu nedenle kullanıcıların bir şirketi etkileyen değişiklikleri, uzun zaman aralığı olmaksızın, gerçekleşikten kısa bir süre içinde öğrenmeleri gerekir²².

Seri XII No: 1 tebliğe göre, Hisse Senetleri Borsada işlem gören ortaklıklarca; Bağımsız sınırlı denetlemeden geçmiş özet ara bilanço ve gelir tablolarının, bağımsız sınırlı denetleme rapor özeti ile birlikte yayımlanmak üzere menkul kıymetlerinin işlem gördüğü borsaya; ayrıntılı ara bilanço, gelir tablosu ve bağımsız denetleme raporunun, Kurul'a, ilgili ara dönemi izleyen beş hafta içinde; Bağımsız sınırlı denetlemeden geçmemiş özet ara bilanço ve gelir tablolarının, yayımlanmak üzere, menkul kıymetlerinin işlem gördüğü borsaya; ayrıntılı ara bilanço ve gelir tablolarının, Kurul'a ilgili ara dönemi izleyen üç hafta içinde gönderilmesi zorunludur.

²¹ Muharrem Karslı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları, İstanbul 2004, s. 612.

²² Jenkins Committee Report (1994)

1.6.2. Kamuya Açıklanması Gereken Özel Durumlar

Sermaye piyasası mevzuatı, özel durumlarda halka yapılması gereken açıklamaları Seri: VIII, No: 39 tebliğiyle düzenlemiştir. Bu açıklamalardaki amaç bir sonraki dönemsel rapora kadar bekleyemeyecek önemli gelişmelerden piyasayı haberdar etmektir. Özel durumlar ortaya çıktıkları veya öğrenildikleri anda en seri haberleşme aracı ile piyasaya duyurulmalıdırlar.

Bu tür açıklamaların diğer bir önemi ise, bu bilgilerin içeriden öğrenenlerin ticaretine konu olmadan önce kamuya açıklanmalarını temin etmiş olmalarıdır²³.

Aşağıda yer alan önemli durumlar, şirketin finansal durumuna ve faaliyet sonuçlarına olan etkisi ile birlikte derhal kamuya açıklanır.

- Şirket aleyhine ve/veya şirket tarafından önemli tutarlarda bir davanın açılması veya açılmış olan bir davanın karara bağlanması,
- Şirket faaliyetlerinin bir bölümü veya tamamının dışarıdan kişi veya kuruluşlarca yerine getirilmesi (faaliyet aktarımı) hususunda bir anlaşma yapılması,
- Alacakların önemli bir bölümünün tahsilinin şüpheli hale gelmesi
- Ana şirkette, iştirak/bağlı şirketlerde ve müşterek yönetime tabi şirketlerde ve sermaye ilişkisi bakımından önemli değişiklik olması,
- Sermaye piyasası araçlarının kayda alınmasından sonra halka arzından önce kamuya açıklanmış olan bilgilerde bir değişiklik olması veya yeni bir gelişmenin ortaya çıkması,
- Şirketin son 5 işgünü içinde hisse fiyatında %25'ten fazla azalış veya artış olması,
- Şirketin öncelikli faaliyet konularındaki değişiklikler,
- Bağımsız denetim şirketinin değişmesi veya görevden çekilmesi, bağımsız denetim
- Sözleşmesinin feshi,

²³ Kütükçü, a.g.e. 2004, s. 37.

- Şirketin gelirlerinin oluşumunda önemli paya sahip bir müşteri ve/veya de önemli bir paya sahip olan tedarikçi ile olan iş ilişkisinin, bir önceki döneme göre önemli ölçüde azalması/artması veya sona ermesi,
- Bir yükümlülüğün ifa edilmemesi veya artmasına sebep olan ve şirket için önemlilik arz eden doğrudan veya şarta bağlı önemli yükümlülüklerle neden olan olaylar,
- Önemli tutarda, olağanüstü bir zararın veya karın ortaya çıkması ya da şirketin karlılığını veya zararını önemli ölçüde etkileyebilecek her türlü bilgi,
- Derecelendirme kuruluşunun şirket ve sermaye piyasası aracı ile ilgili olarak verdiği derecelendirme notu ile buna ilişkin değişiklikler,
- Şirketin ihraç ettiği menkul kıymetin işlem gördüğü borsanın kotasyon şartları karşısındaki durumunun değişmesi, kotasyon şartlarından birini yerine getirememesi veya borsa kotundan çıkarılması,
- Şirketin finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirememesi, aciz halinde bulunduğunu gösteren emarelerin ortaya çıkması, borçlarının ertelenmesi veya yeniden yapılandırılması talebinde bulunması,
- Şirketin konkordato talebinde bulunması, iflasının istenmesi veya mahkemenin şirketin iflasına karar vermesi, tasfiye sürecine girmesi,
- Şirketin çağrıda bulunarak hisse senedi veya vekalet toplamaya karar vermesi; çağrıda bulunarak hisse senedi toplanması yükümlülüğünün ortaya çıkması ve bu konuda yapılacak işlemler.

1.6.3. Yıllık Faaliyet Raporları

Halka açık şirketler tarafından gerçekleştirilen en detaylı aydınlatma aracı yıllık faaliyet raporlarıdır. Bu raporlar, denetçi raporu ve mali tablolardan oluşurlar. Bu raporlar özellikle şirket faaliyetlerinin ve sahip olunan varlıkların tanımını, önemli dava ve diğer yasal işlemleri, denetimden geçmiş mali tabloları, şirket yetkililerinin ve yüksek kademe yöneticilerinin geçmişine ait bilgileri, T.T.Kanunu m.329'a göre şirketin kendi hisse senetlerini elde etmesi durumu hakkındaki bilgileri

ve personele sağlanan hak ve menfaatleri içermelidir²⁴. Yönetim kurulu yıllık faaliyet raporunda bulunması gereken bir başka husus ise; şirketin gelişimi hakkında yapılan öngörülerdir²⁵.

S.P.K. tarafından belirlenen esas ve standartlar çerçevesinde en az bir önceki dönemle karşılaştırmalı olarak hazırlanmış mali tabloları da içeren bu rapor yeterli sayıda çoğaltılarak genel kurul toplantılarından en az on beş gün önce işletmenin merkez ve şubelerinde pay sahiplerinin incelemesine sunulur²⁶. Ayrıca işletme bu raporları diğer ilgi ve menfaat sahiplerinin kullanımına sunmak için varsa internet sitesinde yoksa diğer yazılı iletişim araçlarında açıklaması gerekmektedir.

1.7. S.P.Kanununda Kamuyu Aydınlatmakla Yükümlü Olanlar

Kamuyu aydınlatma ilkesinin amacı, sermaye piyasalarında fon arz edenler ile talep edenler arasındaki ilişkinin sağlıklı bir şekilde işleyişini sağlamaktır. Bu işleyişin, bilgilerin doğruluk ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtma ilkesine uygunluğu bakımından, yürütülmesinde bazı kişi veya kurumlara bir takım yükümlülükler düşmektedir. Söz konusu yükümlülükleri ve yükümlülüklerini Sermaye Piyasası Kanunu düzenlemiştir.

1.7.1. İhraççılar

Sermaye Piyasası Kanunu'nda ihraççı; Anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler şeklinde tanımlanmıştır.

Aynı kanunun 16. maddesinde de “İhraççılar ve sermaye piyasası kurumları, konsolide olanlar dahil kamuya açıklanacak veya gerektiğinde Kurulca istenecek mali tablo, rapor ve bilgileri tespit olunacak şekil ve esaslara, genel kabul görmüş

²⁴ Kütükçü, a.g.e. 2004, s. 41.

²⁵ Seri: XI No: 25 Sermaye Piyasalarında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ, m. 57.

²⁶ Yanlı, a.g.e.2005, s. 100.

muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uymak suretiyle düzenlemekle yükümlüdürler” diyerek ihraççılar kamuyu aydınlatmakla açıkça yükümlü kılınmışlardır.

1.7.2. Denetçiler

Kamuyu ilkesine esas alınan bilgilerin önemli bir kısmını finansal bilgiler oluşturur. Bu ilkeye esas alınan finansal bilgiler finansal tablolar aracılığı ile kullanıcılara yani menfaat ve ilgi çevrelerine sunulur. Bu finansal tabloların içerdiği bilgilerin doğru, güvenilir, anlamlı, gerçeğe uygun ve mukayeseye elverişli olması yanında denetlenmiş bilgiler olması da çok önemlidir. Söz konusu bu denetim, bağımsız denetin kuruluşları tarafından yapılır²⁷.

Bağımsız denetleme kuruluşları, denetledikleri mali tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan hukuken sorumludurlar. Bu nedenle kurulca belirlenen esaslar çerçevesinde düzenledikleri raporları S.P.K.’ya gönderirler ve S.P.K. bu raporları kamuya duyurur.

Buna bir örnek olarak; şirketin halka açık anonim şirket statüsünü kazandığını öğrendikleri tarihte durumu, ihraççının yönetim kuruluna ve S.P.K.’ya bildirmekle yükümlü kılınmaları gösterilebilir²⁸.

1.7.3. Yatırımcılar

Bu husustaki hüküm Seri: VIII No: 39 tebliğde düzenlenmiştir. Söz konusu tebliğ kamuya açıklanması gereken özel hükümleri açıklarken, Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişikliklerin de kamuya duyurulması gerektiğini belirtmektedir. Bu durumda kamuya açıklama yapması gereken kişi veya kişiler, söz konusu işlemi gerçekleştiren yatırımcı gerçek veya tüzel kişilerdir²⁹.

²⁷ Yalkın, a.g.e.1998,s. 169.

²⁸ Yanlı, a.g.e. 2005, s. 144.

²⁹ Yanlı, a.g.e. 2005, s. 144.

1.7.4. Aracı Kuruluşlar

S.P.K. bu konu ile ilgili olarak yaptığı düzenleme ile, birincil piyasada aracılık yapan kuruluşlara “aracı kurum” adını vermiştir. Bunun yanında bankalar ve menkul kıymetler borsasında faaliyet gösteren aracılardan haklarının saklı olduğunu da belirterek, bu alanda faaliyet gösterecek kurumları aracı kurumlarla sınırlandırmamıştır³⁰.

S.P.Kanunu ve ilgili diğer mevzuatta da aracı kuruluşların, aracılık ettikleri şirketlerin ve diğer sermaye piyasası araçları hakkında kamuya açıklamalar yapma yükümlülükleri getirilmiştir. S.P.K. bu konunun düzenlenmesi amacıyla 2004 yılında Seri: V No: 77 tebliği çıkarmıştır. Tebliğin amacı, 1. maddesinde “Aracı kuruluşlar tarafından düzenlenecek Kamuyu Aydınlatma Formu ile yatırımcıların, faaliyetlerini sürdüren aracı kuruluşların hukuki ve mali durumları hakkında bilgilendirilmesi” şeklinde açıklamıştır.

2. KURUMSAL YÖNETİM ve ŞEFFAFLIK

Günümüz modern işletmelerin finansman ihtiyaçları o kadar gelişmiştir ki artık iç piyasa bu ihtiyaçları karşılayamaz hale gelmiştir. Bu gelişmeler işletmeleri uluslararası sermaye hareketlerinden pay alma çabasına itelemiştir. Bu gelişmelerle birlikte ilgili piyasalarda menfaat sahiplerinin haklarını en ideal şekilde korumak amacıyla kurumsal yönetim ilkeleri geliştirilmiştir³¹.

Kurumsal yönetimin temel işlevi, firmaların belirli kurallar çerçevesinde finansal piyasalarda fon sağlayabilmelerini, faaliyetlerini etkin bir şekilde kuruluş amaçlarına uygun olarak gerçekleştirebilmelerini, faaliyet gösterdikleri sektör ve ülkenin hukuki düzenlemeleri tarafından kendilerine yüklenen yükümlülükleri firma

³⁰ O. Berna İpekten, **Sermaye Piyasası**, Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayınları, No: 214, Erzurum, 1999, s. 74.

³¹ Süleyman Uyar, **Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Anlayışının Önemi**, Mali Çözüm Dergisi, Sayı: 66, 2004, s. 18

ortaklarının, piyasa katılımcılarının ve toplumun beklentilerini karşılayabilecek şekilde kanunlara ve düzenlemelere uygun olarak yerine getirmesidir³².

Kurumsal yönetimin şirket uygulamalarında öne çıkan konuları ise; finansal ve finansal olmayan bilgilerin kamuya açıklanması, pay sahiplerinin eşitliği, yönetim kurullarının uygulamaları, yönetim kurullarının bağımsızlığı ve bunlara sağlanan maddi menfaatler, sermaye yapısı, halka açıklık oranları, hisse senetlerinin likiditesi, menfaat sahiplerinin alınan kararlara katılım düzeyi, şirketin çevreye duyarlılığı ve sosyal sorumluluk düzeyidir³³.

Bu kapsamda kurumsal yönetim; şirket yöneticisinin doğru kararlar alabilmesi, demokratik katılım kanallarının açık olması, şirket yöneticisinin aldığı kararlardan hissedarlar başta olmak üzere çıkarları etkilenebilecek herkesin şirket yönetimini denetleyebilmesi ve şirketin keyfilikten uzak; hukuk ve kurallara bağlı, kısacası “şeffaf” yönetilmesidir³⁴. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, pay ve menfaat sahiplerine şirketin hak ve yararlarını da gözetecek şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle, kolay erişilebilir bilgilerin sunulmasını amaçlar.

Bilgi ortamının vazgeçilmez bir özelliği olan kurum şeffaflığı, dönem performansı, mali durum, yatırım fırsatları, yönetim, kamu ticari firmalarının değer ve riski hakkında konuyla ilgili, güvenilir bilginin yaygın biçimde erişilebilir olması şeklinde tanımlanır³⁵. Şeffaflığın artırılması, temel olarak şirketin verimlilik ve rekabet gücünü artırmakta, dolayısı ile kamuoyunun çıkarına bilgilenme ve değerlendirme amaçlarına hizmet ederek, piyasalarda kaynakların daha etkin dağılımı ve iyi yönetim anlayışının yerleşmesini sağlamaktadır³⁶.

³² Cemal Küçüksozen, Güray Küçükkocaoğlu, **Kurumsal Şirket Yönetiminde Finansal Bilginin Rolü**, Muhasebe ve Denetime Bakış, Eylül 2005, s. 81.

³³ S.P.K. Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 2.

www.spk.gov.tr/ofd/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleri.pdf, s. 27-28, 09.04.2006

³⁴ Örerler, a.g.e.2005, s. 3.

³⁵ Robert M. Bushman, Abbie J. Smith, **Transperancy Financial Accounting Information and Corporate Governance**, FRBNY Economic Policy Review, April 2003, s. 76.

³⁶ Örerler, a.g.e. 2005, s. 3.

3. KAMUYU AYDINLATMA ve ETKİNLİK KURAMI

Sermaye piyasası, orta, uzun (tahviller) ve sonsuz (hisse senetleri) vadeli fonların arz ve talebinin aracı kuruluşlar aracılığı ile ve menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasalardır³⁷.

Sermaye piyasası araçlarından birisi de menkul kıymetlerdir. Menkul kıymetler Sermaye Piyasası Kanununda “Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraklar” şeklinde tanımlanmıştır. Menkul kıymetlerin, tasarruf ve yatırım kararlarının koordinasyonunu ve giderek azalan kaynakların etkin dağılımını sağlamak gibi bir işlevi vardır. Bu işlev gerçekleşirken tasarruf sahibinin amacı faydasını maksimize edecek olan menkul kıymet portföyünü oluşturmaktır. Bu portföyün oluşturulabilmesi için ise alternatifler hakkında piyasaya bilgi akımının varlığı gerekmektedir³⁸.

Bu nedenle menkul kıymet piyasalarının etkinlik derecesini belirleyen temel faktör piyasaya akan bilginin niteliği ve niceliğidir.

3.1. Tanım ve Özellikler

Etkin sermaye piyasası kuramı, finansal açıdan önem arz eden bilgilerin kamuya açıklanması ile sermaye piyasasındaki fiyat değişimleri arasındaki ilişkiyi açıklayan, bir piyasadaki pay senedi fiyatlarının ulaşılabilecek tüm bilgiyi tamamen yansıttığı bir piyasa olarak tanımlanmaktadır³⁹. Yani bir firmanın karlılığı, dağıtacağı temettü, yeni yatırımlar yapıp yapmayacağı, pazardaki payının durumu gibi somut bir bilgi söz konusu olduğunda, bu bilgiye herkes sahipmiş gibi fiyatların oluştuğu piyasadır.

³⁷ Karslı, a.g.e. 2004, s. 23.

³⁸ Altıntaş, a.g.e. 1989, s. 113.

³⁹ Yanlı a.g.e. 2005, s. 167.

Etkin sermaye piyasalarında fiyat sinyalleri piyasada var olan herhangi bir bilgiyi anında iletebilecek durumda olduğu için kimse ortalamanın üstünde bir getiri sağlayamayacaktır⁴⁰. Kuramın asıl ortaya çıkış nedeni ise bu noktadır. Böylece bilgiye piyasadan önce ulaşabilecek durumda olanlar, bu bilgileri şahsi menfaatleri doğrultusunda aşırı kazanç sağlamak için kullanamayacaklardır.

Etkin piyasa kuramının özellikleri ise şunlardır;

- Piyasaya çok sayıda katılan vardır ve bunlardan hiçbirisi piyasayı etkileyebilecek bir paya sahip değildir.
- Piyasadaki menkul kıymetlerle ilgili bilgiler tam, doğru ve kolaylıkla, düşük bir maliyetle elde edilir.
- Yatırımcılar elde ettikleri bilgileri doğru bir şekilde kullanırlar.
- Piyasalarda likidite yüksek, alım-satım giderleri düşüktür. Böylece fiyatlar genel değişimlere kolaylıkla uyum sağlar.
- Piyasaların kurumsal yapısı gelişmiştir.

3.2. Piyasanın Etkinlik Düzeyleri

Sermaye piyasalarındaki etkinlik, menkul kıymetlerin fiyatını belirleyen bilgi kümesinin genişliğine ve bilginin etkinliğine göre üç düzeyde sınıflandırılmaktadır.

Bilgi etkinliği, bir menkul kıymetin herhangi bir andaki fiyatının, o menkul kıymetle ilgili tüm bilgileri yansıtacağı anlamına gelmektedir⁴¹.

3.2.1. Zayıf Düzeyde Etkinlik

Piyasada etkinlik düzeyi zayıf ise, geçmişe ait tüm bilgiler menkul kıymet fiyatına yansımıştır. Bu nedenle geçmişe ait fiyat hareketlerini inceleyerek belirli dönemsel tekrarları saptamaya çalışmak, gelecekteki fiyatları belirlemek açısından hiçbir mana ifade etmemektedir. Çünkü pazardaki fiyatlar, pazara rastlantısal olarak

⁴⁰ Altıntaş, a.g.e. 1989, s. 114.

⁴¹ Altıntaş, a.g.e. 1989, s. 118.

gelen bilginin farklı şekillerde değerlendirilmesi sonucu oluşmakta, bu nedenle de fiyat değişimleri tesadüfi bir özellik göstermektedir⁴². Fiyat değişimlerinin bu özelliğinden dolayı yatırımcının olağanüstü bir getiri sağlaması mümkün değildir.

3.2.2. Yarı Güçlü Düzeyde Etkinlik

Yarı güçlü etkinlik düzeyinde, kamuya açık tüm bilgilerin menkul kıymet fiyatlarına yansımış olduğu görüşü hakimdir. Zayıf düzeyde etkin piyasalara göre burada daha geniş bir bilgi kümesi vardır. Bu küme, sermaye pazarına ilişkin yayınlar yapan günlük, haftalık veya aylık gazete ve dergilerden, yatırım uzmanlarının değerlendirmelerinden ve şirket haberlerinden oluşmaktadır⁴³.

Bilgi kümesi dışında göz önünde bulundurulması gereken bir başka faktör ise bilginin yatırımcıya ulaşma süresidir. Etkinlik kuramının özelliklerinden biriside bilginin farklı konumdaki yatırımcılara ulaşma süresinin aynı olmasıdır. Böylece bilgiye erken ulaşan yatırımcı ortalamanın üstünde bir getiri elde edemeyecektir.

Etkinliğin yarı güçlü düzeyde olduğu piyasalarda, söz konusu bilgi kümesine bütün yatırımcılar aynı miktarda ve aynı anda ulaştığı için olağanüstü bir getiri söz konusu değildir.

3.2.3. Güçlü Düzeyde Etkinlik

Güçlü düzeyde etkinlikte yatırımcı tarafından ulaşılabilecek bilgi kümesi daha geniştir. Burada kamuya açık ve kişilere özel her türlü bilgi hisse senedi fiyatına yansımıştır. Dikkat edilmesi gereken, sadece kamuya açık bilgilerin değil kamuya açık olmayan bilgilerinde piyasada dolaştığıdır.

Kamuya açık olmayan bilgilere ulaşabilecek durumda olanlar ise içeridekiler yani, şirketin büyük pay sahipleri ve yöneticilerdir. Ancak böyle bir piyasada, şirket

⁴² Murat Kıyılar, **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İrdelenmesi -Test Edilmesi -**, No: 86, Ankara, 1997, s. 20.

⁴³ Kıyılar, a.g.e. 1997, s. 40.

ile ilgili özel bilgilere sahip olan içeridekilerin dahi bu bilgilerden yararlanarak olağanüstü getiri sağlamaları mümkün değildir. Çünkü bu bilgiler de menkul kıymet fiyatlarına yansıdığı için hiçbir değer taşımamaktadır⁴⁴.

3.3. Piyasa Etkinliğini Belirleyen Faktörler

Piyasa etkinliğini belirleyen iki temel faktör vardır. Bunlar bilginin edinilmesi, değerlendirilmesi ve doğrulanmasının maliyeti ve bilginin yatırımcılar arasındaki dağılımıdır.

Bilgi edinme maliyeti, piyasa yatırımcılarının bilgiye ulaşma ve kavrama, firmanın risk ve yatırım getiri potansiyelini anlama ve de bilginin geçerliliğinin doğrulanması masraflarını içerir. Bilgi ne kadar masrafsız bir şekilde elde edilebiliyorsa dağılımı da o kadar hızlı gerçekleşecektir⁴⁵.

3.4. Ülkemizde Kamuyu Aydınlatma Sürecinin Düzenlenmesi ve Piyasanın Etkinliği

Genel olarak sermaye piyasalarının yarı güçlü ve zayıf derecede etkin olduğu kabul edilmektedir. Güçlü etkin piyasa özelliklerine çok nadir rastlanmaktadır⁴⁶.

Sermaye Piyasası Kanununun yürürlüğe girmesi ile birlikte kamuyu aydınlatma kavramı ülkemizde ilk kez gündeme gelmiş ve yatırımcılar artık yatırım yapacakları şirket hakkında bilgi edinmeye başlamışlardır. Kurul'un bu konudaki düzenlemeleri piyasaya istikrar kazandırarak, birtakım krizler (Bankerler Krizi gibi) sonrası ortadan kalkan güven ortamı yeniden sağlayarak, menkul kıymet ihraçlarını miktar ve çeşit bakımından artırarak, aracı kurum ve bankaların faaliyetlerini düzenleyerek Borsa'nın yeniden işlerlik kazanmasını sağlamıştır. Nitekim bütün bu gelişmeler sonucunda ülkemizdeki sermaye piyasalarının etkinlik derecesi yükselmiştir⁴⁷.

⁴⁴ Yanlı, a.g.e. 2005, s. 170.

⁴⁵ Yanlı, a.g.e. 2005, s. 171.

⁴⁶ Gökhan Özer, **Muhasebe Karları İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler İMKB'de Deneysel Bir Analiz**, S.P.K. Yayınları, No: 31, Ankara, 1996, s. 41.

⁴⁷ Altıntaş, a.g.e. 1989, s. 139.

4. BAĞIMSIZ DIŞ DENETİM VE KAMUYU AYDINLATMA

Bağımsız dış denetim Seri X ve 16 Nolu tebliğde “Ortaklıkların ve Sermaye Piyasası Kurumlarının kamuya açıklanacak veya Kurulca istenecek mali tablolarının, genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uygunluğu ile bilgilerin doğruluğunun ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtıp yansıtmadığının, denetçiler tarafından denetim ilke ve kurallarına göre, defter, kayıt ve belgeler üzerinden incelenmesini ve tespit edilen sonuçların rapora bağlanması” olarak tanımlanmaktadır.

Kamuya açıklanan mali tabloların güvenilirliğinin en önemli garantisi, bu tabloların bağımsız denetim kuruluşlarınca, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre denetlenmesidir. S.P.K. bağımsız denetlemeye tabi olacak şirketlerin yanı sıra, bağımsız dış denetleme şirketlerinin kuruluş ve faaliyet esaslarını, bunların yönetici ve denetçilerinin sahip olmaları gereken nitelikleri, yetki ve sorumluluklarını ile yasaklılıklarını, denetim raporlarının tür ve kapsamını da belli esaslara bağlamıştır⁴⁸. Bu esaslar söz konusu tebliğde ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Düzenlenen bağımsız denetim raporunun bir örneği, bağımsız denetim kuruluşunu temsil ve ilzama yetkili imzasını taşıyan bir yazı ekinde ikinci fıkrada belirtilen süre göz önüne alınarak müşterinin yönetim kurulu başkanlığına verilir.

Bağımsız denetim raporunun özeti, Türk Ticaret Kanunu’nun 362’inci maddesi uyarınca, ilgili bulunduğu yıla ilişkin mali tablo ve raporların görüőüleceđi genel kurul toplantısından en az on beş gün önce pay sahiplerinin emrine hazır bulundurulur ve genel kurulda okunur. Kurulun ilgili tebliğleri uyarınca ve süresi içinde ilanı gereken mali tablo ve raporlarla birlikte yayımlanarak kamuya duyurulur.

⁴⁸ Altıntaş, a.g.e. 1989, s. 95.

5. S.P.K. DENETİMLERİ VE KAMUYU AYDINLATMA

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasasının, güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını sağlamaktan sorumlu organ olarak Kurul'a, düzenlemeler yapma ve gözetim yetkisine ek olarak, kanun kapsamındaki ortaklık ve kurumlarda denetlemeler yapma yetkisi de verilmiştir (Denetim İlke ve Esasları; 1996, 477).

5.1. Kayda Alma Sistemi

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun' da 1992 yılında yapılan değişikliğe kadar "izin sistemi" uygulanmaktaydı. İzin sistemine göre S.P.K., sermaye piyasası araçlarının halka arzında bilgilerin yeterliliği ve doğruluğunu incelemekle yetinmemekte, kamu yararına uygunluk değerlendirmeleri de yapmak zorundaydı⁴⁹. Söz konusu kanunda 3794 sayılı kanun ile yapılan değişiklik sonucu izin sisteminin yerini "kayda alma sistemi" almıştır.

