



***SERMAYE PİYASASI KURULU***

**ULUSLARARASI İLİŞKİLER GRUBU**

**PARMALAT OLAYININ GÖSTERDİKLERİ:  
IOSCO Tarafından Benimsenen Yol Haritası ve SPK**

**ARAŞTIRMA RAPORU**

**Burak PİRGAİP  
Uzman**

**EKİM 2005**

KISALTMALAR CETVELİ .....	3
YÖNETİCİ ÖZETİ .....	4
I.BÖLÜM .....	6
KURUMSAL YÖNETİM .....	6
1.1. Gündemdeki Sorunlar .....	6
1.1.1. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri .....	7
1.1.2. İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemler .....	9
1.1.3. Ortakların Korunması .....	9
1.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat .....	10
1.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler .....	12
II.BÖLÜM .....	17
DENETÇİLER VE DENETİM STANDARTLARINA İLİŞKİN HUSUSLAR .....	17
2.1. Gündemdeki Sorunlar .....	17
2.1.1. Denetçilerin Gözetimi .....	19
2.1.2. Denetim Komitesinin Bağımsızlığı .....	20
2.1.3. Denetim Standartlarının Etkinliği .....	21
2.1.4. Denetçi Dönüşümü .....	22
2.1.5. Çokuluslu Şirketlerin Sınır Ötesi Faaliyetleri ve Çok Başlı Denetim Yapısı .....	23
2.1.6. Denetim Sektöründe Temerküz .....	24
2.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat .....	25
2.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler .....	27
III.BÖLÜM .....	37
KAMUYU AYDINLATMADA ETKİNLİK .....	37
3.1. Gündemdeki Sorunlar .....	37
3.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat .....	38
3.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler .....	39
IV.BÖLÜM .....	42
ÖZEL SEKTÖR TAHVİL PİYASASININ ŞEFFAFLIĞI VE DÜZENLEMESİ .....	42
4.1. Gündemdeki Sorunlar .....	42
4.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat .....	43
4.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler .....	44
V.BÖLÜM .....	46
ARACILARIN ROLÜ VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ .....	46
5.1. Gündemdeki Sorunlar .....	46
5.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat .....	47
5.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler .....	49
VI.BÖLÜM .....	52
KARMAŞIK KURUMSAL YAPILANMALARIN AMAÇLARI .....	52
6.1. Gündemdeki Sorunlar .....	52
6.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat .....	53
6.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler .....	53
VII. BÖLÜM .....	57
ÖZEL BİLGİ TAHLİLCİLERİNİN ROLÜ .....	57
7.1. Gündemdeki Sorunlar .....	57
7.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat .....	58
7.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler .....	58
KAYNAKÇA .....	62

## KISALTMALAR CETVELİ

<b>AICPA</b>	:	American Institute of Certified Public Accountants
<b>BCBS</b>	:	Basel Committee on Banking Supervision
<b>CEO</b>	:	Chief Executive Officer
<b>CFO</b>	:	Chief Financial Officer
<b>CSFT</b>	:	Complex Structured Financial Transactions
<b>EMC</b>	:	IOSCO Emerging Markets Committee
<b>FEE</b>	:	Fédération des Experts Comptables Européens
<b>FSA</b>	:	Financial Services Authority
<b>FSF</b>	:	Financial Stability Forum
<b>GAO</b>	:	General Accounting Office
<b>IAASB</b>	:	International Auditing and Assurance Standards Board
<b>IAIS</b>	:	International Association of Insurance Supervisors
<b>IAS/IFRS</b>	:	International Accounting/Financial Reporting Standards
<b>IFAC</b>	:	International Federation of Accountants
<b>IOSCO</b>	:	International Organization of Securities Commissions
<b>ISA</b>	:	International Standards on Auditing
<b>NYSE</b>	:	New York Stock Exchange
<b>OECD</b>	:	Organization of Economic Co-operation and Development
<b>PCAOB</b>	:	Public Company Accounting Oversight Board
<b>PIOB</b>	:	Public Interest Oversight Board
<b>SEC</b>	:	Securities and Exchange Commission
<b>SPE</b>	:	Special Purpose Entities
<b>TC</b>	:	IOSCO Technical Committee