Kayda alma sisteminde, yatırımcının sermaye piyasası araçlarına yatırım yapacakları ihraççıların ekonomik gerçeği hakkında yeterli ve doğru bilgi edinmeleri ve bu bilgilere dayanarak risk-getiri değerlendirmelerini kendilerinin yapmaları esastır. Bu çerçevede S.P.K.'nın görevi sadece kamunun aydınlatılmasını sağlamaktır.

Bu sistemin kamunun aydınlatılması yönündeki katkıları;

- Piyasada farklı risk-getiri bileşenlerine sahip geniş bir araç yelpazesi oluşturması,
- Piyasanın değişik ihtiyaçlarına yanıt verebilecek danışmanlık ve derecelendirme kurumlarının ortaya çıkması,
- Riskten korunma ve ölçek ekonomilerinden faydalanmak üzere, kolektif yatırım kurumların gelişebilmesidir.

⁴⁹ Yanlı, a.g.e. 2005, s. 109.

5.2. Aracı Kurumlara Menkul Kıymet İhraçlarında Aracılık Etme Yetkisinin Vermesi

Underwriting yapma yetkisini S.P.K., sermaye piyasalarında fon teminini kolaylaştırmak ve sağlıklı bir fiyat mekanizmasının kurulabilmesi için, birtakım aracı kuruluşlara verebilir.

Sermaye piyasası araçlarını halka satışından ilan edilen izahname ve sirkülerin ihraççılar ve ihraca aracılık eden aracı kurum tarafından birlikte imzalanması zorunludur. Aracı kuruluşlar -bağımsız denetleme kuruluşlarının sorumluluğunda olanlar hariç- izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından sorumludur.

5.3. Denetlemeye Yönelik Düzenlemeler

Kamuya açıklanacak mali tablolarda yer alan bilgilerin güvenilirliğini sağlamak amacıyla, söz konusu tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi zorunludur. S.P.K. denetleme yetkilerine dayanarak bir dizi düzenleme yapmıştır. Şöyle ki Kurul;

- Genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarını belirleyerek, kanun kapsamındaki ortaklık ve kurumların muhasebesini bu ilke ve standartlara uygun olarak tutmaları zorunluluğunu,
- Konsolide mali tablolar dahil, her türlü mali tablo ve raporların Kurulca belirlenen ilke, standart ve formlara göre hazırlanıp kamuya duyurulması zorunluluğunu getirmiştir.

6. KAMUYU AYDINLATMA İLKESİNİN YÖNELDİĞİ MENFAAT SAHIPLERİ

Sermaye piyasalarında kamuya açıklanması gereken bilgilerin büyük bir çoğunluğunu işletmelerin muhasebe sistemlerinden çıkan bilgiler oluşturur. Söz konusu bilgilerle ilgilenen çeşitli menfaat sahipleri vardır. Menfaat sahibi, işletmenin hedeflerine ulaşmasında ve faaliyetlerinde ilgisi olan herhangi bir kimse, kurum veya çıkar grubu olabilir. Bu kişi veya grupların işletme ile sözleşmeye dayalı bir ilişkisi olabileceği gibi, ilişkinin sözleşmeye dayanmadığı durumlarda olabilir. Pay ve menfaat sahipleri şirketin yönetimi, finansal ve hukuki durumu ile ilgili olarak düzenli ve güvenilir bilgiye erişim ihtiyacı duyarlar⁵⁰. Çünkü söz konusu menfaat sahipleri kamuya açıklanan bu bilgilere dayanarak hayati sayılabilecek birçok karar alırlar.

İşletmelerin düzenlemeleri gereken mali tablo ve raporlar ile bunların hazırlanması ve ilgililere sunulmasına ilişkin muhasebe ilke ve kurallarını belirlemek amacıyla S.P.K., Seri: XI No: 25 “Sermaye Piyasalarında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ”i çıkarmıştır. Söz konusu tebliğin 10. maddesinde bilgiye ihtiyaç duyan ve ekonomik karar almada mali (finansal) tablolara bağımlı olan ‘mali tablo kullanıcıları’ sıralanmıştır. Mali tablo kullanıcıları ile kamuyu aydınlatma ilkesinin ilgi çevreleri paralellik göstermektedir⁵¹.

Firmaların kamuya açıkladıkları bilgileri kullanan çıkar gruplarının, açıklanan bilgilere olan gereksinimleri ve bu bilgilerden beklentileri sürekli artmaktadır. Bilgi gereksiniminin artışının altında yatan neden ise, işletme faaliyetlerindeki önemli düzeylere varan farklılaşmalardır. Bu farklılaşma kamuya açıklanan bilgilerin ayrıntı düzeyini önemli ölçüde etkiler. Ayrıntı düzeyini belirleyen temel faktör ise çıkar gruplarının, açıklanan bilgileri kullanmalarındaki amaçtır⁵².

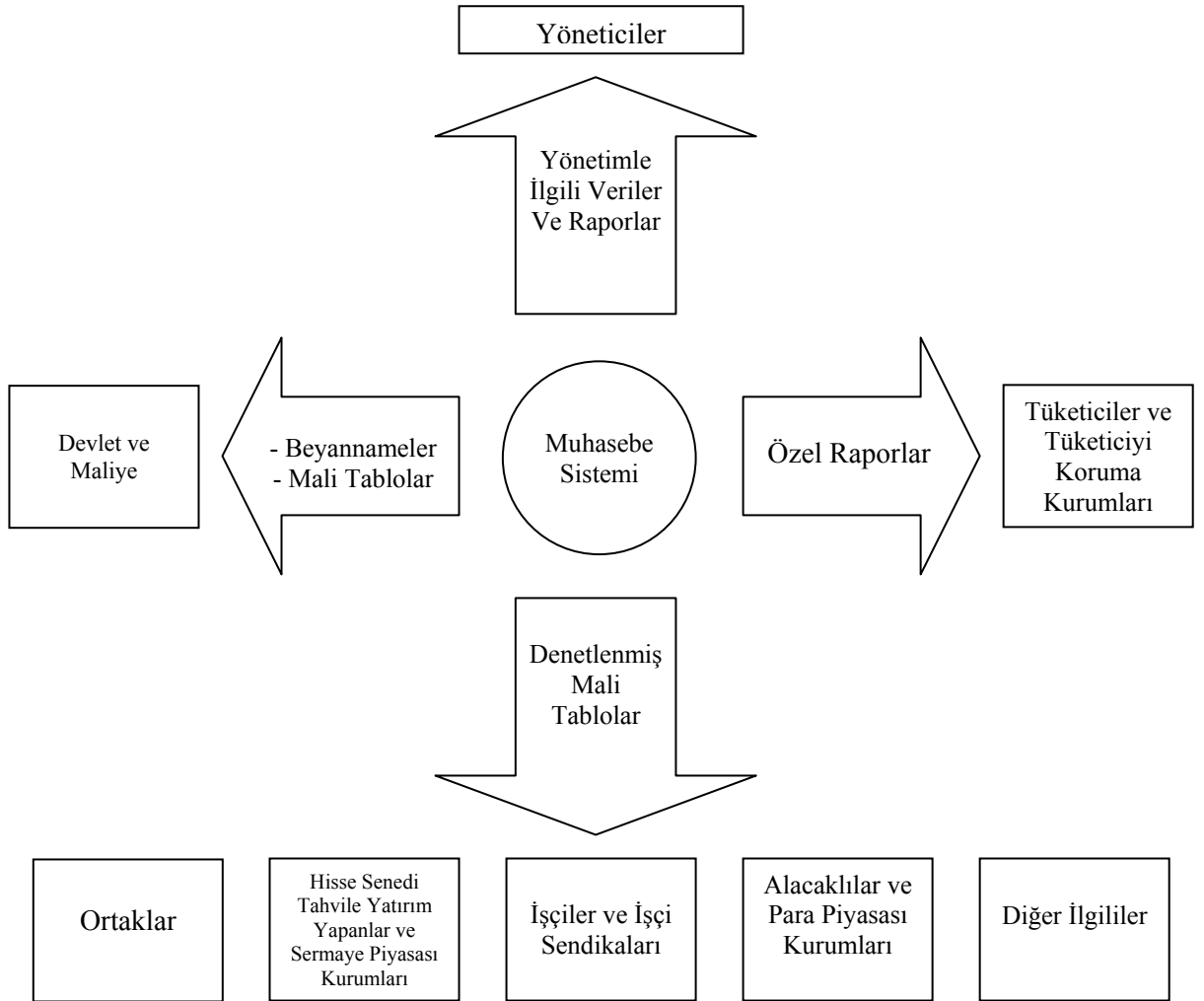
⁵⁰ S.P.K. Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 32.

⁵¹ Yanlı, a.g.e. 2005, s. 102.

⁵² Orhan Çelik, **Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuya Açıklama**, Muhasebe ve Denetime Bakış, Şubat 2002, s. 78.

Hissedarlar, ortaklar, yatırımcılar ve müşteriler bunlardan bazılarıdır. Ayrıca söz konusu ilgililerin içerisinde özellikle işletmelerin faaliyet sonuçlarını gösteren finansal tablolarını değerlendirerek analiz eden kreditorler ve birtakım analistler de yer almaktadır.

Burada önem taşıyan bir başka husus ise; pay sahipleri dışındaki ilgililer, sadece ihraççı yada sermaye piyasası kurumları tarafından açıklanan bilgilerle yetinebilecekleri gibi Bilgi Edinme Kanunu çerçevesinde özel bir çaba harcayarak ilan edilmeyen konularda da bilgi sahibi olabilmeleridir⁵³.



Şekil 1. Muhasebe Bilgisi Kullanıcıları, Muharrem Karslı, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları, İstanbul, Ocak 2004.

⁵³ Yanlı, a.g.e. 2005, s. 98.

6.1. Pay Sahipleri

Pay sahiplerinin kamunun aydınlatılması ilkesinin muhatabı olup olmadıkları tartışmalı bir konudur. Ancak halka açık anonim ortaklık kavramı artık pay sahiplerini ortaklığın merkezi olmaktan çıkarmıştır. Yasalarda ön görülen kuralların pay sahiplerinin de menfaatlerini korumasıyla pay sahipleri arka plana itilmiş, iktisadi bir amaca tahsis edilmiş *ortaklık malvarlığına* önem verilmeye başlanmıştır. Yani esas amaç malvarlığının korunması olmuştur⁵⁴.

Pay sahiplerinin kamunun aydınlatılmasının muhatabı olmalarının gerekçeleri şu şekilde sıralanabilir;

1. Pay sahibi yani malik, vekalet veren ve rizikoyu taşıyan kişi olduğu için “tevkil⁵⁵” edilen işletme yönetiminden ayrıntılı hesap istemesi.
2. Kamuyu aydınlatma ortaklık haklarının kullanılabilmesi için zorunludur.
3. Kamuyu aydınlatma sermaye piyasası için de gereklidir ve bu piyasada pay sahipleri de yer alır.

6.2. Gelecekteki Pay Sahipleri (Yatırımcılar)

Yatırımcılar, ellerindeki tasarrufu menkul kıymetler satın alarak, yatırıma dönüştürmeyi düşünen kişi veya kurumlardır. Bir yatırımcının temel hedefi, şirketlerin ve onların özsermaye net varlıklarının kesin ve nispi değeri hakkında fikir oluşturmaktır.

Rasyonel bir gelecekteki pay sahibi, iktisadi ve mali yönden güçlü olan bir anonim ortaklığın senetlerine ilgi duyar. Ancak, böyle bir durumda öğrenmek ve inanmak istedikleri en önemli nokta, ortaklığın iktisadi ve mali durumu hakkındaki bilgilerin doğruluk derecesidir. Tam bu noktada kamuyu aydınlatma ilkesi devreye girer. Bu nedenle kamuyu aydınlatma ilkesi ve gelecekteki pay sahipleri arasında sıkı bir bağ vardır.

⁵⁴ Tekinalp, a.g.e. 1979, s. 25.

⁵⁵ Buradaki “tevkil” kavramı “vekil edilen” manasındadır.

6.3. Kreditörler

Bir kreditörün temel hedefi bir şirketin anapara ya da faizin zamanında ödenmesi ya da son çare olarak karşılıklı teminatlı varlıkların aktarımı yoluyla mevcut ya da gelecek borçlar ya da diğer mali senetlere ilişkin zorunluluklarını yerine getirme becerisini değerlendirmektir⁵⁶.

Bu hedefin karşılanmasında, kreditörler aşağıdakiler gibi çeşitli yaklaşımlar kullanır⁵⁷:

- Şirketin mevcut ya da tahmin edilen kazançlarını mevcut ya da tahmin edilen sabit ücretlerle kıyaslamak.
- Şirketin mevcut ya da gelecek nakit akışlarını mevcut ya da gelecek borç-hizmet gereksinimleriyle kıyaslamak.
- Şirketin varlıkların satışlarından nakit sağlama becerisini değerlendirmek.
- Şirketin sermaye sağlama becerisini değerlendirmek.
- Şirketin borç verme anlaşmalarına uyma becerisini değerlendirmek.

6.4. Ortaklık Alacaklıları

Ortaklık alacaklıları, işletmeye sağladıkları fonlar dolayısı ile getiri bekleyen kişilerle birlikte, satıcılar ve diğer alacaklılardan oluşan geniş bir kesimi ifade eder⁵⁸.

Sistem pay sahiplerini olduğu kadar alacaklıları da korumaktadır. Pay sahipleri ve alacaklılar T.T.K' nda kötü yönetim ve hileli kurulmaya karşı daima birlikte korunmuşlardır⁵⁹.

Alacaklıların korunması ilk önce sermayenin güvence altına alınmasıyla başlar. Ancak bunun yanında değerlendirmeye ilişkin hükümler, gizli yedek akçeler,

⁵⁶ Jenkins Committee Report (1994)

⁵⁷ Jenkins Committee Report (1994)

⁵⁸ Yanlı, a.g.e. 2005, s. 104.

⁵⁹ T.T.K. m. 336, 340, 309.

bunların gizli olarak çözülmesi gibi problemler de alacaklıların menfaatleriyle yakından alakalıdır.

6.5. Çalışanlar

Ortaklığın mali ve iktisadi durumunun işçiler tarafından bilinmesinin büyük önemi vardır. Ücretin tespitinde işletmenin istenileni verip veremeyeceği ancak bu ilkeler yardımı ile belli olabileceği gibi, tarafların gerçeğe dayanmayan arzularında bulunmaları da ancak bu ilke yardımı ile önlenir.

6.6. Kamu

Kamuyu aydınlatma ilkesinin bir diğer ilgilisi de doğrudan “kamu”dur. Kamu denilince belli bir organ veya devletin yetkilendirdiği belli bir merci anlaşılmalıdır. Her ne kadar, alacaklılar, çalışanlar, yatırımcılar, müşteriler de “kamu” kavramı içinde yer alsalar da, bu kavram çok daha geniş bir anlama sahiptir. Ekonomide merkezileşmenin ortaya çıkardığı tehlikelerden zarar görebilecek herkes, her çevre “kamu” kelimesinin içine girer.

Bu gün hiçbir memleket halkın tasarrufları ile ilgili sermaye piyasasında bir skandala tahammül edemez. İşte kamuyu aydınlatma çok çeşitli şekillerde kendini gösteren bu menfaati koruyan ve korunmasına yardım eden bir kavram olduğu için “kamu”nun da ilgili ve menfaat sahibi sayılması gerekir.

6.7. Devlet

Kaynak tahsisi ve dolayısı ile işletmelerin faaliyetleri ile yakından ilgili olan Devlet, işletmelerin faaliyetlerini düzenlemek, vergi politikasını belirlemek, milli gelir ve benzeri istatistikleri tutmak için işletme hakkında bilgiye ihtiyaç duyar⁶⁰. Bu ihtiyaçta Devlet’i doğal bir menfaat sahibi yapar.

⁶⁰ Seri: XI No: 25 Feb.m.10

6.8. Yönetim ile Menfaat Sahipleri Arasındaki Çıkar Çatışmaları

Kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin bir gerekçesi de yönetim veya büyük pay sahiplerinin diğer menfaat sahipleri arasında çıkar çatışması potansiyelidir.

Bilgiye diğer menfaat sahiplerinden önce ulaşabilecek pozisyonda bulunan bu gruplar söz konusu bilgiyi kendi kişisel çıkarları için kullanabilirler. Bu durumda da şirkete ait menkul kıymetlerin fiyatlarının içerdiği bilgi, üretilen yada mevcut olan bilgiden daha az olacaktır. Dolayısı ile, ne bugünkü nede gelecekteki pay sahipleri menkul kıymetlerin ekonomik değerinin yaklaşık tahmini olarak piyasa fiyatlarına güvenemezler. Bu nedenle içeriden öğrenenlere getirilen kamuyu aydınlatma zorunluluğu, üretilen bilgi ile açıklanan bilgi arasındaki farklılıkları gidermek için bir yol olarak düşünülmüştür⁶¹.

7. İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ VE KAMUYU AYDINLATMA

Hereksin eşit olarak sunulan bilgi olanaklarından yararlanabilmesi doğrultusunda yapılan düzenlemelerden biri “kamuyu aydınlatma ilkesi” iken, bir başka düzenleme ise önlenmeye çalışılan yeni suç tiplerine ilişkindir.

Menkul kıymet piyasalarında, yatırımcıları eşit koşullar ve eş zamanda *aydınlatma*, yatırımcıların korunması ve piyasaların düzgün işleminin temel ilkesidir. Piyasaya gelen tüm yeni bilgiler, piyasa katılımcıları tarafından en kısa süre içerisinde öğrenilerek değerlendirilmekte ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Bu nedenle bilginin açıklanma koşullar ve içeriklerinin piyasaların işleyişi üzerindeki etkileri, içeriden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerinin yasaklanmasını zorunlu kılmıştır⁶².

Evrensel adıyla “insider trading”, yasadaki adıyla “içeriden öğrenenlerin ticareti” mevzuatımıza 2499 sayılı kanunda değişiklik yapan 3794 sayılı kanunla

⁶¹ Altıntaş, a.g.e. 1989, s. 126.

⁶² Tanör, a.g.e. 1999, s. 187.

girmiştir. Sermaye Piyasası Kanununun 47. maddesinde suçun tanımlaması şu şekilde yapılmaktadır;

“Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerdten öğrenenlerin ticaretidir.”

Söz konusu maddede henüz kamuya açıklanmamış bilgilere ulaşabilecek kişiler ise “Sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağılı veya bunlara hakim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğere personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumunda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumundaki kişiler” olarak sıralanmaktadır.

İçerideki bilginin genel nitelikleri ise şu şekilde sıralanabilir;

1. Bilgi kamuya açıklanmamıştır.
2. Belirli bir niteliğe sahiptir. Yani kesin ve kaynağı güvenilir bir bilgidir. Buna göre, söylentiye dayalı bilgiler içerideki bilgi olarak kabul edilmemektedir.
3. Bilgi, bir veya daha fazla menkul kıymet ihraççısına yada bir veya daha fazla menkul kıymete ilişkindir.
4. İçerideki bilgi, menkul kıymetin fiyatı üzerinde kesin bir etkiye sahiptir.

8. ZORUNLU KAMUYU AYDINLATMA

Mal piyasası ve diğere piyasalarla karşılaştırıldığında sermaye piyasalarının, hem çok gelişmiş hem de iyi işleyen piyasalar olduğu görülür. Bu nedenle çok geniş hukuksal düzenlemelere tabi bir şekilde faaliyet gösterirler. Hukuksal düzenlemelerin, sermaye piyasalarında bu denli ağır bir şekilde kendini

hissettirmesinin nedeni ise, sermaye piyasalarının dışarıdan müdahaleye çok elverişli olan yapısıdır. Gerek içeriden öğrenenlerin ticareti ve gerekse manipülatif ve aldatıcı faaliyetlerden yatırımcıları korumak maksadıyla “zorunlu kamuyu aydınlatma” hükümleri geliştirilmiştir.

8.1. Tanım ve Kapsam

Zorunlu aydınlatma durumu bilginin kamu malı olduğu düşüncesi ile başlar. İşletme bilgilerinin zorunlu kamuya açıklanmasında, yasal bir düzenleme sonucunda kamu adına düzenleme yapan otoritelerce istenen bilgilerin kamuya açıklanması söz konusudur. Yani, yasalar, menkul kıymetler borsası ya da muhasebe standartları hazırlayıcıları tarafından zorunlu kılınan özellik ve bilgileri işaret etmektedir⁶³. Özellikle sermaye piyasalarında faaliyet gösteren firmalara ilişkin bazı bilgilerin kamuya zorunlu olarak açıklanması bu piyasaların etkinliği ve piyasalara yatırım yapan yatırımcının korunması bakımından çok önemlidir⁶⁴.

Bunun yanı sıra yasa koyucu hiçbir zaman önemli bilgilerin derhal açıklanması üzerinde durmamıştır. Her ortaya çıktıklarında yatırımcılar için önem taşıyan bilgilerin, mali tablo ve raporlar yoluyla kapsamlı olarak düzenli ve rutin bir şekilde kamuya açıklanmaları üzerinde durmuştur⁶⁵.

Zorunlu kamuyu aydınlatma anonim şirket hisselerinin veya menkul kıymetlerin alınıp satılması ve bu kapsamda şirketler arasında karşılaştırma yapma konusunda yatırımcıların maddi ve şekli anlamda aydınlanmalarına olanak sağlamaktadır. Ancak zorunlu kamuyu aydınlatmanın sermaye piyasalarında yatırım risklerini ortadan kaldırma gibi bir amacı yoktur. Sadece birincil ve ikincil piyasalarda yatırımcıların, doğru, güvenilir ve gerçeğe uygun bilgilere dayanarak yatırım kararları almalarını sağlar⁶⁶.

⁶³ JE Myburgh, **The Informativeness Of Voluntary Disclosure In The Annual Reports Of Listed Industrial Companies In South Africa**, Meditari Accountancy Research Vol. 9 2001, p. 201.

⁶⁴ Çelik, a.g.e. 2002, s. 77.

⁶⁵ Kütükçü, a.g.e. 2004, s. 258.

⁶⁶ Kaya, a.g.e. 2001, s. 20.

Hukuk tarafından zorunlu tutulan aydınlatmanın kaçınılmaz zayıflıkları da bulunur. Bunlardan birincisi, kamuya açıklanan verilerin tarihsel veri niteliğinde olmalarıdır. Yani bilgilerin hazırlandığı tarih ile açıkladıkları tarih arasındaki farktan dolayı veriler kısmen eskimiş olmaktadır. İkincisi ise dönemsel raporların hazırlanmasına kadar beklenemeyecek kadar önemli olayların ortaya çıktıklarında, kamuya açıklama yapan mercilerin açıkladıkları bilgileri güncelleme zorunluluklarının olmamasıdır. Bu durumun bir istisnası ülkemizde SPK' nın yayınlamış olduğu Seri: VIII ve 39 Nolu Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'dir.

Bu nedenle hisse senedi borsaları ve diğer öz-düzenleyici kurullar genellikle “vakitli aydınlatma (timely disclosure)” gerektirmektedirler. Bu yolla, çoğu zaman kanunun zorunlu tuttuğundan daha detaylı bilgi daha hızlı bir şekilde kamuya açıklanmış olmaktadır. Buna bir örnek, Tokyo Hisse Senedi Borsası'nda kotta bulunan şirketlerin mali yılın kapanmasından sonraki iki ay içerisinde özet mali tablolar ve yatırımcıların kararlarını önemli ölçüde etkileyebilecek olaylar için özel bir rapor ibraz etmelerinin zorunlu tutulmasıdır⁶⁷.

Bunun yanı sıra zorunlu açıklamalar paradoksal olarak daha başka şekillerde zararlı olabilir. Zaman zaman yatırımcılar ya da tüketiciler açısından açıklanan faydalı bilginin miktarını azaltma şeklinde kasıtlı olmayan bir etkiye sahip olabilir. Bu ters etki örneğin kötü bir şekilde tasarlanmış bir açıklamanın, ilgisiz bilgiler için bazı ilgili bilgileri dışarıda bırakıyorsa ortaya çıkabilir. Bu durumda toplam masrafları konusunda tasarruf etmeye çalışan firmalar zorunlu olmayan ancak yatırımcıların ya da müşterilerin daha faydalı bulabileceği ve herhangi bir zorunluluğun yokluğunda açıklayabilecekleri bazı bilgileri açıklamamayı tercih edebilirler. Diğer taraftan, eğer firmalar bu zorunluluğa açıkladıkları bilgi miktarını artırarak tepki veriyorsa, tüketiciler ya da yatırımcılar bilgi aşırılığına maruz kalabilir ve önemli detayları önemsiz olanlardan ayırt edemeyebilirler⁶⁸.

⁶⁷ Kütükçü, a.g.e. 2004, s. 68.

⁶⁸ Sherrill Shaffer, **Rethinking Disclosure Requirements**, Business Review (Federal Reserve Bank of Philadelphia), May/Jun95, p. 5.

Zorunlu aydınlatmanın yarar olasılığı en az üç koşul gerektirmektedir. Öncelikle, mevcut bir problem olmalıdır. Bunun örnekleri, bazı firmalar tarafından uygulanan tekel gücünü, tanınmayan riski ya da gereksiz biçimde yüksek “risk primleri”ni veya iş masraflarını içerir. İkinci olarak, problemi hafifletmek için ek açıklamanın bir yolu olmalıdır. Düzenlemeler tüketicilerin en iyi fiyatı ya da kaliteyi arama masraflarını azaltmak, bir pazar ya da firmadaki tam risk miktarını açığa vurmaya ya da iş masraflarını azaltmak şeklinde olabilir. Üçüncü olarak, aydınlatma zorunluluğu açıklanan yararlı bilgi miktarının tamamını artırabilmelidir. Yani, firmalar gönüllü olarak çok az bilgi açıklıyor olmalıdır. Getirilen zorunluluklar firmaları zaten açıklıyor oldukları bazı yararlı bilgileri rapor etmeyi durdurmalarına neden olmamalıdır. Diğer bir yandan getirilen zorunluluklar hem raporlama masraflarını en aza indirmek için hem de raporlanan bilginin anlaşılabilirliğini en üst düzeye çıkarmak için mümkün olduğunca basit ve standart şekilde tutulmalıdır⁶⁹.

Bu nedenle politika belirleyiciler (düzenleyici kurumlar) teklif edilen bir aydınlatma politikasını benimsemeden önce onun potansiyel yarar ve masraflarını dikkatli bir şekilde incelemeli ve planlanmamış sonuçlara karşı koruma sağlamak için aydınlatma gereksiniminin etkilerini periyodik olarak izlemelidir⁷⁰.

8.2. Zorunlu Kamuyu Aydınlatmayı Düzenleyici Kurullar*

Düzenleyici kurullar, faaliyet gösterdikleri ülkedeki sermaye piyasalarını düzenleyen ve kendi kurallarını kendileri koymaya yetkili kılınan kurullardır. Bu kurullar sermaye piyasalarının düzenli ve güvenli bir şekilde işleyişini sağlamakla görevlendirilmişlerdir. Bu nedenle zorunlu kamuyu aydınlatma ilkelerini bu kurullar düzenlerler.

⁶⁹ Shaffer, a.g.e. 1995, p. 5.

⁷⁰ Shaffer, a.g.e. 1995, p. 5.

* Bu bölümde düzenleyici kurullardan örnek teşkil etmesi için sadece, ülkemizde faaliyet gösteren Sermaye Piyasası Kurulu ve Amerika Birleşik Devletleri’nde faaliyet gösteren Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (Securities and Exchange Commission - SEC) açıklanmıştır.

8.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Kurulu, 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuştur. Yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan, idari ve mali özerkliğe sahip düzenleyici bir kamu kurumudur. Kurul'un temel görevi; sermaye piyasasının güven açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamaktır.

Kurulun temel amaçları ise; sermaye piyasalarının işleyiş kurallarını belirlemek, piyasadan fon kullanan şirketlerin belli kurallara uygun olarak en iyi şekilde yararlanmalarını sağlamak, sermaye piyasasına yatırım yapan tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak, piyasaların adil ve etkin çalışmasını sağlamaktır⁷¹.

Kurul yetkilerini, düzenleyici işlemler tesis ederek ve özel nitelikli kararlar olarak kullanır. Düzenleyici işlem niteliğindeki yönetmelik ve tebliğler, Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe konulur. Özel nitelikli kararlardan kamuoyunu ilgilendirenler, Kurulun haftalık bülteni ile ilgili kişi ve kuruluşlara duyurulur.

Sermaye Piyasası Kurulunun bazı görev ve yetkileri şunlardır:

- a) Bu Kanunun uygulanması açısından sermaye piyasası araçlarının, ihracını, halka arz ve satışının şartlarını düzenlemek ve denetlemek,
- b) İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarını Kurul kaydına almak ve kamu yararının gerektirdiği hallerde sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını geçici olarak durdurmak,
- c) Sermaye piyasasında, gerektiğinde elektronik ortam da dahil bağımsız denetim faaliyetine ilişkin esasları belirlemek; denetlemeye yetkili olanların sermaye piyasasında bağımsız denetleme faaliyetlerinde bulunacak kuruluşların kuruluş şartlarını ve çalışma esaslarını belirlemek,

⁷¹ www.spk.gov.tr

- d) Kamunun zamanında yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, genel ve özel nitelikte kararlar almak ve her türlü mali tablo ve raporlar ile bunların bağımsız denetimlerinin, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yayımlanacak izahname ve sirkülerin ve araçların değerini etkileyebilecek önemli bilgilerin kapsamını, standartlarını ve ilan esaslarını tespit ve bu konularda tebliğler yayımlamak,
- e) Sermaye piyasasını ilgilendiren her türlü iletişim araçları ile yapılan yayın, duyuru ve reklamları izlemek ve bunlardan yanıltıcı olduğu tespit edilenleri yasaklamak ve gereği yapılmak üzere ilgili kuruluşlara bildirmek,
- f) Bu Kanun hükümleri gereğince elde ettiği veya kendisine tevdi edilen mali tablo ve raporlar ile diğer belgeleri incelemek, gerekli gördüğü hususlar hakkında ihraççı ve kurum denetçilerinden veya bağımsız denetçilerden ayrıca rapor istemek, elde ettiği sonuçları değerlendirerek, Kanunda belirtilen gerekli tedbirleri almak,
- g) Dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye'de sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzı konusunda ilgili mevzuat çerçevesinde gereken düzenlemeleri yapmak,
- h) Sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil yatırım tavsiyelerinde bulunacak kişi ve kuruluşların uyacakları ilke ve esasları belirlemek.

8.2.2. A.B.D. Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (U.S. Securities and Exchange Commission - SEC)

1934'te kurulmuş olan Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (Securities and Exchange Commission - SEC) Amerika Birleşik Devletler'indeki borsaların en başta gelen düzenleyicisidir.

Halka hisse senedi, bono ve başka senetler sunan şirketler SEC'e ayrıntılı bir mali kayıt belgesi vermek zorundadır ve bu bilgiler halka açıklanır. SEC bu

belgelerin tam ve doğru olup olmadığına karar verir ve böylelikle yatırımcıların piyasadaki menkul kıymetler konusunda sağlam ve gerçekçi kararlar almaları güvence altına konulmuş olur. SEC hisse senetleri çıkarıldıktan sonra da borsadaki işlemleri denetler ve fiyatlarla oynanmasını engelleyen yönetmeliklerin uygulanmasını sağlar. Bu nedenle, aracılar, tezgah üstü piyasada işlem yapanlar ve borsaların kendileri SEC' e kayıt yaptırmak zorundadırlar⁷².

9. KAMUNUN AYDINLATILMASI ZORUNLULUĞUNA UYULMAMASININ SONUÇLARI

Kanun'un "kamunun aydınlatılmasında özel durumlar" başlığını taşıyan 16/A maddesinin ihlalinin yaptırımını ilk bakışta, 47. maddenin C bendi hükmü uyarınca 5 milyardan 15 milyar TL.'ye kadar ağır para cezası olarak görülmektedir. Ancak böyle bir eylem sonucu, bu şekildeki bir cezanın "ağır" olarak nitelenemeyeceği ortadadır.

Bu nedenle, söz konusu maddenin ihlalinin 47/C ile birlikte, madde zikredilerek belirtilmemiş olsa da 47/A-3 kapsamı içerisinde değerlendirilmesi gereklidir. Kanununun 47. maddesinin A bendinin 3. fıkrası, "sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren; haber yayan; yorum yapan" ların yanında "açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan" gerçek kişilerle tüzel kişilerin yetkililerinin ve bunlarla birlikte hareket edenlerin de cezalandırılmasını öngörmektedir. Bu ceza da, 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyar liradan 25 milyar liraya kadar ağır para cezasıdır. Suç A bendinde yazılı diğer suçlarla birleştiği takdirde öngörülen ceza ise 3 yıldan başlamak üzere 6 yıla kadar artmaktadır⁷³.

Resmi görevlilerin H.A.A.O.'larda gerçekleştirdikleri denetimler sırasında açıklama kapsamında olmakla birlikte açıklanmadığını gördükleri bilgilerin yetkili mercilere, bildirilmesini ve kamuya açıklanmasını sağlamaları gerekmektedir. Aksi takdirde, bunlar, yargı mercilerince saydamlık ve bilginin ön planda tutulduğu

⁷² www.sec.gov

⁷³ Tanör, a.g.e. 2000, s. 237.

piyasaları düzenleyen Kanun'un "açıklamakla yükümlü oldukları bilgiyi aıklamayanlarla birlikte hareket edenler" olarak tanımladıkları arasında deęerlendirilirler⁷⁴.

⁷⁴ Tanör, a.g.e. 2000, s. 238.

İKİNCİ BÖLÜM

GÖNÜLLÜ KAMUYU AYDINLATMA

1. GÖNÜLLÜ KAMUYU AYDINLATMA KAVRAMI

Firmalar sermayeye ve yatırımcılar da bilgiye ihtiyaç duydukları için, firmalar alternatif yatırım olanaklarına karşı duyulan fonlar için rekabet etmek zorunda olduklarından, bilgiyi açıklamak için güçlü dürtülere sahiptirler. Günümüzde hiçbir zaman olmadığı kadar çok insan halka açık anonim şirketlerine yatırım yapmaktadır. Artık yatırımlara ilişkin erişilebilir çok daha fazla bilgi mevcuttur ve görünüşe bakılırsa, akıllıca yatırım kararı alacak çok daha az zaman vardır.

Bu gelişmeler, iş raporlamasının – bir şirketin, yatırımcılara şirkete ilişkin sermaye tahsisi kararları konusunda yardımcı olmak için sağladığı bilgi – gitgide daha fazla güvenilir, uygun ve yararlı olmasını gerektiren bir ortamla sonuçlanmaktadır. Günümüzde iş raporlama, mali beyanlardan daha fazlasıdır; verilerin işlenmesi, performans ölçümleri, veri analizi, ileriye dönük bilgi, şirket, şirketin yönetimi ve hissedarları hakkında bilgi gibi çok sayıda farklı unsuru içerir⁷⁵.

Gönüllü kamuyu aydınlatma ise söz konusu bu unsurların mali bilgi kullanıcılarına ulaştırılmasında önemli bir araçtır.

1.1. Tanımı, Kapsamı ve Sınırlılıkları

Sermaye piyasalarında, bilgi kullanıcılarının bir yatırımın doğru değerini tayin etmek için, ister zorunlu olsun ister gönüllü; mali ve mali olmayan kapsamlı bilgilere ihtiyacı vardır⁷⁶. Firmaların özel bilgilerini açıklaması ise bilgilendirme işleminin stratejik kullanımı olup, yatırımcıların bilgi ihtiyaçlarıyla ve uzun vadede

⁷⁵ Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. 1.

⁷⁶ JE Myburgh, **The Informativeness Of Voluntary Disclosure In The Annual Reports Of Listed Industrial Companies In South Africa**, Meditari Accountancy Research Vol. 9 2001, p. 199.

işletmenin sürdürülebilir kalkınması ile ilişkilidir⁷⁷. Bu nedenle bir firmanın kendisine ait özel bilgileri gönüllü olarak açıklaması günden güne firma yöneticilerinin dikkat noktası olmaya başlamıştır.

Gönüllü kamuyu aydınlatma en sade şekliyle zorunlu açıklamaların üzerinde yapılan açıklamalar olarak tanımlanabilir. Yani, firmaların yıllık faaliyet raporlarının kullanıcılarının hem muhasebe hem de firma hakkındaki diğer bilgiler yönünden yararlanabilecekleri hususların firmanın herhangi bir zorunluluk olmaksızın rızası ile açıkladıkları bilgilerdir⁷⁸. Firmaların değerleri üzerinde etkileri vardır ve kurallara bağlı değildirler.

Bir bilgi, hissedarlar için zorunlu bilgi olmanın ötesine geçtiğinde ihtiyari olarak kabul edilir. Zorunlu bilgi, yalnızca yayımlanması gereken bilgiler olarak değil aynı zamanda o bilgiyi talep eden hissedarlara firmaların göndermek durumunda olduğu bilgiler olarak düşünülmelidir. Doğası ister niteliksel olsun, ister mali ya da daha farklı bir şey, gönüllü açıklamalar hem yan kuruluşları hem de grubun kendisini ilgilendiren tüm verileri kapsar⁷⁹.

Peki, neden firma yöneticileri mali bilgileri gönüllü olarak açıklar? Bunun bir nedeni, hisse sahiplerinin bu tür açıklamaları istemeleri ve daha fazla bilgi açıklayan firmaların hisseleri için daha yüksek fiyatlar ödemeye razı olabilmeleridir. Hisse sahipleri, firmaların bilgi açıklamalarından en az iki şekilde yararlanır. İlk olarak, bilgi işletmenin toplam masraf, bir firmanın bazı bilgileri halka rapor etmek için tek bir masrafa girmesi durumunda, hisse sahiplerinin aynı bilgileri kendi başlarına elde etmek için birbirlerinin masraf ve çabalarını kopyalamaları durumunda ortaya çıkacak masraftan daha az olacaktır. İkinci olarak, bilgi, yatırımcının yatırımın doğasını anlamasına katkıda bulunur. Bu nedenle hisse sahipleri açıklamalar isteyeceklerdir. Sonuç olarak bir firma, bir açıklama politikasına bağlanarak hisse

⁷⁷ Giacomo Boesso, **Forms of Voluntary Disclosure: Recommendations and Business Practices in Europe and U.S.**, Critical Perspectives On Accounting Conference, April 2002, s. 2.

⁷⁸ John Balachandran, Mark Bliss., **Board Independence and Voluntary Disclosures: Evidence from Malaysia**, s. 2.

⁷⁹ Florence Depoers, **A Cost Benefit Study Of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence From French Listed Companies**, The European Accounting Review, 9:2, 2000, s. 246.

değerini en yüksek dereceye çıkaracaktır. Bu durumda, yöneticilerin hisse sahiplerinin tercihlerini yerine getirmeleri beklenebilir, böylece açıklama, düzenleyiciler tarafından zorunlu kılınmaksızın gerçekleşebilir⁸⁰.

Örneğin, firmalar sermaye piyasasında önerilen teminat türleri, vadeler ve beklenen getiri sözleri üzerine birbirleri ile yarışırlar. Ayrıca firmaların niteliği hakkında (örneği mevduatlarının ve nakit akışının riskliliği açısından) ve teminatları hakkında piyasada belirsizlik vardır. Yatırımcılar zamanlamayı ve şimdiki ve gelecek nakit akışlarının belirsizliğini değerlendirmek için bilgi talep ederler; böylece şirketlere değer biçerek yatırım kararları alırlar. Firmalar ise bu talebi, gönüllü kamuyu aydınlatma bilgisini ulaştırarak yatırımcıların, en iyi elde edilebilir vadelerde sermayeyi artırmalarını sağlayarak karşılırlar⁸¹.

Gönüllü açıklama gerçekte firma yöneticilerinin inisiyatifleri doğrultusunda açıkladıkları bilanço dışı bilgileri kapsamaktadır⁸². Çalışanlar, müşteriler ve düzenleyici kurumlar, yatırımcıların talep ettikleri bilgilere ek olarak bilgi talep ederler.

Firmanın mali raporlarındaki bilgilerde ilan edilenlerin arasında bir ilişkinin kurulmadığı daha basit durumlarda, eğer firmanın mali raporu piyasanın beklediğinden daha iyi (kötü) ise, yönetici özel bilgisi dahilindeki bazı küçük (büyük) değerleri gönüllü olarak açıklar. Böyle yaparak, yöneticinin gönüllü açıklama stratejisi, firmanın mali raporlarındaki bilgilerin fiyata yönelik yukarı doğru revizyonları artırır veya aşağıya doğru revizyonları azaltır⁸³.

Firmaların iletişim politikaları hisse sahiplerine firmanın faaliyetleri ve karlılığı ile ilgili bilgiler vermektedir. Gönüllü aydınlatma da, bir firmanın çevresiyle iletişim stratejisinin önemli bir parçasını oluşturur. Yöneticiler,

⁸⁰ A.g.e. Shaffer, s. 3-4.

⁸¹ Gary K. Meek, Clare B. Roberts, Sidney J. Gray., **Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., And Continental European Multinational Corporations**, Journal of International Business Studies; Third Quarter 1995; 26, 3, s. 555.

⁸² A.g.e. Boesso, 2002, s. 3.

⁸³ Mark Bagnoli, Susan G. Watts, **Financial Reporting and Voluntary Disclosures**, August 2005, <http://www.csom.umn.edu/assets/46882.pdf>, 01.05.2006, s.1.

belli bilgileri gönüllü olarak açığa çıkararak, şirketin performansı konusunda kendilerini daha ikna olmuş hissedecek olan paydaşlarla (çevreciler, hissedarlar ve diğer yatırımcılar, devlet kurumları vs.) iletişim kurabilir⁸⁴. Bu nedenle hazırlanan raporlar finansal ve finansal olmayan raporların kullanıcıları tarafından anlaşılabilir bir seviyede ve nitelikte olmalıdır ki, menfaat çevrelerinin her birini tatmin edebilsin ve çatışmaları azaltıcı bir etki oluşturabilsin⁸⁵.

1.2. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Süreci

Mevcut ve potansiyel yatırımcıların bir şirkete yatırım yapma fırsatlarını değerlendirmeleri konusunda işe yarayacak açıklamaların belirlenmesinde firma yönetiminin izlemesi gereken bir süreç vardır.

Bu süreç ana hatlarıyla yatırımcılara yararlı olacak bilgilerin belirlenmesi ve açıklamaların uygun olup olmayacağına karar verilmesidir.

Gönüllü kamuyu aydınlatma yapmayı planlayan bir firmanın izleyeceği süreç sırasıyla şöyledir⁸⁶:

1. Şirket işlerinin özellikle şirketin başarısı açısından önemli olan yönleri yani şirket için kritik başarı faktörleri belirlenmeli,
2. Gelecekte, yönetimin söz konusu kritik başarı faktörlerini yönetme konusunda strateji ve planları belirlenmeli,
3. Strateji ve planlarının uygulanmasını ölçmek için yönetim tarafından kullanılan ölçütleri (performans ölçütleri) belirlenmeli,
4. Şirketin ileriye dönük strateji ile planları ve ölçütlerine ilişkin gönüllü açıklamaların şirketin rekabetçi pozisyonunu olumsuz yönde etkileyip etkilemeyeceği ve rekabetçi pozisyonun olumsuz yönde etkilenmesi

⁸⁴ Anna Watson, Philip Shriver, Claire Marston, **Voluntary Disclosure Of Accounting Ratios In The UK**, British Accounting Review, 2002, 34, p. 293.

⁸⁵ Boesso, a.g.e. 2005, s. 11.

⁸⁶ Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. 13.

riskinin gönüllü açıklamada bulunmanın getireceği faydayı aşımayacağı değerlendirilmeli,

5. Eğer açıklama uygun görüldüyse, söz konusu bilginin gönüllü olarak en iyi şekilde nasıl sunulacağını belirlenmeli ve sunulan ölçütlerin doğası açıklanmalıdır. Söz konusu ölçütler uygun oldukları sürece dönem dönem istikrarlı bir biçimde açıklama yapılmalıdır.

1.3. Gönüllü Kamuyu Aydınlatmayı Etkileyen Faktörler

Bir şirketin gönüllü aydınlatma politikasının genelini etkileyebilecek pek çok faktör ve nedenler vardır. Bu faktörler, açıklamanın derecesi, sıklığı ve yöntemini; şirketin açıklamaya ilişkin hedeflerini; şirketin büyüklüğü, kayıt durumu, kültür ve karmaşıklığını; şirket hissedarlarının büyüklüğü, türü ve kültürünü; açıklama maliyetini; haberlerin uygunluğunu ve rekabetin yoğunluğu, kazanç marjı ve kar oranını içerir. Ancak, kullanıcıların heterojen doğasının bir sonucu olarak, bir şirketin benimseyeceği en uygun bir gönüllü aydınlatma politikası yoktur⁸⁷.

Miktar; denetimlerin var oluşundan ve kamuyu aydınlatmakla ilgili bilgi toplama ve işlemden geçirme maliyeti, dava masrafı ve rekabete dayanan dezavantaj gibi özel maliyetlerden etkilenir⁸⁸. Açıklanma oranı ise, zorunlu olmayan stratejik, finansal ve finansal olmayan bilgilerin miktar ve detaylarına bağlıdır. Bu detayların belirleyici faktörleri ise firmaların büyüklüğü, finansal etkililiği, maddi ve maddi olmayan duran varlıkları, uluslararası borsalara kote olup olmadıkları ve faaliyet gösterdikleri ülkelerde tüzel kişiliğe sahip olup olmadıklarıdır⁸⁹.

Örneğin, benzer karlılığa sahip iki firma söz konusuysa, yatırımcılar, eksiksiz ve yararlı bilgi sağlayan firmayı tercih edecektir ve bu tercihlerini o firmanın hisse fiyatına daha fazla fiyat teklif ederek göstereceklerdir. Bu durumda, bir firma daha fazla bilgi açıklayarak daha çok yatırımcının ilgisini çekebilir ve hisse fiyatını

⁸⁷ JE Myburgh, a.g.e. 2001, p. 201.

⁸⁸ Gary K. Meek, Clare B. Roberts, Sidney J. Gray, a.g.e. 1995, s. 556.

⁸⁹ L.L. Eng, Y.T. Mak., **Corporate Governance And Voluntary Disclosure**, Journal of Accounting and Public Policy 22 (2003), s. 328.

artırabilir. Ancak her iki firmanın da başlangıçta en fazla toplumun isteyeceği kadar bilgi açıkladığı varsayılırsa; bu durumda firmalardan biri açıklamalarını diğer firmaya göre artırarak kendine yarar sağlayabilir çünkü rakibinin karşısında daha fazla hisse sahibinin dikkatini çekecektir. Bu nedenle, her bir firma diğerinden daha fazla bilgi açıklama girişiminde bulunacaktır ve bu da her iki firmanın da toplumun istediğinden daha fazla bilgi açıklamasıyla sonuçlanacaktır. Belli miktarda bilgi bir kez açıklandıktan sonra ise, ek bilgi yatırımcıların veya düzenleyicilerin gözünde daha az değere sahip olabilir⁹⁰.

1.3.1. Endüstri

Yüksek derecede denetim altındaki endüstrilerdeki firmalar yasalara uyma maliyetlerini azaltmak için gönüllü olarak bilgi açıklayabilirler. Ayrıca firmalar gönüllü açıklamalar da bulunarak endüstrinin en iyi uygulamalarına sahip olduklarını göstermek de isteyebilirler⁹¹.

1.3.2. Firma Büyüklüğü

Gönüllü açıklamalar ile firma büyüklüğü arasında doğru orantı olduğu fikri literatürde genel bir kabul görmüştür. Çünkü gönüllü açıklamalarda bulunmak masraflı bir iş olduğundan, bu tür harcamaları en iyi şekilde büyük firmalar karşılayabilirler.

Böyle şirketler gelişmiş raporlama sistemleri kullanarak daha geniş bir yelpazede şirket bilgisi sağlayabilirler. Yan kuruluşların ve faaliyet alanlarının sayısı da şirketin büyüklüğü ile birlikte artma eğilimindedir; böylece, yöneticiler tarafından işlemde geçirilecek bilgi miktarı ve bu bilgilerin gönüllü olarak açıklanma olasılığı da artar⁹².

⁹⁰ Shaffer, a.g.e. 1995, p. 4.

⁹¹ Watson, Shives, Marston, a.g.e. 2002, s. 298.

⁹² Depoers, a.g.e. 2000, s. 248.

Bunun yanı sıra, büyük firmaların siyasi eylem olasılığını azaltmak için daha az detay açıklayabilecekleri literatürde yer almıştır.

1.3.3. Karlılık ve Yatırımın Geri Dönüş Oranı

Firmalar, karlılıkları ve yatırımlarının geri dönüş oranı ortalamadan yüksek olduğunda, kalitelerini yatırımcılara ispat etmek isterler. Bu nedenle mali konumları konusunda yatırımcıları temin etmek için daha fazla bilgi açıklayabilirler.

Vergi öncesi kar, hisse başına kazanç ve hisse başına kar payı ile ölçülen performansları iyi olan firmaların, yıllık raporlarında genellikle daha çok açıklamalara yer verdiği görülür⁹³.

Bunun yanı sıra, daha karlı şirketlerin daha fazla kamu dikkatine maruz kalacağı ve bundan dolayı dış düzenlemelerden kaçınmak için gönüllü açıklamalar gibi öz düzenleme mekanizmaları uygulayacağı öne sürülür⁹⁴.

1.3.4. Yabancı Faaliyet

Diğer ülkeler de dahil olmak üzere birkaç coğrafi bölgede işletim yapmak, bir firma tarafından kontrol edilen bilgi miktarını artırır. Bir firmanın çalışmaları ne kadar uluslararası olursa, yöneticileri bağlayıcı faaliyetler için gerekli bilgi miktarı o kadar çok olur⁹⁵.

1.3.5. Mülkiyet Yapısı

Mülkiyet yapısı da firmaların gönüllü kamuyu aydınlatma oranlarını etkileyen bir faktördür. Mülkiyet yapısı yöneticiler ve büyük hissedarlar tarafından tutulan hisselerin oranı ile değerlendirilir. Yönetimsel mülkiyet, başkan (CEO) ve

⁹³ Beattie, V., Jones, M.J., *The Use & Abuse Of Graphs In Annual Reports: Theoretical Framework & Empirical Study*, Accounting & Business Research, 1992, 22(88), s. 292.

⁹⁴ Watson, Shriver, Marston, a.g.e. 2002, s. 293.

⁹⁵ Depoers, a.g.e. 2000, s. 249.

idari müdürler tarafından tutulan adi hisselerin oranı iken kütlesele mülkiyet, önemli hissedarlar (yani, %5 ya da daha fazla hissedarlıklar) tarafından tutulan adi hisselerin oranıdır.

Yönetimsel mülkiyet, başkan ve yönetici müdürlerin çıkarlarını içerir. Yönetimsel mülkiyet düşük olduğunda, müdürün kendine sunulan imkanları değerlendirmek için daha fazla isteği vardır ve iş performansını artırma isteği azalır. Bundan dolayı, dışarıdaki hissedarlar yöneticinin davranışlarını daha fazla izleyecektir. Firma dışarısındaki hissedarlar tarafından izlenmek, firmanın masraflarını artıracığından, yöneticiler masrafları azaltmak için göllü aydınlatma yoluna giderler. Yani gönüllü aydınlatma izlemenin yerini alır⁹⁶.

Kütlesele mülkiyette ise, hisseler önemli hissedarlarda toplandığından firmanın izlenme oranı düşüktür. Bu nedenle bir firmadaki kütlesele mülkiyet oranı ne kadar fazla ise gönüllü kamuyu aydınlatma da o kadar düşük olacaktır.

1.3.6. Borçların Öz Sermaye Oranı

Borçların öz sermayeye oranı, bir firmanın mali yapısını tanımlar ve o yapının beraberinde getirdiği uzun vadeli riski ölçerek, iki uzun vadeli finans kaynağı olan hissedarlar tarafından yatırılan para ile borç verenler tarafından yatırılan para arasındaki dengeyi ortaya koyar. Belli bir oran hissedarlar açısından caziptir.⁹⁷

Firmaların yatırımları, kar payları ve finansman kararları nakit akışları yoluyla birbirlerine bağlantılı olduğundan, borçlular firmanın finansman politikaları ve kar paylarını sınırlayarak dolaylı kontrol elde ederler. Bu nedenle, firmaların sermayelerindeki yüksek borç oranı, borçlulardan hissedarlara daha büyük potansiyel varlık aktarımına izin verir. Gönüllü açıklamalar da, yöneticiler, hissedarlar ve

⁹⁶ Eng, Mak, a.g.e. 2003, p. 329.

⁹⁷ Watson, Shrikes, Marston, a.g.e. 2002, s. 294.

borçlular arasındaki çatışmaların azaltılmasına katkıda bulunarak, maliyetlerin düşürülmesi yoluyla taraflara yarar sağlayabilir⁹⁸.

Ancak, borç mali riski artırır ve çok yüksek bir oran katlanılamaz bir borç seviyesini işaret edebilir. Bu nedenle oran çok yüksek seviyelere ulaştıkça istenmeyen tahminler ve artan riske bağlı olarak, borç verenlerden gelecek baskı korkusuyla, gönüllü açıklama olasılığı azalır⁹⁹.

1.4. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma ve Yıllık Faaliyet Raporları

Firmaların yatırımcıları gönüllü aydınlatmada kullandıkları araçlardan birisi olan yıllık faaliyet raporları; kamuoyunun, şirketin faaliyetleri hakkında her türlü bilgiye ulaşmasını sağlayacak ayrıntıda hazırlanmış dokümanlardır.

Yıllık raporlardaki gerek zorunlu gerekse gönüllü açıklamaların niteliğinin, derecesinin ve bilgilendiriciliğinin artırılması pazar mekanizmasının randımanlı çalışmasına ve böylece sermaye, varlıklar ve hatta insan kaynaklarının etkili dağılımının kolaylaştırılmasına yardımcı olacaktır¹⁰⁰.