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Son dönemde ABD’de bazı büyük halka açık şirketlerden başlayarak yayılan ve daha sonra Avrupa’da da ortaya çıkan skandallar sebebiyle dünya sermaye piyasalarının güvenilirliği sorgulanır hale gelmiştir. Finansal istikrarın ve ekonomik gelişmelerin sürdürülebilmesi için yatırımcıların zihinlerinde oluşan bu tereddütlerin giderilmesi gerektiği düşüncesinden hareketle, IOSCO Teknik Komitesi tarafından söz konusu skandalların ardından açıklığa kavuşturulmamış konuları tespit etmek ve bunlara ilişkin öneriler getirmekle görevli bir Üst Düzey Başkanlar Görev Grubu<sup>1</sup> oluşturulmuştur. Bu grubun bir ürünü olan sermaye piyasalarının mali suçlara karşı güçlendirilmesine ilişkin raporda<sup>2</sup> yakın zamanda gerçekleşen büyük mali skandallarda 7 adet konunun öncelik kazandığı belirtilmektedir;

- **Kurumsal Yönetim:** İhraççıların yönetim kurullarında bağımsız yöneticilerin rolü, azınlık haklarının korunması, denetimden sorumlu komitelerin önemi, ilişki taraflarla yapılan işlemlerden kaynaklanan menfaat çatışmalarını önleyen kontrol sistemleri.

- **Denetçiler ve Denetim Standartlarına İlişkin Hususlar:** Denetçilerin bağımsızlığı, denetim standartlarında ve denetim faaliyetlerinin gözetiminde etkinlik, denetçi rotasyonuna ilişkin hususlar.

- **Kamuyu Aydınlatmada Etkinlik:** Finansal ve finansal olmayan bilginin açıklanması, yönetimin işletmenin faaliyetlerine etkide bulunan önemli olaylara ilişkin yazılı müzakere ve analizleri.

- **Özel Sektör Tahvil Piyasasının Şeffaflığı ve Düzenlemesi:** Tahvil ihraççılarının kamuya açıklamakla yükümlü oldukları finansal bilgiler ve tahvil piyasasındaki fiyatlandırma mekanizmasının şeffaflığı.

- **Aracıların Rolü ve Yükümlülükleri:** Son dönemde yaşanan skandallarda sorumluluklarının bulunup bulunmadığı, söz konusu işletmelerin kontrol sistemleri vasıtasıyla hukuki, operasyonel ve itibar riskleriyle mücadele edip edemeyecekleri, ihraççılar hakkında henüz kamuya açıklanmamış bilgilerin kötüye kullanılmasını engelleyip engelleyemeyecekleri.

- **Karmaşık Kurumsal Yapılanmaların Amaçları:** Özel amaçlı varlıkların kullanımı ve bunların belirli düzenlemeleri gerektirdiği durumlar.

- **Özel Bilgi Tahlilcilerinin Rolü:** Söz konusu kişi/kurumların bağımsızlıklarını ve teknik güvenilirliklerini muhafaza etme yolları.

<sup>1</sup> High-Level Chairmen’s Task Force on Strengthening Securities Markets Against Financial Fraud.

<sup>2</sup>“Strengthening Capital Markets Against Financial Fraud”, IOSCO Teknik Komite Raporu, Şubat 2005, <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD192.pdf>.

Raporda yukarıda yer verilen her bir konu başlığına ilişkin olarak, yaşanan skandallar sonucunda ortaya çıkan sorunlar ve söz konusu sorunların çözümüne yönelik mevcut uluslararası standart ve ilkeler irdelenmektedir. Yeni ilke ve standartların oluşturulması, belli bir alanda mevzuat eksikliğinin bulunup bulunmadığına yönelik durum tespiti çalışmalarının yapılması, üzerinde durulmasında fayda görülen konulardaki mevcut projelerin daha da ileriye götürülmesi amacıyla diğer uluslararası örgütlere işbirliğine gidilmesi gibi Teknik Komite tarafından ileride gerçekleştirilmesi öngörülen çalışmalara da Raporda söz konusu konu başlıkları itibariyle yer verilmektedir.

Rapor, Avrupa'nın Enron'u olarak nitelendirilen Parmalat olayının ardından eksikliği tespit edilen birtakım uluslararası düzenlemelerin geliştirilmesinde IOSCO'nun ne tür görevler üstlenmek niyetinde olduğunu bize gösteren bir durum tespit raporu mahiyetinde hazırlanmıştır. Uluslararası boyutta alınması öngörülen bu önlemler elbette ulusal boyutta yapılması gerekenlere ışık tutabilecektir.