Firma yöneticilerinin yıllık raporlarda açıklamada bulunmalarının nedeni, yatırımcıların, yönetimin yatırımcı çıkarları doğrultusunda hareket edip etmediklerine yönelik kaygılarını azaltma istekleridir. Yani yıllık raporlar, yöneticilerin açıklamalar yoluyla hissedar varlığını en iyi şekilde kullandıklarına yatırımcıları ikna etmeleri için bir fırsat sağlar¹⁰¹.

Şirket yöneticileri yıllık raporun etkinliğini artıracak pozisyondadır. Ancak, mevcut mali raporlama sistemi, parasal açıdan ölçülemez olduğu kabul edilen ilgili ekonomik, siyasi, çevresel, etik ve sosyal konuları göz ardı ederek daha çok tarihsel ve gerçeklere dayanan mali bilgileri sunar. Hissedarların, çalışanların, müşterilerin

⁹⁸ Depoers, a.g.e. 2000, s. 250.

⁹⁹ Watson, Shrikes, Marston, a.g.e. 2002, s. 295.

¹⁰⁰ J.E Myburgh, a.g.e. 2001, p.200.

¹⁰¹ Balachandran, Bliss, a.g.e. s. 3

ve genel olarak toplumun mali ve mali olmayan bilgiye erişim hakkı bulunmaktadır. Bu nedenle, kullanıcılar, fikirlerini dile getirerek ve yıllık rapor derleyicilerine daha fazla niteliksel bilginin rapora dahili konusunda baskı uygulayarak daha değerli bir muhasebecilik biçimine katkıda bulunabilir¹⁰².

Yıllık faaliyet raporu, mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, asgari aşağıda yer alan konuları içerir¹⁰³;

- a- Faaliyet konusu,
- b- Sektör hakkında bilgi ve şirketin sektör içindeki yeri,
- c- Finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin yönetimin analiz ve değerlendirmesi; planlanan faaliyetlerin gerçekleşme derecesi; belirlenen stratejik hedefler karşısında şirketin durumu,
- d- İç kontrol sistemi ile bu sistemin sağlıklı olarak işleyip işlemediğine ilişkin yönetim kurulu beyanı,
- e- Bağımsız denetim kuruluşunun şirketin iç kontrol sistemi ile ilgili görüşü,
- f- Derecelendirme kuruluşunun değerlendirmesi,
- g- Faaliyetlerle ilgili öngörülebilir risklere ilişkin detaylı açıklama,
- h- Son bir yıl içinde grup içi şirketler ve diğer ilişkili kişi ve kurumlarla yapılan önemli tutardaki işlemlerin analizi,
- i- Yönetim Kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahiplerinin, sermayesinin %5'inden fazlasına sahip olduğu veya bu orana bağlı kalmaksızın, yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu veya yönetiminde etkisinin olduğu şirketlerle, şirket arasındaki ticari ve ticari olmayan iş ve işlemler,
- j- Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin; özgeçmişleri, görev ve sorumlulukları, şirket dışında yürüttükleri görevler ve münhasıran bu konuda şirketçe belirlenen kurallara uyulup uyulmadığı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlık beyanı, ödenen bireysel ücret,

¹⁰² JE Myburgh, a.g.e. 2001, p.200.

¹⁰³ S.P.K. Kurumsal Yönetim İlkeleri,

www.spk.gov.tr/ofd/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleri.pdf, s. 27-28, 09.04.2006

ikramiye, diğer menfaatler³ ve bunların belirlenmesindeki kriterler ile kurumsal yönetim komitesi tarafından yapılan performans değerlendirmesi, şirket sermayesinde pay oran ve tutarları, söz konusu kişiler ve şirket arasında yapılan işlemler, ellerinde bulunan şirkete ait sermaye piyasası araçları, şirketin faaliyetleri ile ilgili olarak haklarında açılan davalar,

- k- Organizasyon, sermaye, ortaklık yapısı ve yönetim yapısı değişiklikleri,
- l- Şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahibi/sahipleri, dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile gösteren ortaklık yapısı tablosu,
- m- Varsa mevzuat hükümlerine aykırı uygulamalar nedeni ile alınan cezalar ve gerekçesine ilişkin açıklama,
- n- Şirket faaliyetlerini önemli derecede etkileyebilecek mevzuat değişiklikleri,
- o- Şirket aleyhine açılan önemli davalar ve olası sonuçları; kamu otoriteleri tarafından yapılan uyarı, ihtar veya verilen idari para cezası ve benzeri bilgiler,
- p- Kar dağıtım politikası; kar dağıtımını yapılmayacaksa gerekçesi,
- q- Satışlar, verimlilik, piyasa payı, gelir yaratma kapasitesi, karlılık, borç/öz kaynak oranı ve benzeri konularda ileriye dönük beklentiler,
- r- Genel kurulların fonksiyonu, pay sahiplerinin sahip olduğu haklar ve bu hakların kullanılmasına ilişkin esasların açıklandığı metinlere ulaşım bilgileri,
- s- Şirketin yatırım danışmanlığı, yatırım analizi ve derecelendirme gibi konularda hizmet aldığı kurumlarla arasında çıkan çıkar çatışmaları ve çıkar çatışmasını önlemek için şirketçe alınan tedbirler.

2. GÖNÜLLÜ KAMUYU AYDINLATMA ÜZERİNE TAVSİYELER

Firmalar tarafından yapılan aydınlatma uygulamalarının uyumunun maliyetleri ve karları önemli bir politika konusudur. Finansal sermaye için rekabetin firmaların gönüllü aydınlatmalarını cesaretlendirdiği bir dönemde, düzenleyici

aydınlatma uygulamalarının uyumu için tartışmalar ağırlıklı olarak şu fikre dayanır; “Kolektif bilgi için öğeler ve bu bilgilere olan talep artmaktadır. Anonim firmalar ise gönüllü aydınlatma sürecinde, artan bu talebi iyi zamanlı bir biçimde karşılayamamaktadırlar”¹⁰⁴.

Kimi aydınlatma gereksinimleri, düzenleyici kurumların endüstriyi denetlemek için ihtiyaçları olan bilgileri sağlarken, kimileri de tüketicileri sahtekarlıktan ve diğer suiistimallerden korumak ve karşılaştırmalı alışverişi destekleyerek rekabeti teşvik etmek için planlanmıştır¹⁰⁵.

Düzenleyici kurumlar finans dünyasının gönüllü açıklamalar için önlerinde açtıkları yol gösterici bilgileri oluşturmak amacıyla 1994’den beri bir çok çalışma metni hazırlayarak gönüllü açıklamaların stratejik değerini incelemiş, neden kar getirebilecek bir strateji olduğu araştırılmış ve performans ve piyasa değerlendirmesi hususunda firmalara tavsiyelerde bulunmuşlardır¹⁰⁶. Açıklamalar inisiyatife dayandığı için, muhasebe düzenleyici kurumları bu konuda net kurallar koymaktan çekinmişlerdir. Amaç eşgüdümü sağlamaktır.

2.1. A.I.C.P.A.’in Tavsiyeleri

Finansal tablo kullanıcılarının bilgi ihtiyaçlarını karşılamak, kazançlarının ve nakit akışlarının doğru tahmin edilebilmesi için gerekli bilginin hangileri olduğunu tespit etmek amacıyla A.I.C.P.A. Jenkins Committee Report’u hazırlamıştır¹⁰⁷.

Bu rapora göre firmalar Gönüllü Açıklamalarında, zaman içerisinde mutlak olarak, firmanın vasıflarını ve kar alanlarını tarif etmeli, firma performansını etkileyen faktörlerin neler olduğunu tespit etmeli ve bunları firma yöneticisi gözüyle ileriye dönük bir perspektif ile kreditorler ve yatırımcıların bilgi ihtiyaçlarını

¹⁰⁴ Steven Globerman, **Harmonization of Voluntary Disclosure Practices by Japanese Companies**, www.cbe.wvu.edu/cib/faculty%20research/HARMONIZATION%20OF%20DISCLOSURE%20IN%20JAPANESE%20COMPANIES.pdf, s. 5. 19.03.2006.

¹⁰⁵ Shaffer, a.g.e. 1995, s. 1

¹⁰⁶ Boesso, a.g.e. 2002, s. 2.

¹⁰⁷ Jenkins Committee Report (1994), <http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/chap1.htm>, 15.03.2006

karşılacak seviyede açıklamalıdır. Amaç firmanın mali performansının değerlendirilebilmesidir.

Raporda pazarda başarılı olan firmaların, müşteri odaklı oldukları, az kar getiren faaliyetlerini bıraktıkları, tedarikçileri, müşterileri ve rakipleriyle yeni birliktelikler oluşturdukları ifade edilmektedir¹⁰⁸.

Finansal ve finansal olmayan bilgiler

- Finansal tablolar ve ilgili açıklamalar
- İşletmenin faaliyetlerinde kullandığı üst düzey bilgiler ve performans ölçütleri

Finansal ve finansal olmayan bilgilerin yöneticiler açısından analizi

- Yapılan değişikliklerin finansal sebepleri ve değişen trendler hakkında bilgi

İleriye dönük bilgiler

- Fırsatlar ve riskler
- Başarıyı etkileyecek hususlar hakkında yöneticinin planları
- Daha önce açıklanmış fırsatlar, riskler ve yönetici planları ile gerçekleşmiş olanların karşılaştırmaları

Yöneticiler ve hissedarlar hakkındaki bilgiler

- Yöneticiler, yönetim, ücretler, ana hissedarlar ve kurumun bütün muamelelerini gösteren basılı rapor veya kâğıtlar ile bunlar arasındaki ilişkiler

Firmanın geçmişi ve hakkındaki temel bilgiler

- Temel bilgi ve stratejiler
- Yapılan işin faaliyet alanı ve tarifi
- Faaliyette bulunan endüstrinin firmaya etkileri

Tablo 1, A.I.C.P.A.' in Gönüllü Açıklama Çerçevesi

<http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/chap5.htm> (15.03.2006)

¹⁰⁸ Jenkins Committee Report (1994)

2.2. F.A.S.B.'ın Tavsiyeleri

F.A.S.P.¹⁰⁹, 1998 yılında gönüllü aydınlatmayı incelemek amacıyla “Steering Committee” adlı bir komisyon kurmuştur. Finansal raporlamadan sorumlu olan komisyon 2001 yılında “Improving Business Reporting: Insights Into Enhancing Voluntary Disclosure” adlı raporunu yayınlamıştır.

Raporda gönüllü kamuyu aydınlatma kavramı finansal tablo dışı bilgilerin açıklanması olarak tanımlanmış, resmi bir standart olarak değil de yönetimin stratejik bir yeteneği olarak ele alınmıştır. Raporun asıl amacı, lider firmaların kapsamlı bir gönüllü aydınlatma yaptıklarını kanıtlayarak ve bu tür açıklamaları örneklendirerek, firmaların işletme raporlarını iyileştirmelerine yardımcı olmaktır¹¹⁰.

Rapor, firmaların tüm faaliyetlerinin ve ilerideki muhtemel performanslarının önemini vurgulamıştır. Rapordan çıkan ilk sonuç, finansal bilgi kullanıcılarının, firmaları, yöneticilerin bakış açısıyla değerlendirmeleri gerektiğidir¹¹¹.

Raporda gönüllü aydınlatma konusunda ise şu önerilerde bulunulmuştur¹¹²;

- Bireysel şirketlerin başarılı olmaları konusunda önem taşıyan noktalara ve yönetimin bakış açısı ile eğilimlerine ilişkin açıklamalar, son derece faydalıdır.
- Maddi olmayan duran varlıklar, yalnızca araştırma ve geliştirmeden değil, aynı zamanda insan kaynakları, müşteri ilişkileri ve yeniliklerden doğan varlıkları içerir. Bu varlıkların bir şirketin değeri açısından taşıdığı önemden dolayı, söz konusu varlıklara ilişkin ek veriler faydalı olacaktır.
- İleriye dönük bilgilere ilişkin malzemenin önemli bir şekilde genişletilmesi gerekir ve bu mümkündür.

¹⁰⁹ Financial Accounting Standard Board,

¹¹⁰ Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. V.

¹¹¹ Boesso, a.g.e. 2005, s. 15.

¹¹² Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. V, VI.

- Gönüllü açıklamalar yalnızca iyi şeyleri değil, hayal kırıklıklarını da kapsamalıdır. Açıklamalar, daha önce açıklanmış plan ve hedefleri ve bu plan ve hedeflerin gerçekleştirilmesinin ardından elde edilen sonuçları içeriyorsa çok işe yarar.
- Şirketler tarafından işlemlerini yönetmede ve iş stratejilerini sürdürmekte kullanılan ölçütler genellikle çok faydalı açıklamalardır. Bu ölçütler, bir şirketin başarısı ile ilgili oldukları müddetçe dönem dönem ve istikrarlı bir biçimde açıklanmalıdır.
- Şirketler, iş raporlamalarını geliştirmeye devam etme ve açıklanan bilgilerin türleri ve açıklama yollarına ilişkin denemeler yapma konularında teşvik edilmelidir.

2.3. S.E.C.’in Gönüllü Aydınlatma Kuralları

S.E.C.¹¹³ sermaye piyasalarında içeriden öğrenenlerin ticareti problemi ile özel olarak ilgilenmiştir. Gönüllü aydınlatma kuralı da seçilmiş özel bilgilerin dağıtımını yasaklar. S.E.C. getirdiği kurallar ile, seçilmiş bazı içsel bilgilerin sadece belli yatırımcılara veya hissedarlara verilmesini engelleyerek, bu bilgileri tüm yatırımcıların ve potansiyel kullanıcıların faydasına sunmuştur¹¹⁴.

2000 yılında, S.E.C. Regulation Fair Disclosure kurallarını benimseyerek firmaların hassas bilgilerini hızlı ve mükemmel bir şekilde ihraç etmelerini zorunlu tutmuştur. Bu kurallara göre her firma içsel bilgilerini ihraç edebilir fakat, bunu tam bir yayılma ile tüm potansiyel bilgi kullanıcılarının hizmetine sunmalıdır¹¹⁵.

¹¹³ Security Exchange Commission

¹¹⁴ Boesso, a.g.e. 2005, s. 17.

¹¹⁵ Regulation Fair Disclosure Revisited, 2001, www.sec.gov/news/studies/regfdstudy.htm#seciii, 18.03.2006.

2.4. I.S.E.A Standartları

Avrupa profesyonel standartları gönüllü aydınlatma üzerine yapılan geniş kapsamlı bir çalışma ile Institute of Social and Ethical Accountability tarafından oluşturulmuştur. Paydaşlık sözleşmeleri üzerine odaklanan bu çalışma sonucunda 1999 yılında AA1000 series aldı bir doküman ortaya çıkmıştır¹¹⁶.

Bu çalışmanın hedefi, göstergeler, hedefler ve raporlama sistemi açısından sistematik bir paydaşlık sözleşmesinin oluşturulmasıydı.

AA1000 serisindeki standartlar genel olarak dört maddede toplanabilir¹¹⁷.

1. Paydaşlık sözleşmelerinin vasıflarının ve yoğunluğunun ölçülmesi ile gelişen birleşik karlar açıklanmalı.
2. Balanced Scorecard gibi planlama araçlarının muhasebe sistemlerine yerleştirilmeli.
3. Kurumsal ve risk yönetimi ile firmanın çevreye uyumsuzluğunun olup olmayacağına dair bilgi verilmeli. Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin denetleme ve doğrulama kararlarına denk bir temel oluşturulmalı.

2.5. PricewaterhouseCoopers' ın (PWC) ValueReporting Çerçevesi

ValueReporting PWC Modeli, aslında gönüllü açıklamalara alternatif bir yaklaşım sunar. PWC modeli birbiriyle bağlantılı dört bileşenden oluşur: Piyasaya Genel Bakış, Değer Stratejisi, Değer için Yönetim ve Değer Platformu.

Piyasaya Genel Bakış, şirketin rekabetçi konumunu ele alır ve makroekonomik ortam ve endüstrinin gelecek büyümesi hakkında varsayımlar sunar. Ek olarak da, düzenleyici ortam ve uzmanların mevcut ve gelecek teknolojilerdeki gelişimler hakkındaki görüşlerini verir. Değer Stratejisi, şirketin bireysel iş

¹¹⁶ www.accountability.org.uk/aa1000/default.asp#II_AA1000_Series, 15.03.2006.

¹¹⁷ Boesso, a.g.e. 2005, s. 19.

birimlerine ilişkin stratejilerin yanı sıra genel stratejisini gözden geçirir. Bunun da ötesinde, şirketin bu stratejileri kurumsal yapılar ve süreçler açısından nasıl uygulamayı planladığını ortaya koyar. Değer İçin Yönetim bölümü, şirketin hissedar değer perspektifi açısından en kritik olarak kabul ettiği ölçütleri değerlendirerek bunları firmanın hedeflerine oranla gerçek performansa ilişkin bilgiler, rakip ölçütlerine karşı performans ile ilişkili olarak sunar. Son olarak, Değer Platformu, şirketin nasıl değer yarattığını gösteren faaliyetlere ve ilişkilere odaklanmaktadır. Bu bölüm özellikle yenilik kabiliyeti, marka yönetimi, tedarik zincirinin verimliliği ve artan müşteriler gibi soyut varlıklarda büyüme ile ilişkili kritik değer sürücülerini ortaya koyar. Bu bölüm, kurumum çevresel, etik ve sosyal sorumlulukları ile ilişkili performansının anahtar alanları konusunda bilgi verir¹¹⁸.

3. KAMUYA AÇIKLANACAK BİLGİLERİN BOYUTLARI

Firmaların kamuya gönüllü olarak açıklayacakları bilgilerin üç temel boyutu bulunmaktadır¹¹⁹. Bunlar;

1. İşletme Faaliyetleri Açısından Önemli Unsurlar
2. Yöneticilerin Geleceğe Yönelik Strateji ve Planları
3. Performans Ölçütleri

3.1. İşletme Faaliyetleri Açısından Önemli Unsurlar

Bir işin her yönü önemlidir ve bunların hiçbirini göz ardı edilemez. Ancak, genellikle, az miktarda belli bir faaliyet şirketin başarısı açısından son derece önemlidir. Bundan dolayı, işin kritik başarı faktörlerine ilişkin bilgiler özellikle yatırımcılar için yararlı olacaktır. Benzer kritik başarı faktörleri farklı şirketler için geçerli olsa ve belli endüstrilerde de benzer olsa da söz konusu faktörler şirkete özgüdür. Satış ve gelirlere, ürün ve markalara, kapasite ve işletim etkinliğine ilişkin iş faaliyetleri, şirketlerin pek çoğunun başarısı açısından yüksek öneme sahip

¹¹⁸ Peter Schustler, Vincent O'Connell, *Management Accounting Quarterly*, Winter, 2006, Volume 7, no 2, s. 3-4.

¹¹⁹ Çelik, a.g.e. 2002, s. 79

faktörlerin örnekleridir. Bu faaliyet türlerine ilişkin bilgilerin yatırım kararları alırken yatırımcıların işine yaraması beklenmektedir¹²⁰.

Kullanıcıların bir şirketi etkileyen bu önemli unsurları da anlayabilmeleri ve yorumlayabilmeleri gerekir. Çünkü bu unsurlardaki önemli değişiklikler genelde kullanıcıların, bir şirkete sermaye verip vermeyeceği, o sermayeyi vermeye devam edip etmeyeceği konusundaki kararlarını etkiler. Örneğin, önemli bir olumlu gelişme bir kreditorün bir borç taahhüdünü uzatmasını ya da şirket açısından daha olumlu koşullarda yenilemesini sağlayabilir. Önemli değişikliklerin hemen anlaşılması konusundaki başarısızlık, sermaye tahsisi veya fiyatlandırmada hata yapma riskini artırır¹²¹.

3.2. Yöneticilerin Geleceğe Yönelik Strateji ve Planları

Yönetimin stratejilerinin açıklanması, yöneticilerin şirketi nereye götürmek istedikleri konusunda yatırımcıları bilgilendirir. Yönetimin planları ise, yönetimin oraya nasıl gelmeyi beklediği konusunda yatırımcıları bilgilendirir. Yönetimin strateji ve planları hakkındaki bilgiler yatırımcılar için özellikle önemlidir çünkü o strateji ve planların kalitesi ve onların yürütülmesinde yönetimin verimliliği, şirketin başarısının belirlenmesinde asıl faktörler olacaktır¹²².

3.3. Performans Ölçütleri

Performansa yönelik bilgiler politika yapıcıların ve yatırımcıların bilgilensinin ve kamuya yönelik raporlama faaliyetlerinin bir temelini oluşturur. Bu nedenle de gönüllü kamuyu aydınlatmanın önemli bir boyutu olarak karşımıza çıkmaktadır¹²³.

¹²⁰ Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. 14.

¹²¹ Jenkins Committee Report (1994)

¹²² Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. 14.

¹²³ <http://www.strateji.gazi.edu.tr/docs/stratejikplan.pdf>, 13.07.2006.

Finansal tablolarda açıklanan performans ölçütlerinin yanı sıra, firma yöneticileri ve firma dışındaki diğer taraflar çok sayıda farklı performans ölçütü kullanarak işletme performansını izlemeye çalıştıklarından stratejik hedeflere ulaşmada performans gözlemlene ve raporlama unsurları kurum tarafından geliştirilerek en azından yıllık olarak açıklanmalıdır¹²⁴. Firmanın pazar payı, faaliyet etkinliği, tüketici ilişkileri ve çalışanların tatmini gibi ölçütler performans ölçütlerine örnek olarak verilebilir.

4. KAMUYA GÖNÜLLÜ AÇIKLANABİLECEK BİLGİLER ve NİTELİKLERİ

Kullanıcılar bilgi seviyeleri, analiz ettikleri menkul kıymet türleri, işlerine yaklaşımları ve işleri konusunda hedefleri ve görevlerini yerine getirme konusundaki kişisel tercihleri açısından farklılık gösterir. Bu bilgileri kullanarak pek çok kullanıcı ekonomi, endüstri ve bir firma hakkında yeni bilgiler edinmeye çalışır ve o bilgilere dayalı olarak firmaların başarı şansı konusunda düzenli bir biçimde görüşlerini günceller.

4.1. Gönüllü Açıklanabilecek Bilgi Türleri

Bilgi kullanıcılarının belli kategorilerde firmalara özgü bilgilere ihtiyaçları vardır. Her bir kategorideki bilgiler, o bilginin kullanıcılarına hedeflerini elde etmeleri konusunda yardımcı olmaktadır.

4.1.1. Finansal Bilgiler

Finansal bilgiler genelde kullanıcılara kararlarını önemli derecede etkileyen temel bilgiler sağlar. Borç verip vermemek, menkul kıymetleri alıp almamak, elde tutup tutmamak, satıp satmamak, işlemlerin nasıl fiyatlandırılacağı gibi pek çok yatırım kararı büyük ölçüde mali beyanlardaki bilgilere dayalıdır.

¹²⁴ Çelik, a.g.e. 2002, s. 79.

Finansal bilgiler firmanın; varlıklarının doğasını, iş sermayesi ihtiyacını, gelir türlerini, harcamalarının genel doğasını, nakit akışlarının kaynak ve kullanımlarını, maliyet, hacim ve kar arasındaki ilişkiyi ve işinin diğer yönlerini göstererek kullanıcılara yardımcı olur. Bunun yanı sıra finansal bilgiler karşılaştırılabilir olduğundan, kullanıcılara, rakiplerin ve diğer firmalarınkine kıyasla ilgilendikleri firmanın performansını anlamalarını sağlar. Bu trendler ve ilişkiler bir firmanın, büyüme ve piyasaya kabul, masraflar, üretkenlik, karlılık, likidite, maddi teminat ve diğerleri de dahil olmak üzere fırsat ve risklerine dair önemli bir öngörü sağlar¹²⁵.

Firmaların gönüllü olarak kamuya açıkladıkları finansal bilgilere örnek olarak şunlar sayılabilir:

1. Performans Göstergeleri
 - Son beş veya daha fazla yılın verileri
 - Ciro
 - Kar
 - Özsermaye
 - Toplam aktifler
 - Hisse başı kazanç
2. Finansal Oranlar
 - Özsermaye karlılığı
 - Aktif karlılığı
 - Borç / Özsermaye oranı
 - Likidite oranları
 - Kaldıraç oranları
3. Tahmini Bilgiler
 - Nakit bütçesi
 - Sermaye maliyeti
 - Gelir bütçesi

¹²⁵ Jenkins Committee Report (1994)

4.1.2. Finansal Olmayan Bilgiler

Kullanıcılar bakımından sadece finansal tablolarda görülen rakamlar değil söz konusu rakamların altında yatan diğer unsurlarda önemlidir¹²⁶. Bu unsurlar bilgi kullanıcılarına ortaklığın durumu hakkında daha detaylı bilgiler sağlayacaktır ki, yatırımcılar yatırım kararlarını verirken daha sağlıklı davranabilsinler.

Bir yatırımcının sosyal açıklama istemesinin en belirgin nedeni, sosyal performansın karla bağlantılı olabileceğidir. Finansal bilgi öncelikle bir firmanın kar elde edip etmediği ve ne dereceye kadar kar elde ettiğine bakarken, diğer yandan sosyal bilgi ana olarak bir firmanın nasıl kar elde ettiğiyle ilgilidir. Bu nedenle sosyal bilgi açıklayan bir firmanın asıl işlemleriyle yakından ilgili kamuya açıklandığı bilgilerle rakiplerine karşı rekabetçi bir avantaj sağlayabilme olasılığı daha yüksektir. Sosyal bilgi, sadece şirketin rakipleriyle olan rekabetini değil, ayrıca işçilerin ve yerel politikacıların ilgisini çekme yeteneğini de etkileyen, finansal bilginin sahip olmadığı bir etkiye de sahiptir¹²⁷.

4.1.3. İşletim Verileri ve Performans Ölçütleri

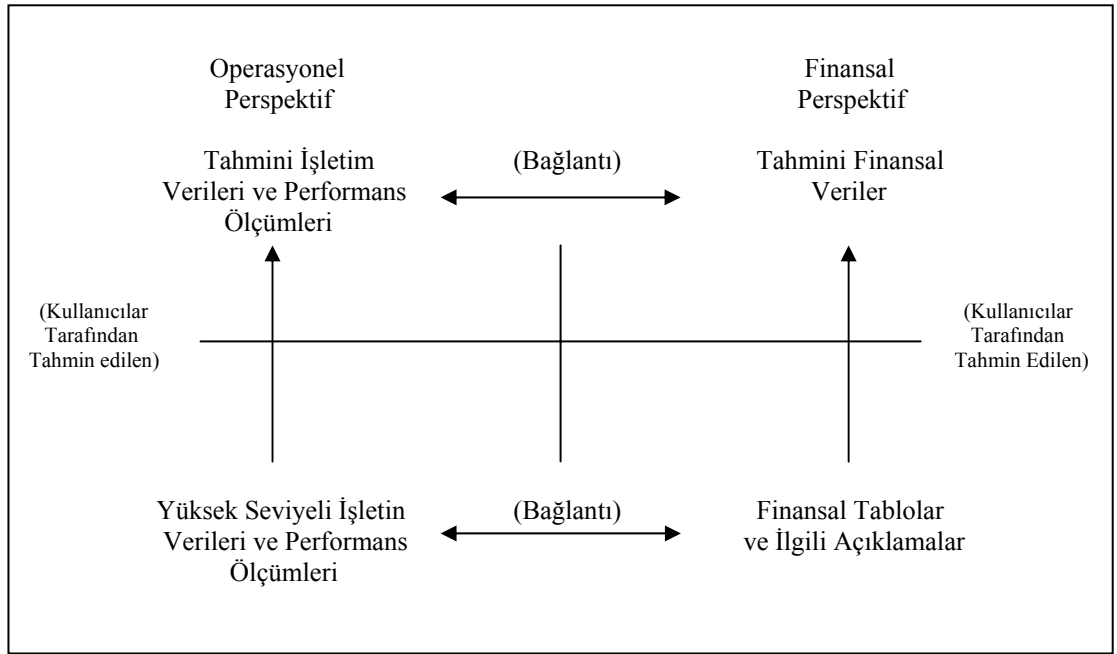
Performans ölçütleri, bir firmanın anahtar iş süreçleri hakkındaki verilerdir. Performans ölçütleri rutin faaliyete yönelik kararlar almayı, faaliyetleri kontrol ve planlamayı, süreç ve faaliyetlerin etkinlik ve verimliliğini belirlemeyi ve işletme amaçlarına ulaşmayı sağlayacak şekilde yöneticilere yardımcı olurlar. Performans ölçütlerinin iki amacı vardır. İlki, işlerin mevcut durumu hakkında kullanıcıyı bilgilendirir. İkincisi, performans ölçütleri, iyi yapılan iş için verilecek uygun ödüller (ücret artışı, ikramiye, terfi ve tanınma) açısından, hem iş gören hem de yöneticilerin performansını değerlendirmeyi sağlar¹²⁸.

¹²⁶ Nuran Özer, **Muhasebe Bilgileri ve Kamuyu Aydınlatma**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1997, s. 48.

¹²⁷ **Notes: Should the SEC Expand Nonfinancial Disclosure Requirements?**, Harvard Law Review, Vol.115, s. 1435.

¹²⁸ Ebru Tümer Kabadayı, İşletmelerdeki Üretim Performans Ölçütlerinin Gelişimi, Özellikleri ve Sürekli İyileştirme İle İlişkisi, Doğu Üniversitesi Dergisi, 2002/6, p. 63.

Kullanıcılar analizlerini, şirket gelir ve masraflarını satılan birimler, tüketilen anahtar kaynaklar ve çalışan sayıları gibi hem işletim verileri cinsinde hem de, gelirler, giderler ve işletme karı gibi mali cinsten biçimlendirebilirler. Uygulamada kullanıcılar gelecek kazançları tahmin etmek için her iki yöntemi de kullanma ve bu ikisinin sonuçlarını karşılaştırma eğilimindedir. Böylece kullanıcılar masraf, hacim ve kar arasındaki ilişkiyi anlayarak firmayı yorumlayabilmektedirler¹²⁹.



Şekil 2, İşletim Verileri ve Performans Ölçütleri, Jenkins Committee Report 1994

Yüksek seviyeli işletim verileri ve performans ölçümleri kullanıcıların bilgi ihtiyaçlarını gidermelerine beş yönde yardımcı olur. İş bölüm seviyesi ile ilgili işletim verileri ve performans ölçümleri kullanıcıların bir şirketin iş bölümlerini ayrı ayrı analiz etmelerine yardımcı olur. İşletim verileri ve performans ölçümleri özellikle kullanıcıların olaylar ve faaliyetler ile o olayların bir şirket üzerindeki mali etkileri arasındaki bağlantıyı anlamalarına yardımcı olmaları açısından yararlıdır. Aynı zamanda kullanıcılara bir işi etkileyen trendleri belirlemelerinde yardımcı olabilirler ve böylece kullanıcılara ileriye dönük bir bakış açısı sağlayabilirler. Ayrıca, işletim verileri ve performans ölçümleri yönetimin işi yönetmek için

¹²⁹ Jenkins Committee Report (1994)

kullandıkları veri türlerini ortaya koyarak kullanıcıların yönetimin bakış açısını anlamalarına yardımcı olur¹³⁰.

4.1.4. Finansal Olmayan Performans

Finansal olmayan performans ölçümlerine ilişkin daha kapsamlı bilgi, yöneticilere olduğu kadar analistlere ve yatırımcılara da yararlıdır. Çünkü onlar, teslimat performansı, hizmet kalitesi ve müşteri memnuniyeti gibi bu ölçümlerin çoğunun gelecek kazançların başlıca göstergeleri olduğuna inanır.

Bir firmanın finansal olmayan performansının açıklanması için Dengeli Skor Kartı yararlı bir çerçeve sağlayabilmektedir. Çünkü Dengeli Skor Kartı, müşteri ilişkileri, yenilikçi ürün ve hizmetler, yüksek kaliteli ve hassas işletim süreçleri ve işgücünün becerileri ve bilgisi gibi soyut varlıkların yaratılmasına ve kullanılmasına yardımcı olarak başlıca finansal olmayan ölçüm göstergelerini finansal olanlarla birleştirmeye dayalı bir performans ölçümü yaklaşımıdır. Aynı zamanda, finansal olmayan performansı stratejiyle birleştirmenin önemini vurgular¹³¹.

4.1.5. Finansal ve Finansal Olmayan Bilgiler Hakkında Yöneticilerin Analizi

Yönetim genelde analitik bilginin en iyi kaynağıdır ve firmayı yönetmek için şirket hakkındaki verileri analiz eder. Bu nedenle, Kullanıcılar, bir şirketin verilerindeki değişikliklerin iş nedenlerini anlamak açısından yönetimin analizinin önemli olduğunu düşünür.

¹³⁰ Jenkins Committee Report (1994)

¹³¹ Paul Coram, Gary Monroe, David Woodliff, **The Joint Effect of Voluntary Non-Financial Disclosure and Assurance on Company Valuation Judgments**, September, 2005, p. 7. (www.ecom.unimelb.edu.au/accwww/research/2005WorkingPapers/0502%20Coram.pdf), 01.05.2006

Firma yöneticilerinin analizleri hakkındaki örnekler şöyledir¹³²:

Satışlar hakkında yönetim tarafından yapılabilecek analizler;

- Her bir ana bölge veya ülkedeki pazarların analizi,
- Bölüme göre hacim, fiyat ve masraf trendlerinin üç aylık analizi,
- Pazar koşullarının satış hacmi ve ürün fiyatlandırması üzerindeki etkisinin anlatımı,
- Özsermaye değerlerinin yüzde 10 artması ya da azalmasının ya da tahvil fiyatlarının yüzde 10 artması ya da azalmasının gelir üzerindeki etkilerin açıklanması.

Ürünler hakkında yönetim tarafından yapılabilecek analizler;

- Son üç yıl içerisinde piyasaya sunulan ürünlerden beklenen gelir yüzdesine ilişkin şirket hedefi açıklamasının yanı sıra son üç yıl içerisinde piyasaya sunulan ürünlerden beklenen geliri gösteren beş yıllık tablo,
- Belirli sağlık konuları hakkında tüketicilerin kaygı seviyesinin özeti,
- Rakiplerle karşılaştırmalı olarak şirketin belli ürün hatlarına ait yurt içi pazar paylarının açıklamaları.

Faaliyetler hakkında yönetim tarafından yapılabilecek analizler;

- Araştırma ve geliştirme masrafları ve ürün araştırmaları üzerindeki teknoloji etkilerinin anlatımı,
- Hammadde fiyatlarındaki trendleri gösteren tarihsel bilgilerin sunumu.

¹³² Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. 7.

Mali performans hakkında yönetim tarafından yapılabilecek analizler;

- Bölgelere göre yılın ilgi çekici olaylarının ve başarılarının, iş ortamlarına yönetim tepkileri, kapasite ve ortaklığa yatırımlar, kazanç trendleri, likidite incelemeleri ve stratejik durum,
- Gelir büyümesi, kazanç büyümesi, nakit akışı, özsermaye geri dönüş hızı ve toplam hissedar geri dönüşüne ilişkin şirket performansı,
- İşletim karı, kazançlar, nakit akışı ve hisse başına kazanç.
- Varlıklar, net gelir, varlıklara ilişkin geri dönüş oranları, özsermaye/varlıklar, pasif varlıklar, borç kaybı miktar ve kapsam bilgisi, genel giderler oranı.

4.1.6. Geleceğe Yönelik Bilgiler ve Değerlendirmeler

Kullanıcılar firmaların açıkladıkları mevcut finansal ve finansal olmayan bilgilerin dışında firmanın geleceğine yönelik bir takım ek bilgiler de talep etmektedir. Talep edilen bu bilgilerin başında “fırsatlar ve riskler” gelmektedir.

Fırsatlar ve riskler, muadil ürün veya hizmetlerden gelen bir tehdit, çalışanlar da dahil olmak üzere müşteri veya tedarikçilerin pazarlık gücündeki değişiklikler, ve rakiplerle rekabetin doğasındaki değişiklikler gibi bir firmanın endüstri koşullarındaki değişikliklerden kaynaklanır. Fırsatlar ve riskler aynı zamanda bir şirketin varlıklarındaki, müşterilerindeki veya tedarikçilerindeki yoğunlaşmalardan kaynaklanır.

Kullanıcılar fırsat ve riskler konusundaki bilgileri endüstri ve ticaret yayımları, mali beyanlar, işletim verileri, diğer kullanıcılarla yapılan görüşmeler vs. gibi pek çok bilgi kaynağından edinir ve bu fırsat ve riskleri değerlendirir. Ancak, bir şirketin yönetiminden gelen bilgi özellikle yararlıdır. Yönetim genelde fırsat ve riskler konusunda mükemmel bir bilgi kaynağıdır çünkü işe en yakın olandır ve geleceği planlarken ve firmayı yönetirken fırsat ve riskleri göz önünde bulundurmuştur. Aynı zamanda yönetimin fırsat ve riskler hakkında ne düşündüğünü

anlamak kullanıcılara yönetimin bir şirketi nereye yönlendirmeyi planladığını anlamak konusunda yardımcı olur¹³³.

Geleceğe yönelik bilgilerin örnekleri ise¹³⁴:

Satışlar hakkında;

- Her bir başlıca ülkede bir sonraki yıl için birim satışlarının tahmini,
- Şirketin ana müşteri kategorilerindeki büyüme fırsatlarının anlatımı,

Ürünler hakkında;

- Patent koruması sona erecek olan bir ürünün ve o ürünün gelir akışı üzerindeki potansiyel etkinin anlatımı,
- Belirli uluslararası bölgelere doğru genişleme ve belli marka sunumlarına ilişkin planlar,

Faaliyetler hakkında;

- Gelir, net gelir ve brüt marja ilişkin ve masrafların gelirlere oranını azaltmak için bir sonraki yılın hedefleri,
- Beş yıl için planlanan nakit akışı, üretim ve satış,
- Satışlar ve gelirler, net gelir ve sermaye masraflarını da içeren yıl başlangıcındaki performans hedeflerini karşılama konusunda bir önceki yıl boyunca şirketin etkinliğine ilişkin rapor,
- Yönetim tarafından projelerin ve elde edilmeyen ve sonraki dönemlere ertelenen geçmiş yılların hedef ve dönüm noktalarının tartışılması,

¹³³ Jenkins Committee Report (1994)

¹³⁴ Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. 8.

Mali performans hakkında;

- Bölümlere göre planlanan kazançlar ve nakit akışları,
- Emsallere karşı şirket için planlanan beş yıllık kazanç büyümesi,
- İki yıl için iş hattına göre gelir, büyüme hedefleri yüzdesi.

4.1.7. Yöneticiler ve Hissedarlar Hakkındaki Bilgiler

Kullanıcılar, firmaların yönetim ve hissedarlık yapıları hakkındaki bilgileri yararlı kabul etmektedirler. Çünkü firmanın kimler tarafından nasıl yönetildiğini bilmek isterler. Bu nedenle de firmalar yapıları ve yöneticileri hakkında daha spesifik bilgileri kullanıcılara sunmaktadırlar. Örneğin;

- Müdürlerin ve üst düzey yöneticilerin kimlikleri ve geçmişleri hakkındaki bilgiler,
- Üst düzey yönetim tazminatlarının türleri ve miktarları, o tazminatların hesaplanmasında kullanılan yöntem veya formüller, kıdemli yönetimin sahip olduğu hisse sayıları,
- Önemli maliklerin kimliği ve mülkiyetleri gibi menkul kıymet mülkiyeti hakkında konular ve kontrolde bir değişiklikle sonuçlanan mevcut düzenlemelerin doğası,
- Ana hissedarlar, müdürler, yönetim, tedarikçiler, müşteriler, rakipler ve şirket arasındaki ilgili taraf işlemleri ve ilişkiler.

4.1.8. Firma Hakkındaki Bilgiler

Kullanıcıları aynı zamanda bir şirketin geçmişi hakkında da bilgiye ihtiyaçları vardır. Bu bilgi kullanıcılara şirketin faaliyetleri, nakit akışı ve kazanç sağlayan iş motorları hakkında bir imaj sağlar. Kullanıcılar aşağıdaki kategorilerdeki firma bilgilerini belirtilen nedenlerden dolayı yararlı bulur¹³⁵:

¹³⁵ Jenkins Committee Report (1994)

- *Genel hedefler ve strateji*; bir işin genel hedeflerinin ve o hedeflere ulaşmak için yönetimin kullandığı genel stratejilerin anlaşılmasında kullanıcılara yardımcı olur.
- *Faaliyet ve özelliklerin kapsamı ve açıklaması*; kullanıcıların firmanın analize dayalı faaliyetlerini, kapsamını ve doğasını anlamalarına yardımcı olur.
- *Endüstri yapısının firma üzerindeki etkisi*; bir işin yapıldığı piyasayı, tedarikçi ve müşterilerin pazarlık gücünü ve o işin karşı karşıya olduğu rekabetin yoğunluğunu etkileyen yeni ürün ve hizmetlere yöneliktir. Kullanıcıların fırsat ve riskleri değerlendirmelerine yardımcı olur.

Firma hakkındaki bilgilere verilebilecek örnekler¹³⁶;

- Şirketin ürünleri ve bunların kullanımlarının tanımlanması,
- Endüstrideki trendlerin ve bu trendlerin, şirketin mevcut ve planlanan ürün hatları üzerindeki potansiyel etkilerinin anlatımı,
- Ürünlerin, markaların ve tescilli markaların detaylı listeleri,
- Başlıca üretim tesisleri, üretilen ürünler ve çalışanların sayısı,
- Faaliyet masraflarının kontrolü ve araştırma-geliştirme masrafları konularında şirket stratejilerinin anlatımı,
- Şirketin uzun vadeli performans hedeflerinin tanımlanması.

4.2. Bilgilerin Nitelikleri

Kullanıcılar, bilgilerin, güvenilirliği, tarafsızlığı ve karşılaştırılabilirliği, yani iş raporlamasının nitel yönleri ile yakından ilgilenirler.

4.2.1. Güvenilirlik

Kullanıcılar genelde iş raporlamasındaki bilgilerin güvenilirliği konusunda endişelidir. Pek çok firma yönetiminin problemlerin veya performansının

¹³⁶ Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. 10.

raporlanmasında samimi olmadığına, yayılan bilginin çoğunun aşırı olumlu olduğuna ve sıkıntılı şirketlerin gerçek anlamda bir sıkıntı yaşamadıklarını yansıtmak için çaba sarf ettiklerine inanırlar. Yönetimin bütünlüğüne güven duyuyor olmalarına karşın, kullanıcılar, yöneticilerin yaygın bir biçimde problemlerin açıklanmasını geciktirdiğini ve pek çok yöneticinin firmalarının durumları hakkında kullanıcıların kendi analizlerinin sonucunda ortaya çıkandan çok daha iyimser bir tablo sergilediğini düşünmektedirler¹³⁷.

İşte bu noktada bağımsız denetim devreye girerek yönetimin mevcut düzenlemelere sadık kalması konusunda bir disiplin getirir. Bağımsızlık, kullanıcılara tasdik ve doğrulama prosedürlerinin yönetimin etkisine tabi olmayan kişiler tarafından gerçekleştirildiğinin teminatını sağlayacaktır.

Kullanıcılar denetlenmiş mali bilgilere ihtiyaç duyar çünkü bu bilgiler üçüncü şahıslar tarafından doğrulanamayacak olan ve mali beyanlarda rapor edilerek açıklanan miktarların güvenilirliğinin bağımsız teminatını sağlar. Pek çok kullanıcı analizlerinde yönetimden bağımsız olan denetçiler tarafından doğrulanmış olan bilgiye fazlasıyla güvenir.

4.2.2. Doğruluk ve Tarafsızlık

Açıklanan bilgilerin doğru olması gerekir. Ancak, bazı bilgilerin kısa bir süre içerisinde doğrulanabilmesi güç olabilir. Bu durumda da karar almaya yardımcı olabilecek doğruluk derecesi yüksek bilgilerin açıklanması uygundur. Fakat bu gibi durumlarda da açıklanan bilgilerin tahminlere dayandığı ve bu tahminlerin doğruluk derecesinin ne olduğu konusunda açıklayıcı bilgiler de belirtmekte yarar vardır¹³⁸.

Tarafsızlık, standartların formüle edilmesi ve uygulanmasında asıl konunun yeni standardın belli bir çıkar üzerindeki etkisi değil bilginin uygunluğu ve

¹³⁷ Jenkins Committee Report (1994)

¹³⁸ Recep Pekdemir, **Mali Tablolar El Kitabı**, İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Yayınları, No 9, 1994, s. 15.

güvenilirliği olması gerektiği anlamına gelmektedir. Raporlamanın tarafsızlık rolü yansız, nötr ve tarafsız bilgi sağlamasını gerektirir.

4.2.3. Karşılaştırılabilirlik

Uzun bir zaman süresince, genelde beş ila on yılda, mali raporlamadaki karşılaştırılabilirlik ve tutarlılık kullanıcıların bir şirketin endüstrisi içerisinde ve endüstri hatlarında bir şirketin performansını ve mali konumunu karşılaştırmak ve trendleri belirlemek açısından çok önemlidir.

Hem yatırım hem de kredi kararları için analiz üç tür karşılaştırmaya dayalıdır¹³⁹:

1. *Firmalar arası karşılaştırılabilirlik*, farklı şirketler arasında karşılaştırmaları mümkün kılar.
2. *Dönemler arası karşılaştırılabilirlik*, tek bir şirketin belli bir raporlama dönemine ait verilerinin bir sonrakine ait verileriyle karşılaştırılmasını mümkün kılar.
3. *Dahili tutarlılık*, mali beyandaki bir bilginin bir başkasıyla karşılaştırılmasını mümkün kılar.

5. GÖNÜLLÜ KAMUYU AYDINLATMANIN FAYDA VE MALİYETLERİ

Gönüllü kamuyu aydınlatmanın firmalara ve piyasaya açıklanan bilgilerin kullanıcılarına faydaları olduğu kadar birtakım maliyetleri de vardır. Bu nedenle firmaların gönüllü kamuyu aydınlatma kararları ve aydınlatma derecesi bu faktörlerden doğrudan etkilenir¹⁴⁰. İyi bir aydınlatma politikası ortaya çıkaracağı masraflardan daha ağır basacak savunulabilir yararlar sağlamalıdır.

¹³⁹ Jenkins Committee Report (1994)

¹⁴⁰ Orhan Çelik, *Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuya Açıklama*, Muhasebe ve Denetime Bakış, Şubat 2002, s. 82.

Eğer firmanın rapor edilen performansı piyasa beklentilerine yakınsa, gönüllü açıklamaların yararları masraflarını aşmaz, ancak firma beklentilerin çok altında kalıyor veya çok üstüne çıkıyorsa, gönüllü açıklamaların yararları masraflarını aşabilir¹⁴¹.

Bu analizde en önemli sorun, rekabetçi açıdan zararlı bilgi ya da faydaların yatırımcılara, şirketlere ve bir başka faydalı bilginin ekonomisine açıklanmasının maliyeti gibi gelişmiş gönüllü aydınlatmaların da maliyet ve faydalarının pek çoğunun ölçümünün imkansız oluşudur. Bu nedenle, firmalar tarafından maliyet-fayda kararları mümkün olduğunca dikkatli alınmalıdır¹⁴².

Özetlemek gerekirse, firmaların bilgi açıklamayı isteyip istememelerine karar verirken şu dört temel soruyu dikkatli cevaplamaları gerekmektedir¹⁴³.

1. Bilgi yatırımcılar için ne kadar önemlidir?
2. Doğrudan açıklama maliyetlerinin düşük olabileceği kadar, hali hazırda bilgi toplanıyor mu?
3. Bilgiyle ilgili davranışın azaltılması karları etkileyebilir mi?
4. Faaliyet sermayesindeki etkilerden, önemli dolaysız maliyetler olacak mı?

Ancak şu da bir gerçektir ki günümüzde bireysel şirketler, bir grup olarak tüm şirketler veya bir bütün olarak toplum için, optimal açıklama seviyesinin ne olduğunu tam olarak bilinmemektedir.

5.1. Gönüllü Kamuyu Aydınlatmanın Faydaları

Bilgi kullanıcılarının giderilmemiş pek çok ihtiyaçları vardır. Bu ihtiyaçların giderilmesini sağlayan her türlü açıklama bir fayda olarak kayda alınabilir.

¹⁴¹ Bagnoli, Watts, a.g.e. 2005, s. 1.

¹⁴² Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. 20.

¹⁴³ **Notes: Should the SEC Expand Nonfinancial Disclosure Requirements?**, Harvard Law Review, Vol.115, s. 1452.

Yatırımcılar, sermayelerini hatalı tahsis etme konusundaki olasılığın azalmasından faydalanırken, şirketler ve sahipleri genel olarak aşağıdakilerden faydalanır¹⁴⁴:

- Daha düşük bir ortalama sermaye maliyeti,
- Artırılmış güvenilirlik ve gelişmiş yatırımcı ilişkileri,
- İşlemler arasında daha az fiyat değişikliğiyle daha likit pazarlara erişim,
- Daha iyi yatırım kararları alacak olmaları olasılığı, (diğer şirketlerin mali beyanlarının kullanıcıları olarak)
- Daha az yetersiz gönüllü açıklama iddia eden dava tehlikesi ve bu tür davalar açıldığında daha iyi savunma.

5.1.1. Sermaye Maliyeti

Daha fazla şeffaflık ve güvenilirlik ile, yatırımcı ilişkileri alanında yeni bir evre başlayabilir. Bu nedenle, daha fazla gönüllü açıklamanın bir yatırımcının bakış açısından azalan tereddüt nedeniyle sermaye maliyetini azaltması muhtemeldir. Örneğin, güvenilir bilgi olmaksızın, yatırımcılar tipik şekilde ek mali risk kabul etmelerinin tazminatı olarak yatırımlarından daha yüksek bir kazanç olarak risk primi talep ederler. Bilgilerin açıklanması riski azaltır. Yatırımcılar ne elde edecekleri konusunda daha fazla bilgi sahibi olurlar ve böylece firmaların daha fazla yatırım almalarını ve daha düşük risk priminde sermaye sağlamalarını mümkün kılar. Sonuç olarak, daha fazla bilgi açıklandığında toplam yatırımlar ve ürün daha yüksek olabilir¹⁴⁵.

Aslında, analistlerle daha iyi iletişim, belli bir şirkete yönelik tereddütleri önemli ölçüde azaltacaktır ve bu da daha kesin kazanç tahminleri ve böylece daha az hisse fiyatı istikrarsızlığı sağlayacaktır. Daha az hisse fiyatı istikrarsızlığı da şirket için daha düşük risk primi sağlayacaktır. Daha fazla açıklama aynı zamanda daha

¹⁴⁴ Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. 17.

¹⁴⁵ Shaffer, a.g.e. 1995, p. 3.

fazla analist takibine yol açabilir ve bu da stok likiditesi ve şirketin ek sermaye edinmesini kolaylaştırması açısından yararlı olabilir¹⁴⁶.

5.1.2. Sermaye Tahsisi

Gönüllü açıklamalar, kullanıcıların bir şirketin başarı şansını değerlendirirken ilerleme kaydetmelerini sağlayarak sermayelerini yanlış tahsis etme riskini azaltır. Bu, bilginin kullanıcılarına doğrudan bir yararadır.

Bu yarar sürecinin iki önemli sınıflandırması vardır¹⁴⁷.

1. *Ülke çapında sermaye tahsisi üzerindeki etki ve bunun ekonomi açısından anlamı:* Yatırım dönüşlerinin olasılığını ve boyutlarını artırmak için kullanıcılar, en verimli şirketleri, ekonomik büyümeye ve ulusal rekabete en çok katkıda bulunabilecek şirketleri aramakta ve desteklemektedir. Hem yoğun uluslararası rekabetten, hem de iş oluşumunu artırmaya yönelik sosyal ihtiyaçtan dolayı bu durum önem arz etmektedir. Bu durum, bir bütün olarak topluma yararlıdır. Bunun aksine, akılcı olmayan yatırımlar ekonomik büyüme ve ulusal rekabet için kötüdür.
2. *Sermaye piyasalarının likiditesine yönelik süreç:* Daha likit bir piyasa kullanıcılara sermayelerini hızla yeniden tahsis etmelerini sağlayarak sermayenin verimli tahsisi konusunda yardımcı olur.

5.1.3. Bilgi Asimetrisi

Gönüllü raporlama konusundaki gelişmeler, hissedarlar ve yönetim arasındaki mevcut bilgi asimetrisini (veya bilgi boşluklarını) azaltma kapasitelerinden dolayı kabul görmektedir. Çünkü, daha fazla bilgi sahibi olan yöneticilerden daha az bilgi sahibi olan hissedarlara bilgi akışını sağladığı için bilgi asimetrisini azaltıcı bir etkiye sahiptir.

¹⁴⁶ Schustler, O'Connell, a.g.e. 2006, s. 6.

¹⁴⁷ Jenkins Committee Report (1994)

Bilgi asimetrisi'nden kasıt, bir hareketin taraflarından birinin diğere göre hareketin kendisi için önemli olan daha fazla bilgiye sahip olmasıdır. İdeal olarak, eşit düzeyli bir hareket işleminde, taraflar simetrik bilgi düzeyinde olmalıdır. Aksi halde, asimetrik bilginin olduğu durumlarda, daha fazla bilgiye sahip taraf kendisine menfaat sağlayacaktır. Daha fazla bilgi göreceli pazarlı gücünü temsil eder.

Bilgisel asimetri kaynakların etkin bir şekilde tahsisini engeller. Piyasalar tam olarak özel bilgi toplamadığında ortaya çıkar ve daha fazla işlem masraflarına, daha düşük likiditeye ve eninde sonunda firma hisselerinin yanlış fiyatlandırılmasına yol açabilir. Bilgi asimetrisinin etkileri, sözleşme yapma, düzenleme ve bilgi aracılarının çalışmaları gibi çeşitli yollarla azaltılabilir¹⁴⁸.

5.1.4. Güven İlişkisi

Şirket yönetiminin hissedarlarıyla bir güven ilişkisi oluşturmak için sıkı çalışması gereken günümüz ortamında yönetsel güvenilirliği artırmanın bir yolu gönüllü olarak ek bilgiler açıklamaktır. İyi düşünülmüş stratejik planlar hakkında bilgi açığa vurmak, yatırımcıların firmanın gerçek değer yaratma potansiyelini anlamasına ek olarak yönetimin planlarını daha iyi anlamalarına da yardımcı olacaktır. Buna ek olarak yönetim, kamu önünde kendini yayınlanmış hedeflerine adayarak çalışanlarının bağlılığını da artırabilir. Bu bağlılık daha motive, daha odaklı ve enerjik bir işgücü sağlayarak artırılmış şirket performansına yol açabilir¹⁴⁹.

5.1.5. Tüketicinin Korunması

Toplumlar tüketicinin korunması yararına yüksek derecede önem vermektedirler. Gönüllü açıklamalar da, kullanıcılara ihtiyaç duyulan tüketici korumasını ne kadar sağlarsa, diğer şeylerin eşit olması koşuluyla, kamu o kadar yarar görür. Yarar, tüketicilere adaletlilik, bu tür adaletliliğe duyulan güven

¹⁴⁸ J.L. Birt, C.M. Bilson, T. Smith, R.E. Whaley, **Ownership, Competition, and Financial Disclosure**, <http://faculty.fuqua.duke.edu/~whaley/pubs/BBSW.pdf>, May 26, 2005, 12.07.2006, s. 5.

¹⁴⁹ Schustler, O'Connell, a.g.e. 2006, s. 7.

ekonomi açısından da iyidir ve bir bütün olarak topluma duyulan şirket sorumluluğunun bir parçasıdır¹⁵⁰.

5.2. Gönüllü Kamuyu Aydınlatmanın Maliyetleri

Yapılan bazı çalışmalara göre, bankacılık endüstrisi zorunlu açıklamalara önemli kaynaklar ayırmaktadır. Örneğin, US Office of Management and Budget (US Yönetim ve Bütçe Dairesi) (OMB), bankacılık endüstrisinin sayısız aydınlatma gereksinimlerinden yalnızca birine, Truth in Lending'e¹⁵¹ (Borç Vermede Gerçeklik Yasası) uymak için yılda 7.5 milyon saat harcaması gerektiğini; belli gerekli mali raporları dosyalamak için ayrıca 1.5 milyon saat harcaması gerektiğini; aydınlatma gereksinimlerini de içeren elektronik ödemelere ilişkin gereksinimleri yerine getirmek için ise 2.9 milyon saat harcaması gerektiğini tahmin etmektedir¹⁵².

İşte burada tartışılan önemli bir konu, açıklamaları zorunlu kılan düzenlemeler olmasa da açıklamaların gönüllü olarak gerçekleşip gerçekleşmeyeceğidir ve eğer gerçekleşecek ise, açıklamaların rapor edilen masrafları, açıklama gerekliliklerinin kendi başına bir maliyet olmasından ziyade iş yapmak için gerekli olan normal bir masraf olarak kabul edilip edilmeyeceğidir¹⁵³.

5.2.1. Bilgi Geliştirme ve Yayma Maliyetleri

Açıklanacak bilgileri oluşturmanın ve dağıtmanın maliyeti, bilgi toplama, işleme, denetleme ve yayma maliyetlerini içerir. Bu maliyetler söz konusu açıklamalara yönelik sorulara verilecek cevapların belirlenmesi ve dağıtılmasında karşılaşılabilecek masrafları da içerir. Firma sahipleri tıpkı tüm şirket masraflarını tek başlarına üstlendikleri gibi bu masrafları da tek başlarına karşılarlar.

¹⁵⁰ Jenkins Committee Report (1994)

¹⁵¹ **Truth in Lending and the Fair Credit and Charge Card Disclosure Act.** 1968'de yürürlüğe giren The Truth in Lending Act, banka tarafından borç verilme koşullarının borç alanlara tam ve net açıklanmasını gerektirir.

¹⁵² Shaffer, a.g.e. 1995, s. 1.

¹⁵³ Shaffer, a.g.e. 1995, s. 2.

Yönetim tarafından kullanılan ya da ihtiyaç duyulan bilgileri geliştirme ve yayma maliyeti, bu tür bilgileri dış aydınlatma amaçlı olarak geliştirme maliyetinden hariç tutulmalıdır. İşin zaten yapılmış olduğu veya yönetsel amaçlarla yapılacak olduğu müddetçe, o işin bir kopyasını çıkarmaya gerek yoktur. Ancak diğer aydınlatma masrafları (bilgiyi formatlama, paketleme, denetleme ve yayma) yönetsel amaçlarla üstlenilen masraflar ve dış aydınlatma amacıyla üstlenilen masraflar arasındaki örtüşmeden etkilenmeyecektir¹⁵⁴.

5.2.2. Açıklamaların Neden Olabileceği Dava Masrafları

Gönüllü açıklamalar özellikle önemlidir çünkü ileriye dönük gönüllü açıklamalar korkulan bir dava kaynağıdır. Bu tür davaların maliyetleri çok önemli olabilir. Yasal ücretlerin, mahkeme tarafından verilen cezaların ve iş kararları olarak katı bir şekilde gerçekleştirilen problemin çözülmesi masrafları haricinde halkla ilişkilerin ve bir şirketin çıkarlarına yönelik üretim faaliyetlerinde yer alan yöneticilerin dikkatini başka yöne çekmenin de maliyeti vardır. Bunlar tüm firmalar için düzenli gider olmamakla birlikte müdürlerin ve çalışanların sigortası da büyük ölçüde bu davalarla ilişkilendirilebilecek yaygın masraflardır¹⁵⁵.

Gönüllü açıklamaların neden olabileceği davalar üç ayrıma tabi tutulabilir.

1. Yanlış yönlendirici açıklama iddialarının yol açtığı davalar,
2. Yapılan açıklamaların yanlış yönlendirici olduğu suçlamalarının neden olduğu davalar,
3. Yapılan açıklamaların hisse fiyatında bir düşüşe neden olduğu takdirde, hissedarların veya yatırımcıların açabilecekleri tazminat davaları.

¹⁵⁴ Jenkins Committee Report (1994)

¹⁵⁵ Jenkins Committee Report (1994)

5.2.3. Rekabetçi Dezavantaj

Firma yönetimi, ileriye dönük strateji ve planların, ölçüt ve diğer bilgilerine ilişkin açıklamaların o firmanın, rekabetine yardımcı olarak veya tedarikçiler, müşteriler veya çalışanlar ile pazarlık dezavantajı yaratarak olumsuz şekilde etkilenip etkilemeyeceğini iyi belirlemelidir.

Bir bilginin rekabetçi dezavantaj yaratıp yaratmayacağını belirlemek için üç faktör bulunmaktadır: bilginin *türü*, *detay seviyesi* ve açıklamanın *zamanlaması*¹⁵⁶.

Bilginin türüne ilişkin olarak, rutin işletim verilerinin (şirketler bu tür işletim verilerini endüstri çapındaki istatistiklere dahil olmak için sağlar) rekabetçi dezavantaja yol açma olasılığı, ürün gelişim hakkındaki bilgilere oranla daha azdır. Ancak, yeni ürün planları hakkında detay seviyesi ne kadar çok olursa – örneğin, eşsiz özellikler ve onların potansiyel cazibelerinin nedenleri gibi – rekabetçi dezavantaj olasılığı da o kadar artar. Buna benzer olarak, diğer açıklamaların türleri hakkındaki detay seviyesi, bu açıklamaların rekabetçi dezavantaja yol açıp açmayacaklarını belirler.

Bir açıklamanın zamanlaması da rekabetçi dezavantaj potansiyelini etkiler çünkü bir aşamada açıklama rekabetçi dezavantaj yaratma kapasitesini kaybeder. Eylemlerden stratejiler anlaşılır ve onlar hakkındaki bilgiler artık rekabetçi dezavantaja yol açmaz. Gelişimdeki ürünler er ya da geç pazara çıkar ve ürün planları o tarihe ne kadar yakın açıklanırsa bir rakibin tepki vermesi için o kadar az zaman kalır.

Rekabetçi dezavantaj yaratabilecek bazı bilgi türleri ise şunlardır:

- Teknik ve yönetsel yenilikler hakkında bilgi, (örneğin, üretim süreçleri, daha etkili kalite gelişim teknikleri, pazarlama yaklaşımları)

¹⁵⁶ Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, s. 18.

- Stratejiler, planlar ve taktikler, (örneğin, planlı ürün gelişimi, yeni piyasa hedefleri)
- İşletim hakkında bilgi. (örneğin, bölüm bazında satış ve üretim-maliyet rakamları, işgücü istatistikleri)

5.3. Gönüllü Açıklamaların Ana Yarar ve Maliyetleri

Yukarıda ele alınan ve metinlerle tanımlanan gönüllü açıklamaların ana yarar ve maliyetleri şu şekilde özetlenebilir¹⁵⁷.

Yararlar

* Ekonomi aşağıdakilerden yararlanır:

- Daha verimli sermaye tahsisi,
- Daha düşük sermaye maliyetinin yatırım etkisi,
- Daha likit sermaye piyasaları,
- Rekabetten doğan daha fazla verimlilik.

* Varlıklar (ve sahipleri) aşağıdakilerden yararlanır:

- Daha düşük ortalama sermaye maliyeti,
- Daha likit piyasalara erişim,
- Sermayelerini yanlış yerde kullanma olasılığının düşmesi, (diğer şirketlerin mali beyanlarının kullanıcıları olarak)
- Yetersiz açıklama suçlamalarının yol açtığı davalardan kaçınma,
- Müşterilerin ve tedarikçilerin açıklamalardan doğan pazarlık avantajı.

* Toplum, açıklamaların sağladığı tüketicinin korunmasından yararlanır.

¹⁵⁷ Jenkins Committee Report (1994)

Maliyetler

* Firma sahipleri aşağıdakilerin masraflarını üstlenir:

- Kendi gönüllü açıklamalarından doğan rekabetçi dezavantaj,
- Tedarikçi ve müşterilere kendi açıklamalarından doğan pazarlık dezavantajı,
- Açıklamalarla ilişkilendirilebilir davalar.

* Ekonomi aşağıdakilerin masraflarını üstlenir:

- Açıklamalarla ilişkilendirilebilir adi davalardan doğan büyümenin sürüp gitmesi,
- Yabancı rakiplerin kendi ülkelerindeki daha düşük aydınlatma gerekliliklerinden doğan rekabetçi dezavantaj,
- Yapılacak açıklamaları geliştirme, sunma, anlama ve analiz etme.

6. TEKNOLOJİK GELİŞMELER VE GÖNÜLLÜ KAMUYU AYDINLATMA

Firma bilgileri yatırımcılara iki şekilde duyurulabilir. Bunlardan ilki basılı yayınlanan geleneksel yöntemdir. Basılı olarak sunulan bilgiler periyodik olarak hazırlanıp sunulan faaliyet raporlarıdır. Bu raporların en önemli olumsuz yönü ise yatırımcılara zamanında ve yaygın olarak ulaştırılamamasıdır. Ayrıca basılı bilgilerin dağıtımının maliyet açısından da firmalara büyük yükleri vardır¹⁵⁸.

İkinci yol olan internet ise, uzman olmayan yatırımcıların kullanabilecekleri bilgi miktarını başka hiçbir şeyin yapamadığı kadar artırmış ve söz konusu bilgilerin ücretsiz veya çok düşük bir fiyat karşılığında daha hızlı dağıtımını mümkün kılmıştır. Dağıtımın hızı ve erişim kolaylığı önemlidir. Bu şekilde günümüzde bir bilgisayar ve bir modemi bulunan herhangi bir yatırımcı daha önce yalnızca seçkin şirket yetkilileri, profesyonel yatırım analistleri ve mali basının erişebildiği bilgileri elde edebilmektedir¹⁵⁹.

¹⁵⁸ Sinan Aslan, Türkiye’de Kamunun Aydınlatılmasına Yönelik Finansal Bilgilerin Elektronik Ortamda Yayınlanması, İktisat, İşletme ve Finans, Temmuz 2004, s. 52.

¹⁵⁹ FASB, **Electronic Distribution of Business Reporting Information**, Business Reporting Research Project, 2000, s. VII.

İş raporlama bilgilerinin dağıtımının bir aracı olarak internetin yaygınlaşması, firmalara müşteriler, tedarikçiler ve yatırımcılarla iletişimin güçlü ve yeni bir yolunu açmıştır. Pek çok firmanın web siteleri özellikle muhasebecilere yönelik olarak muhasebe bilgileri ve mali bilgiler sunar. Ayrıca mevcut düzenlemelere göre, şirketler web sitelerinde hileli olmaması koşuluyla istedikleri miktar ve türde mali veri sunma konusunda özgürdür. Web siteleri şirketlere bu tür bilgiyi bir başka araç vasıtasıyla belki de daha geniş bir kitleye yayma fırsatı sağlar¹⁶⁰.

Yatırımcılarla ilgili mali bilgiler ve iş bilgileri genellikle şirketin web sitesinin ayrı bir bölümünde tutulur ve giriş sayfasından bu bilgilere kolayla erişilebilir. Web sitelerinde minimal miktardan daha fazla mali veri sunan şirketlerin pek çoğu, mali ve iş verileri sunumlarını, geçmişte özellikle analistler ve kurumsal yatırımcılar için hazırlanmış bilgileri de içerecek şekilde genişleterek bu bilgiler için ayrı bir bölüm oluşturmuş ve bu bölümü genellikle “Yatırımcı” ya da “Yatırımcı İlişkileri” olarak adlandırmıştır. Bu yatırım bölümleri genelde en azından aşağıdaki bilgi türlerini içerir¹⁶¹:

- Üç aylık ve yıllık mali raporlar,
- Mali geçmiş,
- Güncel ve geçmiş hisse fiyat bilgileri,
- Basın duyuruları,
- Bilgi talep formları,
- Diğer hissedar bilgileri,
- Yönetim sunum nüshaları ve slaytları,
- Konferans çağrılarının, analistlere yapılan sunumların ve diğer toplantıların nüshaları veya işitsel arşivleri,
- Firma yıllığı,
- Kazanç yorumu,
- Yatırımcı ilişkileri takvimi.

¹⁶⁰ Michael Ettredge, Vernon J. Richardson, Susan Scholz, **Determinants of Voluntary Dissemination of Financial Data At Corporate Web Sites**, Proceedings of the 35th Hawaii International Conference on System Sciences – 2002, s. 1.

¹⁶¹ Fasb, a.g.e. 2000, s. 11

Pek çok firma ilgili tarafların en güncel bilgileri mümkün olan en kısa zamanda almalarına yardımcı olmak için, internet kullanıcılarının e-posta uyarılarına üye olmalarını mümkün kılar. Firmaya bağlı olarak, bu hizmete üye olan kullanıcılar, haber bültenlerini, basın duyurularını ve diğer güncellemeleri e-posta yoluyla alır.

Günümüzde faaliyet gösteren firmaların web sitelerinin çoğu bilgi sunumu için HTML (Hypertext Markup Language) kullanırken, XFRML (eXtensible Financial Reporting Markup Language) olarak bilinen daha sofistike bir mali raporlama dili geliştirilmesi için çabalar devam etmektedir. XFRML'nin amacı, mali topluluğa, diğer şeylerin yanı sıra mali beyanların daha hızlı ve verimli hazırlanmasını ve farklı kuruluşların mali beyanlarından belli detaylı bilgilerin güvenilir bir şekilde özet çıkarılmasını mümkün kılan standartlara dayalı bir çerçeve sunmaktır¹⁶².

Mali raporlama ve iş raporlaması web sayfalarının tasarlanmasındaki en önemli kararlardan biri HTML ve PDF dosya formatlarının kullanımınıdır. HTML web gelişimi için temel dildir. PDF, orijinal basılı doküman ile tıpatıp aynı görünen ve basılabilen dokümanlar yaratmak için Adobe Corporation tarafından geliştirilmiş özel bir dosya formatıdır. Bir HTML dokümanı browserda doğrudan görülebilir. Bir PDF dosyasını görmek için ise, kullanıcının bilgisayarına bir Adobe Acrobat PDF Reader yüklenmiş olması gerekmektedir. Aşağıda gösterildiği gibi, bu iki formatın avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır¹⁶³.

¹⁶² Fasb, a.g.e. 2000, s. 14.

¹⁶³ Fasb, a.g.e. 2000, s. 22.

	Avantajlar	Dezavantajlar
HTML	Browserda doğrudan görülebilir – plug-in gerektirmez.	Browser tablo ve sayfaları bölebilir.
	Açık formatlama standardıdır.	Browserdan basılan doküman muhtemelen orijinal doküman gibi görünmeyecektir.
	HTML sayfalarının içine ve dışına kolaylıkla hiperlinklenebilir.	Orijinal dokümanı HTML dokümanına dönüştürmek yapı ve tasarım açısından sıkı bir çalışma gerektirebilir.
PDF	Dosya basıldığında, dayalı olduğu basılı dokümanla tıpatıp aynı görünecektir.	İyi basılmasına kaçın, ekran ile basılı sayfa arasındaki oran farklarından ötürü ekranda PDF sayfalarında dolaşmak ve onları okumak güçtür.
	Orijinal dokümandan yaratmak çok kolaydır.	Kullanıcının bulması, indirmesi ve kurması gereken Adobe Acrobat Reader plug-in gerektirir.
	Doküman kullanıcılar tarafından kasıtlı olarak değiştirilemez.	PDF dosyalarının dışına hiperlink oluşturabilir, ancak bir PDF dosyası içindeki spesifik noktalara hiperlink oluşturamaz.
		İndirmeyi yavaşlatan çok büyük dosyalardan oluşur.
		Plug-inler kullanıcı bir PDF dosyası seçtiğinde otomatik olarak çalıştığından dolayı bir güvenlik riski oluşturabilir.
		Reader tescilli bir formata dayalıdır.
		Reader şu anda ücretsizdir, ancak sonsuza kadar ücretsiz olmayabilir.

Tablo 2, Pdf ve Html formatlarının karşılaştırması, FASB, **Electronic Distribution of Business Reporting Information**, Business Reporting Research Project, 2000,
<http://www.fasb.org/brrp/brrp1.pdf>

Şirketler mali raporlarını web’de bulundurmamak zorunda olmadığından, bunu yapan herhangi bir şirket, gönüllü olarak yapıyordur. Buna ek olarak, şirketlerin web mali raporlarına neleri dahil etmek zorunda olduğuna dair spesifik kurallar yoktur. Bu nedenle, olguların açık bir şekilde yanlış sunulmasının haricinde, şirketler istedikleri kadar çok veya az bilgi dahil etme konusunda özgürdür.

7. GÖNÜLLÜ AÇIKLANACAK BİLGİLERİN SERMAYE PİYASALARINA ETKİLERİ

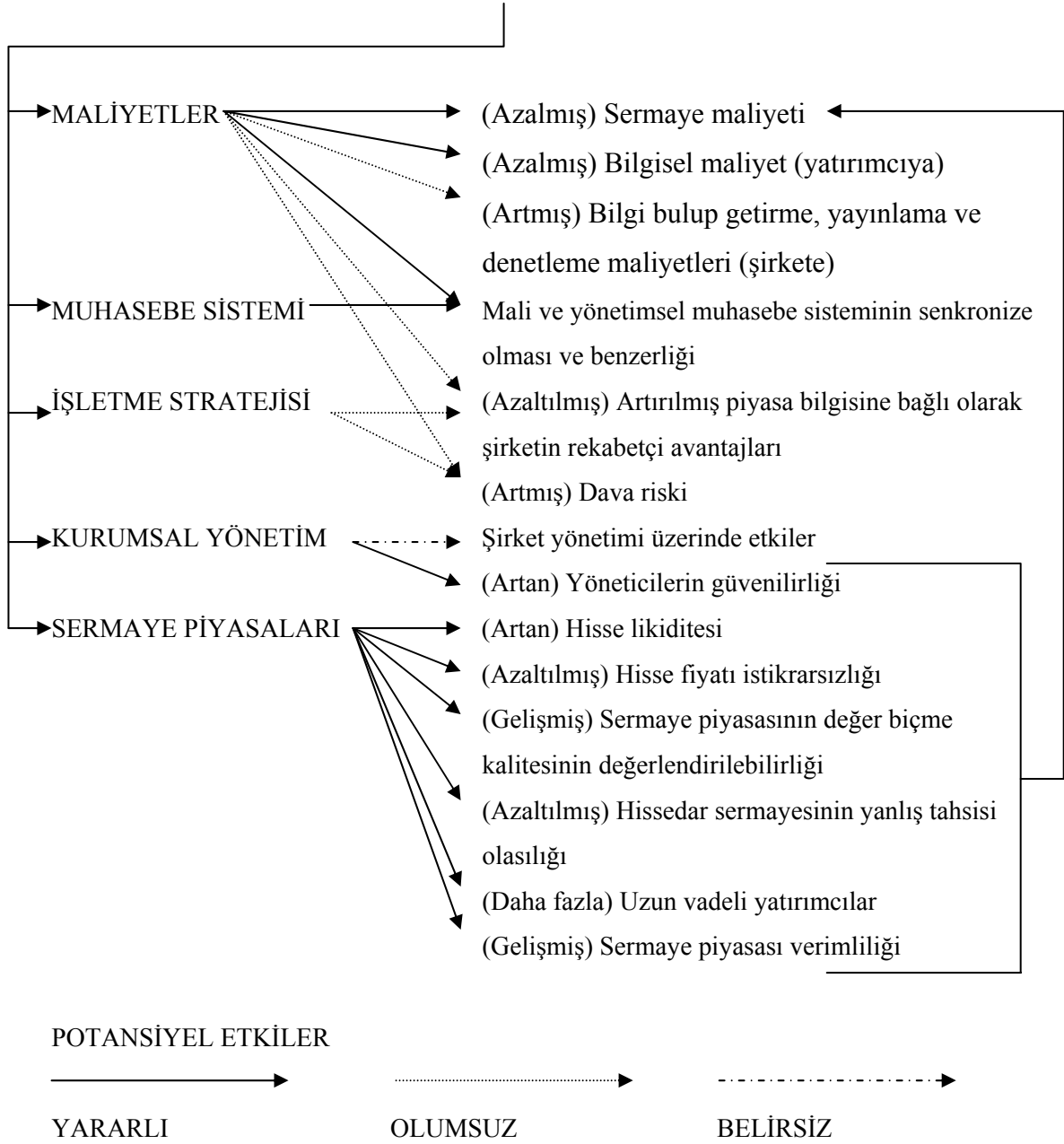
Sermaye piyasalarında firmaların kamuya daha fazla bilgiyi gönüllü olarak açıklamaları, mevcut ve potansiyel yatırımcılar ile fon talep edenler arasında etkin bir iletişim kurulmasını sağlayarak yatırım kararlarını etkilemesi bakımından önem taşımaktadır. Sermaye piyasalarına, sermaye akış sürecini daha etkin hale getirmesi ve sermaye maliyetini düşürmesi de diğer bir etkisidir¹⁶⁴.

Geliştirilmiş gönüllü açıklamalar, hissedarların sermaye tahsisi kararlarının yanı sıra riske göre ayarlanmış kazanç değerlendirmeleri konusunda da ilerlemeler sağlayabilir. Bu nedenle, makroekonomik açıdan daha fazla açıklama sermaye tahsisi mekanizması olarak piyasanın rolünde gelişmeler sağlayabilir. Buna ek olarak, firmaların karşı karşıya olduğu güçlükler ve fırsatlara ilişkin daha fazla bilgi, yatırımcıların yatırımları konusunda daha uzun vadeli bir perspektif edinmelerini sağlayabilir. Bu alandaki her türlü gelişme, hem hisse fiyatı istikrarsızlığını azaltacak hem de daha fazla sermaye piyasası verimliliği sağlayacaktır. Ancak aynı zamanda daha fazla açıklamanın yatırımcı bakış açısından bilgi aşırılığına yol açma riski de bulunmaktadır ve bu tür bir etki ele alınan yararlılardan en azından bir kısmını boşa çıkarabilir¹⁶⁵.

¹⁶⁴ Çelik, a.g.e. 2002, s. 86.

¹⁶⁵ Schustler, O’Connell, a.g.e. 2006, s. 7.

GÖNÜLLÜ AÇIKLAMALARIN MUHTEMEL ETKİLERİ



Şekil 3, Gönüllü Açıklamaların Muhtemel Etkileri, Peter Schustler, Vincento O'Connell, **The Trend Toward Voluntary Corporate Disclosures**, Management Accounting Quarterly, Winter, 2006, volume 7, no 2, s. 6.

BÖLÜM 3

GÖNÜLLÜ KAMUYU AYDINLATMA ve ARÇELİK A.Ş. ÜZERİNE ÖRNEK BİR İNCELEME

1. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ

Araştırma yöntemi olarak nitel araştırma yöntemlerinden örnek olay yöntemi (durum analizi) kullanılmıştır. Nitel durum çalışmasının en temel özelliği bir veya birkaç durumun derinliğine araştırılmasıdır. Yani, bir duruma ilişkin etkenler (ortam, bireyler, olaylar, süreçler, vb.) bütüncül bir yaklaşımla araştırılır ve ilgili durumu nasıl etkiledikleri ve ilgili durumdan nasıl etkilendikleri üzerine odaklanılır¹⁶⁶.

Bu çalışmada nicel araştırma yöntemi yerine nitel örnek olay desenlerinden “Bütüncül tek durum deseni” kullanılmıştır. Tek durum desenlerinde tek bir analiz birimi (bir birey, bir kurum, bir program, vb.) vardır ve genel standartlara pek uymayan aşırı, aykırı veya kendine özgü durumların çalışılmasında kullanılabilir¹⁶⁷. Bu çalışmada da Arçelik A.Ş.’nin gönüllü kamuyu aydınlatma ilkesini nasıl ve ne kadar uyguladığı araştırıldığından “Bütüncül tek durum deseni”nin kullanılması uygun görülmüştür.

Bu çalışmada elde edilecek sonuçlar işletmelerin koşullarının farklılık göstermesi nedeni ile tüm işletmeler için geçerli olmayacaktır. Ancak çalışmanın amacı doğrultusunda aynı sektörde faaliyet gösteren işletmelere kamuya gönüllü olarak açıklanacak bilgileri belirlemek, sıralamak ve yatırım potansiyellerini yatırımcılara nasıl tanımlamaları gerektiği konusunda bir örnek oluşturarak yardımcı fikirler sunacaktır.

¹⁶⁶ Ali Yıldırım, Hasan Şimşek, *Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri*, Seçkin Yayıncılık, 5. Baskı, Ankara, 2005, s. 77.

¹⁶⁷ Yıldırım, Şimşek, a.g.e. 2005, s. 290.

2. GEÇERLİLİK ve GÜVENİLİRLİK

Geçerlilik araştırma için toplanan verilerin doğruluğuyla ilgilidir ve nitel araştırmalarda sık sık eleştiri konusu olan bir durumdur. Geçerlilik; yapı geçerliliği, iç geçerlilik ve dış geçerlilik diye üç başlık altında incelenebilir¹⁶⁸. Yapı geçerliliği, veri toplama sırasında araştırmacının öznel yargılarının işe karışıp karışmadığı ile ilgilidir. İç geçerlilik, çalışmada araştırılan değişkenler arasında bulunan ilişkinin gerçekte olup olmadığı ile ilgilidir. Dış geçerlilik ise, araştırma sonuçlarının genellemesi ile ilgilidir.

Nitel araştırmalarda ortaya çıkacak olan sonuçların işletmelerin içinde bulunduğu farklı koşullara göre farklılık göstereceği kabul edildiğinden, nicel araştırma yöntemlerindeki gibi bir güvenilirlik söz konusu değildir. Burada sadece genel anlamda hangi etkenin işletmeler ve işletme kararları üzerinde nasıl etki yarattığı ortaya konulabilir¹⁶⁹.

Güvenilirlik ve geçerliliğin sağlanmasına yönelik çalışmada bir takım önlemler alınmıştır. Bu önlemler;

- a. Toplanan veriler ilk başta yorumsuz olarak tablo halinde sunulmuş ve sonradan değerlendirme ve yorum yapılmıştır.
- b. Ulaşılan sonuçlar farklı koşullarda geçerli olmasa bile diğer işletmeler için benzer sonuçlara ulaşılmasını sağlayacaktır.
- c. Güvenilirliği artırmak amacıyla veri toplama ve analiz yöntemleri belirtilmiştir.
- d. Çalışmada ortaya çıkan sonuçların kuramsal olarak ortaya konulan bilgilerle uyumluluğuna dikkat edilmiştir.

¹⁶⁸ Yıldırım, Şimşek, a.g.e. 2005, s. 288.

¹⁶⁹ Alper Özer, **Yeni Ürün Stratejisi Olarak Ürün Hattının Genişletilmesi**, Doktora tezi, Ankara, 2003, s. 257.

3. DURUM ANALİZİNİN UYGULANMASI

Her araştırma açık veya kapalı bir araştırma desenine sahiptir. Desen; araştırma soruları, verilerini ve sonuçta ulaşılan bulguları birbirine bağlayan mantıksal bir kurgudur. Araştırma sürecinin ilk aşamasından son aşamasına götüren bir eylem planıdır. İlk aşama, araştırmanın başında sorulan ve yanıtı aranacak soruları; son aşama ise, başlangıçta sorulan sorulara ilişkin bulunan yanıtları ve sonuçları ifade eder. Bu ikisi arasında ilgili verilerin toplanması ve analizi gibi bir dizi aşama daha vardır.

3.1. Araştırma Sorusunun Geliştirilmesi

Araştırma sorusu kuramsal açıklamalar temel alınarak belirlenmiştir. Arçelik A.Ş.'nin gönüllü kamuyu aydınlatma sistemi; yürütülen etkinlikler, aydınlatma sisteminin eleştirisi ve aydınlatma sistemine ilişkin öneriler açısından incelenmiştir.

Araştırma genel sorusu “*Gönüllü kamuyu aydınlatma kapsamında neler yapılmaktadır?*” olarak belirlenmiştir.

3.2. Araştırma Alt Sorularının Geliştirilmesi

Ana soru çerçevesinde yapılan literatür taraması ve firmada konusunda yapılan incelemeler araştırma sorularını daha ayrıntılı bir biçimde ifade edilmesine olanak tanımıştır. Yapılan ön çalışmalar sonucunda şu araştırma sorularına yer verilmiştir;

- Ne tür gönüllü aydınlatma etkinlikleri yürütülmektedir?
- Hangi bilgiler ne kadar açıklamaktadır?
- Bu konuda yürütülen etkinliklerin zayıf ve güçlü yönleri nelerdir?
- Gönüllü aydınlatma etkinliklerinin firmalara ne tür bir etkisi vardır?
- Gönüllü aydınlatma sisteminin geliştirilmesine yönelik ne tür öneriler ortaya konabilir?

3.3. Analiz Biriminin Saptanması

Bu aşamada kuramsal çerçeve de dikkate alınarak uygun sektör belirlenmiştir. Beyaz eşya sektörünün dinamik yapısı, yoğun rekabet ortamı ve gelişme potansiyeli nedenleri bu sektörün seçilmesinde etkili olmuştur.

Arçelik A.Ş.'nin uygulama için belirlenmiş olmasının nedenleri ise; beyaz eşya sektörünün Türkiye'deki ilk kurucusu olması, Türkiye'nin en başarılı firmalarından olması ve incelenen yıllar itibari ile sektör lideri olmasıdır.

3.4. Çalışılacak Durumun Belirlenmesi

Araştırmada Arçelik A.Ş.'nin gönüllü kamuyu aydınlatma kapsamında gerçekleştirdiği faaliyetler incelenmiştir. Diğer işletmecilik fonksiyonları sadece spesifik olarak çalışma konusunu ilgilendirdiği ölçüde dikkate alınmıştır.

3.5. Veri Toplama Yöntemleri

Nitel bir araştırmada veri toplama genel olarak görüşme gözlem ve doküman incelemesi ile gerçekleştirilmektedir. Bu çalışmada söz konusu veri toplama yöntemlerinden doküman incelemesi yöntemi kullanılmıştır.

Geçmiş beş yıla ait yıllık faaliyet raporları ve firmanın resmi internet sitesi veri kaynağı olarak kullanılmıştır. Son üç yıla ait raporlar birincil kaynak olarak firmanın resmi internet sitesinden PDF formatında, diğer iki yıla ait raporlar ise ikincil kaynak olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun arşivinde baskılı doküman olarak elde edilmiştir. Söz konusu raporlar halka açık olduğundan teminlerinde bir sorunla karşılaşılmamıştır.

Araştırma “Gönüllü Açıklama Kontrol Listesi”¹⁷⁰ göz önünde bulundurularak yapılmıştır. Listenin bulunduğu makalede A.B.D., İngiltere ve Avrupa kıtasındaki çok uluslu firmaların yıllık raporlarında geçen üç tür bilginin (stratejik, finansal ve finansal olmayan) gönüllü kamuyu aydınlatmalarını etkileyen faktörler incelenmektedir.

Çalışmada bu makalede bulunan listenin esas alınmasının nedeni, analiz birimi olarak seçilen Arçelik A.Ş.’nin makalede incelenen firmalarla olan benzerliğidir.

3.6. Bulgular

Bu bölümde Arçelik A.Ş.’nin geçmiş beş yıldaki faaliyet raporları incelenerek, bugüne dek yapmış oldukları gönüllü aydınlatma faaliyetleri Tablo 6’daki şekliyle açıklanmıştır.

¹⁷⁰ Gary K Meek, Clare B. Roberts, Sidney J. Gray, **Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations**, Journal of International Business Studies; Third Quarter 1995; 26, 3, s. 569.

Açıklamalar	2001	2002	2003	2004	2005
A. Stratejik Bilgiler					
1. Genel Şirket Bilgileri					
1. Şirketin kısaca geçmişi			X	X	X
2. Organizasyon yapısı			X	X	X
3. Ürünlerin ve tescilli markaların detaylı bilgileri		X	X	X	X
4. Başlıca üretim tesisleri ve üretilen ürünler	X	X	X	X	X
2. Şirket Stratejisi					
5. Strateji ve hedefler beyanı – genel	X	X	X	X	X
6. Strateji ve hedefler beyanı – mali				X	X
7. Strateji ve hedefler beyanı – pazarlama					X
8. Strateji ve hedefler beyanı – sosyal				X	X
9. Stratejinin mevcut sonuçlar üzerindeki etkisi					
10. Stratejinin gelecek sonuçlar üzerindeki etkisi					
3. Birleşmeler, Devralmalar ve Elden Çıkarımlar					
11. Birleşmeler ve devralmaların nedenleri		X	X	X	X
12. Elden çıkarımların nedenleri					
4. Araştırma ve Geliştirme					
13. Araştırma ve geliştirme konusunda şirket politikası	X	X	X	X	X
14. Araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin konumu				X	X
15. Araştırma ve geliştirme için istihdam edilmiş olanların sayısı				X	
5. Gelecek Başarı Şansı					
16. Satışların nitel tahmini				X	X

	2001	2002	2003	2004	2005
17. Satışların nicel tahmini				X	X
18. Karların nitel tahmini					X
19. Karların nicel tahmini					X
20. Nakit akışlarının nitel tahmini				X	X
21. Nakit akışlarının nicel tahmini					
22. Tahminlerin altında yatan varsayımlar				X	X
23. Mevcut dönem ticaret sonuçları – nitel	X	X	X	X	X
24. Mevcut dönem ticaret sonuçları – nicel	X	X	X	X	X
25. Sipariş defteri ya da birikmiş iş bilgisi					
B. Mali Olmayan Bilgiler					
6. Yöneticiler Hakkında Bilgi					
26. Yöneticilerin yaşı					
27. Eğitimsel nitelikler (akademik ve profesyonel)					
28. Üst düzey yöneticilerin ticari deneyimi				X	X
29. Üst düzey yöneticilerin sahip olduğu diğer yöneticilikler				X	X
30. Üst düzey yönetimin ve fonksiyonlarının tanımlanması					
7. Çalışan Bilgisi					
31. Çalışanların coğrafi dağılımı					X
32. Çalışanların iş hattı dağılımı					
33. Cinsiyete göre çalışan kategorileri					
34. İki ya da daha fazla süredir çalışanların sayısı					
35. Çalışan sayısı	X	X	X	X	X
36. Çalışan kategorilerindeki değişikliklerin nedenleri					
37. Eğitime harcanan zaman				X	X
38. Eğitimin doğası				X	X

	2001	2002	2003	2004	2005
39. Eğitilen çalışanların kategorileri					
40. Eğitilen çalışanların sayısı					
41. Kazalara ilişkin veriler					
42. Güvenlik önlemlerinin maliyeti					
43. Gereğinden fazlalık bilgisi (genel)					
44. Eşit fırsat politikası beyanı			X	X	X
45. Eleman arama problemleri ve ilgili politika					
8. Sosyal Politika ve Katma Değer Bilgisi					
46. Ürünlerin güvenliği (genel)			X	X	X
47. Çevresel koruma programları – nitel			X	X	X
48. Çevresel koruma programları – nicel					X
49. Yardımsever bağışları (miktar)	X				
50. Amme programları (genel)			X	X	X
51. Katma değer beyanı					
52. Katma değer oranları					
53. Nitel katma değer bilgileri					
C. Mali Bilgilerler					
9. Bölüm Bilgisi					
54. Coğrafi sermaye harcamaları – nicel					
55. Coğrafi üretim – nicel	X	X	X	X	X
56. Coğrafi üretim – nitel	X	X	X	X	X
57. İş hattı üretimi – nicel					
58. Rakip analizi – nitel		X		X	X
59. Rakip analizi – nicel		X		X	X
60. Pazar payı analizi – nitel			X	X	X
61. Pazar payı analizi – nicel			X	X	X
10. Mali İnceleme					
62. Karlılık oranları	X	X	X	X	X
63. Nakit akışı oranları					

	2001	2002	2003	2004	2005
64. Likidite oranları	X	X		X	X
65. Malzeme tedariki oranları	X	X		X	X
66. Soyut değerlendirmelerin açıklaması (ticari itibar ve markalar hariç)				X	X
67. Kar dağıtım politikası		X	X	X	X
68. Dağıtılan kar payları	X	X	X	X	X
69. Mali geçmiş ya da özeti – beş veya daha fazla yıl			X	X	X
70. Bilanço dışı finansman bilgileri					
71. Reklam bilgileri – nitel					
72. Reklam harcamaları - nicel					
73. Gelecekteki işlemler üzerindeki enflasyon etkileri – nitel					X
74. Sonuçlar üzerindeki enflasyon etkileri – nitel					
75. Sonuçlar üzerindeki enflasyon etkileri – nicel			X	X	X
76. Varlıklar üzerindeki enflasyon etkileri – nitel					
77. Varlıklar üzerindeki enflasyon etkileri – nicel					
78. Faiz oranlarının sonuçlar üzerindeki etkileri					
79. Faiz oranlarının gelecek işlemler üzerindeki etkileri					
11. Döviz Bilgileri					
80. Döviz dalgalanmalarının gelecek işlemler üzerindeki etkileri – nitel				X	
81. Döviz dalgalanmalarının mevcut sonuçlar üzerindeki etkileri – nitel					

	2001	2002	2003	2004	2005
82. Hesaplarda kullanılan kambiyo oranları					
83. Dövizle göre uzun vadeli borç	X	X	X	X	X
84. Dövizle göre kısa vadeli borç	X	X	X	X	X
85. Dövizle maruz kalma yönetimi tanımı				X	X
12. Hisse Bilgileri					
86. Yılsonunda pazar kapitalizasyonu					
87. Pazar kapitalizasyonu trendi					
88. Ortaklık Yapısı	X	X	X	X	X
89. İştirakler	X	X	X	X	X
90. Hissedar türü					

Tablo 3. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Kontrol Listesi, Gary K Meek, Clare B. Roberts, Sidney J. Gray, **Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations**, Journal of International Business Studies; Third Quarter 1995; 26, 3, s. 569.

3.6.1. Stratejik Bilgiler

1. Genel Şirket Bilgileri

Şirketin kısa geçmiş bilgisi son üç yılın faaliyet raporlarında şirket için önemli gelişmelerin gerçekleştiği yıllar itibariyle özet bir şekilde verilmiştir. Organizasyon yapısı bilgisi ise kısmen 2003’ de verilmeye başlansa da daha anlaşılır bir şekilde 2004 ve 2005 yıllarında açıklanmıştır.

Ürünlerin ve tescilli markaların detaylı bilgileri 2001 yılı hariç diğer yıllarda verilirken, şirketin başlıca üretim tesisleri ve üretilen ürünler incelenmiş olan tüm yıllar itibariyle anlaşılır bir şekilde maddeler halinde açıklanmıştır.

Genel olarak bu kategori için “Şirketin kısa geçmişi”, “İşin genel gelişimi” ve “Başlıca üretim tesisleri ve üretilen ürünler” Arçelik A.Ş.’nin mevcut durumuna

gelmesini sağlayan faaliyetlerinin kapsamı ve doğası hakkında kullanıcıların önemli bir fikir edinmelerini sağlayacak düzeyde açıklanmıştır.

2. Şirket Stratejisi

Arçelik A.Ş., 2001’de yaşanan kriz sonrasında iç piyasa odaklı bir strateji yerine iç ve dış pazar dengelerini dikkate alan bir strateji benimsemiştir. Hedefleri, üretimlerinin önemli bir bölümünü ihraç ederek hacimsel büyümeyi ve uluslararası platformda daha çok söz sahibi olmaktır. Bu genel beyan incelenen tüm yıllarda vardır.

Mali ve sosyal strateji ve hedefler beyanı sadece 2004 ve 2005 yılı faaliyet raporlarında vardır. Ancak bu beyanları net ve ayrıntılı bir şekilde verilmemiştir. Pazarlamaya yönelik strateji ve hedefler beyanı ise sadece 2005 yılında belirtilmiştir.

Söz konusu bilgiler detaylı ve anlaşılır bir şekilde rapor edilmediğinden strateji ve hedeflerinin mevcut ve gelecek sonuçlar üzerindeki etkileri hakkında faaliyet raporlarında hiçbir bilgi bulunmamaktadır.

3. Birleşmeler, Devralmalar ve Elden Çıkarımlar

Arçelik A.Ş. karlı büyüme ve özellikle dış pazar hedeflerini gerçekleştirmek için çeşitli ülkelerde beyaz eşya alanında önde gelen firmaları satın almış ve yeniden yapılandırmıştır. 2002 yılında Almanya’da Blomberg, Avusturya’da Elektra Bregenz ve Tirolia, Romanya’da Arctic şirketlerinin yanı sıra İngiltere’de Leisure ve Flavel markalarını bünyesine katmıştır. Bu yöndeki açıklamalarını da son üç yılın faaliyet raporlarında bulmak mümkündür.

İncelenen faaliyet raporlarında firmanın bu manada herhangi bir değeri elden çıkardığına dair bir bilgiye ise rastlamamıştır.

4. Araştırma ve Geliştirme

Firma beyaz eşya sektöründe faaliyet gösterdiğinden yoğun bir rekabet ortamında bulunmaktadır. Bu nedenle de pazar payını koruma açısından büyük öneme sahip olan araştırma geliştirme faaliyetlerine önem vermektedir. Ar-ge politikasını her beş yılın faaliyet raporlarında mevcut dönemlerde başvurdukları patent sayısı verilerek açıklamaktadır.

Buna karşın ar-ge faaliyetlerinin firma içerisindeki konumu 2004 ve 2005 faaliyet raporlarında belirtilmişken, bu alanda istihdam edilmiş çalışan sayısı sadece 2004 yılında verilmiştir.

5. Gelecek Başarı Şansı

Mevcut dönem ticaret sonuçları nitel ve nicel olarak tüm yıllarda açıklanmışken, tahminler altında yatan varsayımların açıklanmalarına paralel olarak, satışlar konusunda 2004 ve 2005 yıllarında tahminlerde bulunulmuştur. Kar tahminleri ise sadece 2005 yılında mevcuttur. Siparişler veya birikmiş iş bilgisi konusunda hiçbir bilgi açıklanmamıştır.

Nakit akış tahminlerinde de benzer bir durum vardır. Sadece 2004 ve 2005 yıllarında nitel bir tahmin yapılmış, fakat bu konuda sayısal veriler verilmemiştir.

3.6.2. Finansal Olmayan Bilgiler

1. Yöneticiler Hakkında Bilgi

2004 ve 2005 yılları hariç diğer yıllarda firma, sadece yönetici isimlerini açıklamakla yetinmiştir. Söz konusu yıllarda da üst düzey yöneticilerin ticari deneyimi ve firma içerisinde sahip oldukları diğer yöneticilikler hariç başka bilgilere yer verilmemiştir.

2. Çalışan Bilgisi

Arçelik A.Ş. tüm yıllarda çalışan sayılarını memur ve işçi olarak iki kategoride açıklamıştır. Çalışanların coğrafi dağılımı ise sadece 2005 yılında yurtiçi ve yurtdışı çalışanlar olarak verilmiş, diğer ayrıntılar hiçbir yılda açıklanmamıştır.

Çalışanların eğitimine harcanan zaman ve eğitimlerin doğası 2004 ve 2005 yıllarında açıklanmıştır.

Firmada insan kaynakları politikası kapsamında, personel alımına ve terfi mekanizmasına ilişkin kriterler yazılı olarak belirlenmiştir. İşe alım politikası oluşturulurken ve kariyer planlaması yapılırken, eşit koşullardaki kişilere eşit fırsat sağlanması ilkesi benimsenmiştir.

3. Sosyal Politika ve Katma Değer Bilgisi

Arçelik A.Ş.'nin en iddialı olduğu alanlardan birisi ürünlerinin güvenliğidir. Gerek sürekli yaptığı reklamlarda ve gerekse incelenen faaliyet raporlarında bu konuda ayrıntılı bilgiler verilmektedir. Ancak firma söz konusu bilgileri açıklamaya 2003 yılından itibaren başlamıştır.

Çevresel koruma programları ile ilgili verilen eğitimden sadece 2005 yılında bahsedilmekte ve verilen eğitimlerin toplam süreleri açıklanmaktadır. 2003 ve 2004 yıllarında ise ürünlerinin çevreye saygılı bir şekilde üretildiği ve nihai tüketici tarafından kullanılmaya başlandıklarında harcadıkları az su ve enerji ile bu ürünlerin geri dönüşüm oranları verilmektedir.

Bakanlar kurulu kararı ile belgelenmiş kurum ve kuruluşlara 2001 yılında yapılan bağış ve yardım tutarı 50 milyar TL'dir. Diğer faaliyet raporlarında bu konuda başka bir açıklama mevcut değildir.

"Arçelik A.Ş. ile Eğitimde Gönül Birliği" toplumsal sosyal sorumluluk programının 2004 yılında başlatılacağı bilgisi 2003 yılı faaliyet raporunda duyurulmuş, sonraki yıllarda ise ulaşılan başarı konusunda birtakım sayısal veriler açıklanmıştır.

3.6.3. Finansal Bilgiler

1. Bölüm Bilgisi

Grup elektrikli ve elektriksiz ev aletleri üretimi ve satışı faaliyetlerini yürütmektedir. Grup'un ürettiği ürünler farklı risk ve getirilere sahip olmadığından, endüstriyel bölüm tanımlanmamıştır. İkincil raporlama biçimi ise coğrafi bölümlendirilmiştir. Bu nedenle incelenen tüm yıllarda coğrafi üretim bilgileri nitel ve nicel olarak açıklanmıştır. Ancak bu bölgesel raporlamada bölgelere harcanan sermaye konusunda bir bilgi yoktur.

Firmanın içerisinde bulunduğu yoğun rekabet ortamına karşın rakip analizi açıklamaları 2001 ve 2003 yıllarında yapılmamıştır. Buna paralel olarak pazar payı analizi de son üç yılda açıklanmaya başlanmıştır.

2. Mali İnceleme

Finansal bilgilerin genelde kullanıcıların kararlarını önemli derecede etkileyen temel bilgiler olması nedeni ile Arçelik A.Ş. bu tür bilgileri yeterli bir seviyede açıklamıştır. Özellikle firmanın önemli göstergeleri olan karlılık, likidite ve malzeme tedarik oranları açıklanmıştır. Oranlar konusundaki tek eksik nakit akış oranlarının verilememesidir.

Oranlar gibi, firmanın düzenli bir şekilde açıklamış olduğu diğer bir bilgi de dağıtılan kar paylarıdır. Kar dağıtım politikası ise 2001 yılı faaliyet raporunda bulunmamaktadır.

Beş yıllık mali geçmiş özeti ise 2003 yılından itibaren açıklanmaya başlanmıştır.

Firma için önemli bir risk teşkil eden enflasyon ve faiz oranları konularında ise tatmin edici bir açıklama mevcut değildir. Sadece son üç yılda karşılaştırma amacıyla konsolide mali tabloların düzeltilmesinde kullanılan endeksler ve düzeltme katsayıları açıklanmıştır.

Yoğun bir reklam kampanyası yapılmasına karşın reklam bilgileri ve harcamaları üzerine hiçbir veri açıklanmamıştır.

3. Döviz Bilgileri

İncelenen tüm faaliyet raporlarında dövizle göre uzun ve kısa vadeli borç tutarları verilmesine karşın döviz dalgalanmalarının gelecek ve mevcut dönem sonuçlarına etkileri konusunda açıklama yoktur. Sadece 2004 yılı faaliyet raporunda dövizin gelecek işlemler üzerine etkisine değinilmiştir.

Firma, döviz cinsinden borçlu veya alacaklı bulunan meblağların Yeni Türk Lirası'na çevrilmesinden dolayı kur değişikliklerinden doğan döviz kuru riskine maruz kalmaktadır. Döviz riski yönetimi hakkında açıklamalar 2004 ve 2005 faaliyet raporlarında mevcuttur.

4. Hisse Bilgileri

Ortaklık yapısı ve firmanın iştirakleri incelenen tüm faaliyet raporlarında bilgi kullanıcılarının açık bir şekilde anlamalarını sağlayacak detayda verilmiştir.

3.6.4. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum

Sermaye Piyasası Kurulu 04.07.2003 tarih ve 35 / 835 sayılı kararı ile kabul ettiği “Kurumsal Yönetim İlkeleri”ni Temmuz 2003’de kamuya açıklamıştır. S.P.K.’nın 10.12.2004 Tarih ve 48/1588 Sayılı Toplantı Kararı gereğince, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) işlem gören şirketlerin 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarından başlamak üzere, faaliyet raporlarında ve varsa internet sitelerinde söz konusu Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyumuyla ilgili beyanlarına yer vermeleri uygun görülmüştür.

Arçelik A.Ş. söz konusu ilkeler ile uyum konusunu incelemek üzere 2003 yılında bir ekip oluşturmuş ve yapılan çalışmalar sonucunda bu tarihten sonraki faaliyet raporlarında ve resmi web sitelerinde ilkelere uyum konusundaki bilgileri açıklamaya başlamıştır.

3.6.5. İnternet Kullanımı

Yatırımcı ilişkilerini daha etkin ve hızlı bir şekilde sürdürebilmek ve hissedarlarla sürekli iletişim içerisinde olmak amacıyla, resmi web sitesi, www.arcelikas.com.tr’de Türkçe ve İngilizce olmak üzere S.P.K.’ya verilen mali tablolar yayımlanmaktadır. Sitede bu tablolara ek olarak;

- Ticaret sicil bilgileri,
- Ortaklık yapısı,
- Yönetim Kurulu Üyeleri,
- Esas Sözleşmenin son hali,
- Son 3 yıllık faaliyet raporları,
- Özel durum açıklamaları,
- Kurumsal yönetim uyum raporu,
- Genel Kurul toplantılarına katılanlar cetveli ve toplantı tutanakları,
- Vekaleten oy kullanma formu,
- Periyodik mali tablo ve bağımsız denetim raporları,

- Genel Kurul toplantısı gündemi,
- Sıkça sorulan sorular,
- Yönetim Kurulu Üyeleri, Yöneticileri ve Şirket sermayesinin doğrudan veya dolaylı olarak %5'ine sahip olan pay sahiplerinin şirket'in ihraç ettiği sermaye piyasası araçları üzerinden son bir yıl içerisinde yaptıkları alım satım işlemleri, yer almaktadır.

3.7. Değerlendirme

Bu bölümde Arçelik A.Ş.'nin geçmiş beş yıldaki faaliyet raporları incelenerek, bugüne dek yapmış oldukları gönüllü açıklamalar yorumlanmıştır.

3.7.1. Stratejik Bilgiler

1. Genel Şirket Bilgisi

Şirket geçmiş kullanıcılarına şirketin faaliyetleri, nakit akışı ve kazanç sağlayan önemli faaliyetleri hakkında bilgi kullanıcıları için önemli bir yol göstericidir. Bu nedenle son üç yıl dışında bu bilginin sunulmaması önemli bir eksikliklerdir.

İşletmenin ürünlerinin ve üretim tesislerinin detaylı olarak bilgilerini raporlarında yayınlaması ise yatırımcılar ve diğer finansal bilgi kullanıcıları açısından olumlu karşılanabilir. Bu durum şirketin tutundurma faaliyeti olarak algılanabilir ve şirketin daha uzun süre sermaye piyasasında faaliyet göstereceği şeklinde bir algılama meydana getirebilir. Bu algılama da şirketin kredibilitelerini ve yatırım yapılabilirliğini arttıracaktır.

2. Şirket Stratejisi

İşletmenin geleceğe yönelik beyanları şirketin gelecekteki değeri açısından son derece önemlidir. Yatırımcının bilgisi dahilinde olan bu bilgiler şirket için olumlu bir durumdur. Geleceğe yönelik ayrıntılı bilgiler şirketin belirsizliğini azaltacak ve böylece de şirketin riski azalacaktır. Riski azalan bir şirkette değeri yükselecektir. Fakat burada verilen bilgiler yetersiz olup yıllar itibariyle karşılaştırma yapmaya da imkan vermemektedir. Karşılaştırma yapılamayan bilgi de nispeten yetersiz bilgidir.

3. Birleşmeler, Devralmalar ve Elden Çıkarımlar

Firmanın söz konusu şirketleri 2002 yılında satın alması dolayısı ile bu konudaki açıklamaların bu yılından itibaren başlaması doğaldır. Yapılan açıklamalar da bilgi kullanıcılarına firmanın gelecek yapısı ve bu konudaki hedefleri konusunda olumlu bir öngörü sağlayacak düzeydedir. Bu durum Arçelik A.Ş.'nin yatırım potansiyelinin de önemli bir göstergesidir.

4. Araştırma ve Geliştirme

Günümüz rekabet şartlarında ar-ge harcamaları firmalar açısından önemli bir gider kalemini oluşturmaktadır. Şirketler yoğun rekabet ortamında daha kolay rekabet etmek için ar-ge faaliyetlerine büyük bütçeler ayırmaktadır. Bu şartlar altında şirket ar-ge harcamalarını detaylı bir şekilde açıklamalı ve ilgililerin bilgisine sunmalıdır. Arçelik A.Ş.'nin faaliyet alanı olan beyaz eşya sektörü de uluslararası rekabetin yoğun olduğu sektörlerden birisidir.

Faaliyet raporları incelendiğinde de firmanın ar-ge faaliyetlerine büyük önem verdiği görülmektedir. Ancak, yeni ürün planları hakkında detay seviyesi ne kadar çok olursa rekabetçi dezavantaj olasılığı da o kadar artmaktadır. Arçelik A.Ş.'de rekabetçi dezavantaja uğramamak için bu konuda bilgi detayını minimum seviyede tutarak fazla bilgi açıklamaktan çekinmektedir.

5. Gelecek Başarı Şansı

Finansal bilgi kullananları açısında en önemli konu şirketin gelecekte elde edeceği karların ve satışların tahminidir. Yatırımcılar yatırım kararlarında, yöneticiler şirketle ilgili kararlarında, kredi verenler ise kredi kararlarında bu verileri kullanmaktadırlar. Satışların ve karların gelecekle ilgili tahmininin içeriden birileri tarafından yapılması daha gerçekçi sonuçlara ulaşmamızı sağlar. Çünkü kamuoyuna açıklanmayan bazı bilgiler içeridekiler tarafından bilinmektedir ve bu bilgi tahminlerde kullanılmaktadır. Bu tahminler şirketin gelecekte ki değeri ile doğrudan ilgilidir.

İncelenen faaliyet raporlarından firmanın geleceğe yönelik fazla veri açıklamaktan kaçındığı görülmektedir. Gerek yönetim kurulu başkanı ve gerekse genel müdür mesajları incelendiğinde bu durumun nedeninin mevcut dönemlerde ülke ve dünya ekonomisinin istikrarsız ve risklerle dolu olduğu düşüncesinin yattığı anlaşılmaktadır. Çünkü tahminler firma aleyhine yasal sonuçların artmasına neden olabilir.

Arçelik A.Ş.'nin bu konudaki açıklamaları kısmen son iki yılda yapması olumlu bir durumken, konunun öneminin geç fark edildiğinin de bir göstergesidir.

3.7.2. Finansal Olmayan Bilgiler

1. Yöneticiler Hakkında Bilgi

Kullanıcılar, firmaların yöneticileri hakkındaki bilgileri yararlı kabul etmektedirler. Çünkü firmanın kimler tarafından nasıl yönetildiğini bilmek isterler. Arçelik A.Ş.'nin son iki yılda bu verileri açıklamaya başlamasına karşın açıklanan bilgiler de yöneticiler hakkında bilgi kullanıcılarının fikir edinmeleri için yetersiz kalmaktadır.

2. Çalışan Bilgisi

Arçelik A.Ş. incelenen faaliyet raporlarında en önemli sermayesinin insan gücü olduğunu söylemiş ve çalışanlarına verdiği önemi belirtmiştir. Buna karşın çalışan bilgisi olarak sadece yıllar itibari ile çalışan sayılarını vermiş bunun dışında fazla ayrıntıya girmemiştir. Bu durum firmanın çalışanlarına verdiği önem kadar bu tür bilgilerin açıklanmasına önem vermediğini göstermektedir. Bir firmanın varlığı ve sermaye piyasalarındaki devamlılığı açısından bu denli önemli bir bilgiyi açıklamaması olumsuz bir durumdur.

3. Sosyal Politika ve Katma Değer Bilgisi

Sosyal politikalar finansal bilgi kullanıcıları üzerinde olumlu bir etki yapmaktadır. Bu durum firmanın sermaye piyasalarında daha güvenli bir imaj oluşturmasını sağlamaktadır.

Arçelik A.Ş. özellikle “Milli Eğitim” konusundaki başarılı faaliyetlerini açılarak gerek kamu gözünde ve gerekse sermaye piyasalarında olumlu ve güvenli bir imaj çizmeyi başarmıştır.

3.7.3. Finansal Bilgiler

1. Bölüm Bilgisi

İşletme karşılaştığı risk ve fırsatlar hakkında işletmenin bölümleriyle ilgili bilgileri üst yönetime ve işletmeyle ilgili taraflara sunmalıdır. Bu durumda, işletme sahip olduğu fırsatlar ve riskleri raporlamak için bölümler belirlemelidir. Bir işletmenin faaliyetlerine ilişkin olarak bölümlere ayrılacak çeşitli temeller vardır. Bunlar endüstri, ürün hatları, kişisel ürünleri, ürünlerin üretildiği bölgeler, mal ve hizmetlerin satıldığı bölgeleri kapsar. İşletmelerin finansal bilgilerinin bölümlere göre raporlanması sonucunda işletmenin finansal bilgilerinde meydana getireceği

değişikliklerin işletme ve diğer finansal bilgi kullanıcılar üzerindeki etkisi büyük olacaktır.

İncelemesini yaptığımız Arçelik A.Ş.'de genel olarak coğrafi bölümlenmeye giderek şirket bilgilerini finansal bilgi kullanıcıların dikkatine başarılı bir şekilde sunmuştur. Bu bölüm firmanın yaptığı açıklamalar içerisinde büyük bir yoğunluk oluşturmaktadır.

2. Mali İnceleme

Birçok bilgi kullanıcısının şirketin değerinin saptanması veya kredi riskinin değerlendirilmesinde kullandığı yaklaşımla tahmin edilmiş veriler özellikle finansal verilerin elde edilmesine bağlıdır. Bu değerlendirmeler doğrultusunda şirketin karlılık ya da likidite oranlarını açıklaması yatırımcılar üzerinde olumlu etki oluşturacaktır. Ancak firmanın beş yıllık mali geçmiş özetinin sadece son üç yılda açıklanmış olması önemli bir eksiklik olarak dikkat çekmektedir. Bu durum bilgilerin karşılaştırılabilirliğini olumsuz etkilemektedir.

Dağıtılan kar payları ve kar politikasının açıklanması genel olarak piyasa tarafından olumlu olarak algılanır. Ancak sürekli olarak kar payı artan bir şirketin yatırım problemi yaşadığı varsayılır ve uzun dönemde olumsuz bir beklenti içine girilebilir.

Rekabet koşullarının çok ağırlaştığı piyasada reklam harcamaları için büyük bütçeler ayrılmaktadır. Bu bütçede şirketlerin finansal durumunu doğrudan etkilemektedir. İncelemesini yaptığımız şirketin medyada yer alan reklamlarının çokluğu dikkate alındığında reklam harcamalarının tutar olarak açıklanmaması piyasada ve yatırımcılarda olumsuz bir tutum oluşturacaktır.

Ülkemizin enflasyonla yaşayan ekonomisi dikkate alındığında varlıklar üzerindeki enflasyon etkisinin açıklanmamış olması da olumsuz olarak değerlendirilebilir.

3. Döviz Bilgileri

Son yıllarda yaşanan krizlerin döviz dalgalanmasından kaynaklandığı düşünüldüğünde ülke ekonomisi açısından oldukça önemli olan döviz dalgalanmalarına ilişkin etkilerin firma tarafından raporlanmaması piyasa ve yatırımcılar açısından olumsuz bir durum olarak algılanabilir.

4. Hisse Bilgileri

Kapitalizasyon, herhangi bir işletmenin birikmiş yedek akçe ve karının sermaye artırımında kullanılmasına denir. Firmanın gerek piyasa ve gerekse kendi durumu hakkında herhangi bir açıklama yapmaması bilgi kullanıcıları tarafından olumsuz karşılanabilir.

3.6.4. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum

Kurumsal Yönetim İlkelerinin etkisi incelenen faaliyet raporlarında açıkça görülmektedir. Önceki faaliyet raporlarında üstü kapalı bir şekilde açıklanan bilgiler 2003 yılından sonra belli başlıklar altında toplanarak daha net ve kullanışlı bir şekilde açıklanmıştır.

3.6.5. İnternet Kullanımı

Firmanın kurumsal bilgilerini açıkladığı resmi internet sitesi olan “www.arcelikas.com.tr” yatırımcıların kolaylıkla kullanabilecekleri bir düzen içerisinde dizayn edilmiştir. Firma hakkında geçmiş ve güncel bilgilerin rahatlıkla bulunabilmesi bilgi kullanıcılarının bilgiye ulaşımını ve karar vermelerini büyük ölçüde kolaylaştırmaktadır. Bu durum firmanın iletişim teknolojisini başarılı bir şekilde kullandığının göstergesidir.

3.8. Genel Değerlendirme

Genel olarak firmanın kurumsal yönetim ilkeleri açıklanmadan önce kamuya gönüllü olarak detaylı bir bilgi açıkladığı söylenemez. Faaliyet raporlarındaki bilgilerin büyük bir çoğunluğu açıklanması zorunlu olan bilgilerden oluşmaktadır.

Kurumsal Yönetim İlkelerinin ile birlikte firma kamuya daha çok bilgiyi daha fazla detayda sunmaya başlamıştır. Kısmen 2003 yılında ve özellikle 2004 ve 2005 yılı faaliyet raporlarında kamuya gönüllü olarak açıklanan bilgi seviyesinde ciddi bir artış vardır. Şöyle ki 90 adet index maddesinin; 2001 yılında 17 adedi (%18), 2002 yılında 20 adedi (%22), 2003 yılında 27 adedi (%30), 2004 yılında 46 adedi (%51) ve nihayet 2005 yılında 50 adedi (%55) kamuya gönüllü olarak açıklanmıştır. Firmanın gönüllü açıklamalarındaki bu artış trendi gelecek hakkında yatırımcılar ve diğer bilgi kullanıcıları gözünde olumlu bir imaj oluşturmaktadır.

Ancak çoğu bilginin son iki yılda açıklanmaya başlamasının ortaya çıkardığı en önemli eksiklik karşılaştırılabilirliğin az olmasıdır. Çünkü genelde beş ila on yılda, mali raporlamadaki karşılaştırılabilirlik ve tutarlılık kullanıcıların bir şirketin endüstrisi içerisinde ve endüstri hatlarında bir şirketin performansını ve mali konumunu karşılaştırmak ve trendleri belirlemek açısından çok önemlidir.

Bunun dışında açıklanan bilgiler güvenilirlik, doğruluk ve tarafsızlık açısından tatmin edici bir seviyededir. Bu durum firmanın iç denetim ve bağımsız dış denetim raporlarından da anlaşılmaktadır.

SONUÇ

Gönüllü açıklamaların hiç olmayabileceği düşünülürse, bir zorunlu açıklama kuralından kim yararlanır? Bu ortamda, zorunlu açıklamalar bilgilendirilmiş yatırımcıları daha da iyi bir noktaya getirebilir, bilgilendirilmemiş yatırımcıların refahını ise olduğu gibi bırakır. Bunun nedenleri şöyledir: Hiç açıklama olmazsa kalitenin açıklanmadığı durumda satıcı müşterinin ürünün kalitesine yönelik beklenen değerlendirmesine eşit bir fiyat verir. Bu dengede, müşteriler kazanç sağlayamazlar. Zorunlu açıklama aynı fiyatlandırmaya yol açar ancak o durumda bilgilendirilmiş müşteriler daha bilgilendirilmiş satın alma kararları alırlar, ve eğer bilgilendirilmiş müşteriler satın alırsa, ürün kalitesi hakkında bilgileri onların ürüne daha fazla değer vermelerine yol açar. Bu durum ise bilgilendirilmiş müşteriler için daha fazla ücret ödeme anlamına gelmektedir. Satıcı için daha düşük gelir anlamına gelmektedir. Çünkü daha az sayıda ürün satın alınır.

Yukarıdaki senaryo çok sayıda bilgilendirilmemiş müşteri olması durumunda geçerlidir. Bu sonuçlar, iki şey ortaya koyar. İlk olarak, zorunlu açıklama kuralları yatırımcı grupları tarafından desteklenir ve satıcılar tarafından bu kurallara karşı çıkılır. İkinci olarak, firma bilgilerini anlamının oldukça güç olduğu piyasalarda zorunlu açıklama kuralları olmalıdır.

Diğer bir varsayım, firmaların bilgilerini gönüllü olarak açıklayacaklarından dolayı zorunlu açıklamanın gereksiz olduğudur. Sermaye piyasaları günümüzde beklenmedik yatırım fırsatları sunarken, bu akımlarla ilişkili önemli bir gelişme, yatırımcılar açısından sayısız şirket faaliyeti hakkında bilgi bolluğuyla karşı karşıya olmalarıdır. İstenen zorunlu açıklamaları yapmaya ek olarak, gitgide daha çok sayıda şirket gönüllü olarak bilgi açıklamaktadır. Hiç kimse artırılmış şirket açıklamalarına yönelik akımın büyüğünden şüphe duymazken, gönüllü açıklamaların mevcut damla damla akışı yakın bir zamanda gerçek bir ek bilgi nehrine dönüşebilir.

Yöneticinin açıklama stratejisi, firmanın mali raporlarındaki bilgilere dayanarak piyasanın o firmaya ilişkin değer tahminlerine yönelik yukarı doğru revizyonları artırmak veya aşağıya doğru revizyonları azaltmak için tasarlanmıştır. Yani yöneticinin sahip olduğu özel bilgilerin yalnızca küçük bir bölümünü mü yoksa büyük bir bölümünü açıklayacağı ve bir açıklama olasılığı firmanın mali raporlarındaki bilgiye ve sahip olduğu özel bilginin piyasanın o bilgiyi yorumlamasına nasıl yardımcı olacağına bağlıdır.

Gönüllü açıklamaların önündeki en büyük engellerden birisi maliyet unsurudur. Gönüllü açıklamalar yarar sağlar ancak bu yararın ortaya çıkmasının bir maliyeti vardır. Bir açıklama maliyetinin ortaya çıkması, bazı firmaların açıklamada bulunmamayı tercih etmelerine yol açabilir. Ancak gönüllü açıklanacak bilginin yararının maliyetinden yüksek olması durumunda firmalar gönüllü açıklamalarda bulunacaklardır.

Sonuç olarak; firmaların yıllık ve ara raporlarının kullanıcılarının, hisselerle yapılacak bir yatırımın doğru değerini tayin etmek için ister zorunlu olsun ister gönüllü mali ve mali olmayan kapsamlı bilgilere ihtiyacı vardır. Sermaye piyasalarının gelişiminde ve yaygınlaşmasında güvenliğin temel unsur olduğu ise kuşkusuzdur. Bu bilgiler bir bütün olarak değerlendirildiğinde “Gönüllü Kamuyu Aydınlatma”nın sermaye piyasalarında ne denli önem arz ettiği anlaşılacaktır.

ÖZET

Sermaye piyasaları fon arz edenlerle talep edenler arasında köprü görevi taşıyan ve faaliyette buldukları alanlar için büyük önem taşıyan piyasalardır. Tasarruf sahibinin, parasını menkul kıymetlere yatırarak ihraççılara fon sağlayabilmesi ve bunun süreklilik arz edebilmesi, yatırımcının bilgi sahibi olmasına ve aldatılmaktan korunarak sermaye piyasalarına güven duymasına bağlıdır. Kamuyu Aydınlatma kavramı da gelişen ve yaygınlaşan sermaye piyasalarında fon arz ve talebinde bulunanlar arasında “güven” sağlamaktadır. Bu güven ortamının bir adım daha ileri götürülerek biraz daha artırılmasını sağlayacak olgu ise “Gönüllü Kamuyu Aydınlatma” kavramıdır.

Yapılan araştırmanın birinci bölümünde “Kamuyu Aydınlatma” kavramı şeffaflık ve etkinlik kavramları ile ilişkilendirilerek tanımı, amacı, fonksiyonları ve kamuyu aydınlatmakla yükümlü olanlar ele alınmış, sermaye piyasalarını düzenleyen ve denetleyen kurumların kamuyu aydınlatma konusundaki faaliyetleri incelenmiştir.

İkinci bölümde; Gönüllü Kamuyu Aydınlatma kavramının tanımı ve kapsamı üzerinde durularak uluslararası kuruluşların tavsiyelerine yer verilmiştir. Kamuya açıklanacak bilgilerin ve bu bilgilerin nitelikleri ele alınarak, gönüllü kamuyu aydınlatmanın fayda ve maliyetleri ve sermaye piyasalarına etkileri araştırılmıştır.

Üçüncü bölümde ise; Arçelik A.Ş.’nin gönüllü kamuyu aydınlatma kapsamında gerçekleştirdiği faaliyetler son beş yılın faaliyet raporları incelenerek araştırma konusunun pratik bir örneği oluşturulmuştur.

ABSTRACT

Capital markets are markets that constitute a bridge between those that offer funds and those that demand funds and they bear great significance for the fields in which they are active. That the savings owner would provide funds for exporters by investing money in securities and that this would be continuous depends on the investors' being informed and their relying on capital markets by being guarded against being cheated. The concept of disclosure ensures "trust" between the fund offerers and demanders in the developing and spreading capital markets. The fact that will take this atmosphere of trust one step further and that will expand it is the concept of "Voluntary Disclosure".

In the first section of the research, the concept of "Voluntary Disclosure" has been related to the concepts of transparency and activity and its definition, objectives, functions and the persons that are obliged to make disclosures are considered and the disclosure activities of institutions that arrange and inspect capital markets are studied.

In the second section, the definition and the scope of Voluntary Disclosure are focused on and the recommendations of international organizations are discussed. The information to be disclosed and the characteristics of such information are considered and the costs and benefits of voluntary disclosure and its impacts on capital markets are explored.

In the third section, a practical example of the research scope has been constituted by studying the activities performed by Arçelik A.Ş. within the scope of voluntary disclosure in the light of the activity reports of the last five years.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

ATAMAN, Ümit., **Genel Muhasebe**, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999.

İPEKTEN, O. Berna., **Sermaye Piyasası**, Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayınları, No: 214, Erzurum, 1999.

KARSLI, Muharrem., **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Alfa Yayınları, İstanbul 2004.

KAYA, Arslan., **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2001.

KIYILAR, Murat., **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İrdelenmesi -Test Edilmesi -**, No: 86, Ankara, 1997.

KÜÇÜKSÖZEN, Cemal., **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan değerlendirilmesi**, S.P.K. Yayınları, No: 131, Ankara, 1999.

KÜTÜKÇÜ, Doğan., **Sermaye Piyasası Hukuku**, Beta Yayınları, İstanbul 2004.

ÖZER, Gökhan., **Muhasebe Karları İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler İMKB'de Deneysel Bir Analiz**, S.P.K. Yayınları, No: 31, Ankara, 1996.

PEKDEMİR, Recep, **Mali Tablolar El Kitabı**, İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Yayınları, No 9, 1994.

TANÖR, Reha., **Türk Sermaye Piyasası 1. Cilt Halka Arz**, Beta Yayınları, İstanbul 1999.

TANÖR, Reha., **Türk Sermaye Piyasası 2. Cilt Halka Arz**, Beta Yayınları, İstanbul 2000.

TEKİNALP, Ünal., **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri**, Fakülteler Matbaası, İstanbul 1979.

YALKIN, Yüksel Koç., **Genel Muhasebe**, Turhan Kitabevi, Ankara 1998.

YANLI, Veliye., **Sermaye Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, Beta Yayınları, İstanbul, 2005.

YILDIRIM Ali, ŞİMŞEK Hasan, **Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri**, Seçkin Yayıncılık, 5. Baskı, Ankara, 2005

MAKALELER

American Institute of Certified Public Accountants, Jenkins Committee Report 1994, <http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/index.htm>, 17.04.2006.

ASLAN, Sinan., **Türkiye’de Kamunun Aydınlatılmasına Yönelik Finansal Bilgilerin Elektronik Ortamda Yayınlanması**, İktisat, İşletme ve Finans, Temmuz 2004.

BAGNOLİ, Mark., WATTS Susan G., **Financial Reporting and Voluntary Disclosures**, August 2005, <http://www.csom.umn.edu/assets/46882.pdf>, 01.05.2006.

BALACHANDRAN John, BLISS Mark, **Board Independence and Voluntary Disclosures: Evidence from Malaysia.**

BEATTIE V., JONES, M.J., **The use & abuse of graphs in annual reports: theoretical framework & empirical study**, Accounting & Business Research, 1992, 22(88).

BİRT J.L., BİLSON C.M., SMİTH T., WHALEY R.E., **Ownership, Competition, and Financial Disclosure**, <http://faculty.fuqua.duke.edu/~whaley/pubs/BBSW.pdf>, May 26, 2005, 12.07.2006.

BOESSO Giacomo, **Forms of Voluntary Disclosure: Recommendations and Business Practices in Europe and U.S.**, Critical Perspectives On Accounting Conference, April 2002.

CORAM Paul, MONROGARY E., WOODLİFF David, **The Joint Effect of Voluntary Non-Financial Disclosure and Assurance on Company Valuation Judgments**, September 2005

(www.ecom.unimelb.edu.au/accwww/research/2005WorkingPapers/0502%20Coram.pdf), 01.05.2006.

ÇELİK, Orhan., **Muhasebe Kuramı Ve Uygulamaları Açısından Muhasebe Bilgilerinin Niteliği**, Prof. Dr. Yüksel Koç YALKIN'a Armağan, SBF Yayın No: 590, Ankara 2003.

ÇELİK, Orhan., **Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuya Açıklama**, Muhasebe ve Denetime Bakış, Şubat 2002.

DEPOERS Florence, **A cost benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies**, The European Accounting Review, 9:2, 2000.

ENG L.L., MAK Y.T., **Corporate governance and voluntary disclosure**, Journal of Accounting and Public Policy 22 (2003).

ETTREDGE Michael, RİCHARDSON Vernon J., SCHOLZ Susan, **Determinants of Voluntary Dissemination of Financial Data At Corporate Web Sites**, Proceedings of the 35th Hawaii International Conference on System Sciences – 2002.

FASB, **Electronic Distribution of Business Reporting Information, Business Reporting Research Project**, 2000, <http://www.fasb.org/brrp/brrp1.pdf>, 17.04.2006.

FASB, **Improving Business Reporting: insights into enhancing voluntary disclosure.**

MEEK Gary K., ROBERTS Clare B., GRAY Sidney J., **Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations**, Journal of International Business Studies; Third Quarter 1995; 26, 3.

MOROĞLU, Erdoğan., **Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu**, S.P.K. 15. Yıl Sempozyumu, No: 119, Ankara, 1998.

MYBURGH J.E, **The informativeness of voluntary disclosure in the annual reports of listed industrial companies in South Africa**, Meditari Accountancy Research Vol. 9, 2001.

Notes: Should the SEC Expand Nonfinancial Disclosure Requirements?, Harvard Law Review, Vol.115.

ÖRERLER, Esin Okay., **Finansal Değerlendirme Açısından Finansal Tabloların Şeffaflığı**, Muhasebe ve Denetime Bakış, Mayıs 2005.

Regulation Fair Disclosure Revisited, 2001,
www.sec.gov/news/studies/regfdstudy.htm#seciii, 18.03.2006.

SCHUSTLER Peter, O'CONNELL Vincento, **The Trend Toward Voluntary Corporate Disclosures**, Management Accounting Quarterly, Winter, 2006, volume 7, no 2.

SHAFFER Sherrill, **Rethinking Disclosure Requirements**, Business Review (Federal Reserve Bank of Philadelphia), May/Jun95.

GLOBERMAN Steven, Harmonization of Voluntary Disclosure Practices by Japanese Companies, www.cbe.wvu.edu/cib/faculty%20research/HARMONIZATION%20OF%20DISCLOSURE%20IN%20JAPANESE%20COMPANIES.pdf, 19.03.2006.

UYAR, Süleyman., **Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Anlayışının Önemi**, Mali Çözüm Dergisi, Sayı: 66, 2004.

WATSON Anna, SHRİVES Philip, MARSTON Claire, **Voluntary Disclosure of Accounting Ratios in The Uk**, British Accounting Review, 2002, 34.

YALKIN, Yüksel Koç., **Standart Muhasebe Açısından Sermaye Piyasası**, S.P.K. 15. Yıl Sempozyumu, No: 119, Ankara, 1998.

YETERLİK ETÜTLERİ ve TEZLER

ALTINTAŞ, Mine Berra., **Sermaye Piyasalarında Kamunun Aydınlatılması ve Etkinli Kuramı**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1989.

ÖNEN, Seda., **Kamuyu Aydınlatma Çerçevesinde Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları İçin İlan, Reklam ve Performans Standartları**, S.P.K. Yeterlik Etüdü, Ankara 1998.

ÖZER, Alper., **Yeni Ürün Stratejisi Olarak Ürün Hattının Genişletilmesi**, Doktora tezi, Ankara, 2003.

ÖZER, Nuran., **Muhasebe Bilgileri ve Kamuyu Aydınlatma**, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1997.

TEBLİĞLER, KANUNLAR ve İNTERNET SİTELERİ

Seri: V, No: 77 Aracı Kurumların Kamuyu Aydınlatma Esaslarına İlişkin Tebliğ.

Seri: VIII No: 39 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

Seri: X, No: 16 Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ.

Seri: XI No: 25 Sermaye Piyasalarında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ.

Seri: XII No: 1 Sermaye Piyasası Kanuna Tabi Ortaklık ve Kuruluşların Mali Tablo ve Rapor Düzenleme, Kamuya Duyurma ve Bağımsız Denetleme Yükümlülüklerinin Belirlenmesine İlişkin Genel Açıklama Tebliği.

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri,

www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleri.pdf

Sermaye Piyasası Kanunu

Türk Ticaret Kanunu

www.spk.gov.tr

www.sec.gov

www.accountability.org.uk/aa1000/default.asp#II_AA1000_Series, 15.03.2006

<http://www.strateji.gazi.edu.tr/docs/stratejikplan.pdf>