İşte bu çalışmanın amacı da, mezkur IOSCO görev grubu raporunda ele alınan konuların ülkemiz sermaye piyasası mevzuatı açısından durumunu incelemek ve öneriler getirmektir. Sermaye piyasamızda henüz büyük çaplı bir şirket skandalı ile karşılaşmamıştır. Son dönemde bankalarda yaşanan bir takım usulsüzlükler bile bu gerçeği değiştirmemiştir. Ancak, bu, sermaye piyasası mevzuatımızın mükemmelliğinden ziyade karmaşık işlemler şelaleleri yaratacak boyuttaki yeni finansal uygulamaların piyasamızda tam anlamıyla yer bulmamış olmasından kaynaklanmaktadır. Çok yakında yeni düzenlemelerle ister istemez karşımıza çıkacak olan bu özellikli işlemler muhtelif riskleri de beraberinde getirecek ve bu risklerin tespit ve yok edilmesi için çok detaylı incelemelere gidilmesi gerekebilecektir. Burada uluslararası alanda genel kabul görmüş en iyi düzenlemeleri uygulamaya koymak bile yalnızca potansiyel sorunların ertelenmesine imkan tanıyacaktır. Bu nedenle, içinde bulunduğumuz hızla değişen dünya finans piyasalarında en koruyucu silah uygulamanın denetimi ve müeyyidelerle desteklenmesidir.

Denetim ve müeyyidelerden tamamen soyulmuş ve uygulayıcıların subjektif tespit ve yönlendirmelerine terk edilmiş sistemler dejenere olmaya ve bir süre sonra da yok olmaya mahkumdur. Bu anlamda çalışmanın, Kurulumuzca uluslararası piyasalara entegrasyonda gösterilen müthiş hız ve özverili gayretlerin ortaya çıkardığı radikal düzenlemelerin uygulamasında karşılaşılabilecek sorunlara ışık tutması arzulanmaktadır.

# I.BÖLÜM

## KURUMSAL YÖNETİM

Bu bölümde, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin rolü, azınlık hakları, denetimden sorumlu komitelerin önemi ve ilişkili taraflarla yapılan işlemlerden kaynaklanan menfaat çatışmaları gibi kurumsal yönetim uygulamalarının Parmalat olayının ardından tartışılan yönleri konu edilmektedir.

### 1.1. Gündemdeki Sorunlar

Kurumsal yönetim; işletme yönetimi, ortaklar ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler ile işletme amaçlarının, bu amaçlara ulaşmada izlenecek yolların ve performans gözetimine ilişkin ilkelerin belirlendiği bir uygulama setidir (OECD: 2004). Kurumsal yönetimin ana amaçlarından birisi, işletme sahipliği (ortaklar) ile idaresinin (yöneticiler) birbirinden ayrılmaya başladığı noktada ortaya çıkan vekalet sorununu azaltmaktır<sup>3</sup>. Vekalet sorunu daha ziyade dağınık ortaklık yapılarına sahip olmaları nedeniyle güç boşluğu riskine maruz kalan halka açık şirketlerde zuhur etmektedir. Bu nedenle, kurumsal yönetim çalışmalarının ve düzenlemelerinin bizâtihi bu tür işletmelere odaklanması kaçınılmaz olmaktadır.

Diğer taraftan, bir veya birkaç ortağın aynı zamanda yönetim kontrolünü de muhafaza ettiği durumlar vücut bulabilir. Nitekim, Tanzi Ailesinin Parmalat şirketinin oy haklarının %51'ini kontrol ediyor olduğu bilinmektedir<sup>4</sup>. Bu şirketlerde vekalet sorunundan da öte hakim ortakların azınlıkların aleyhine davranışlarda bulunması mevzubahis olabilmektedir. İşte güçlü kurumsal yönetim mekanizmaları marifetiyle sadece yöneticilerin menfaatperest davranışları gözetilmemekte, ayrıca hakim ortaklar tarafından mağdur edilebilen azınlıkların hakları da korunmaktadır. Bir çok ülkede yürürlükte olan kurumsal yönetim düzenlemelerinde yönetim kurulunun "bütün" ortakların çıkarı doğrultusunda hareket etmesi gerektiği hususunun vurgulanmasındaki espri buradadır.

Son dönemde yaşanan şirket skandalları genelde kurumsal yönetim yapılarının çöküşüne istinat edilmektedir. Özelde ise yönetim kurullarının fiiliyatta bağımsız olmadıkları, şirketin umumî

*Güçlü kurumsal yönetim uygulamaları ile vekalet sorunu azaltılmakta ve azınlık hakları korunmaktadır.*

<sup>3</sup> Vekalet ilişkisi taraflardan birinin (ortaklar/ müvekkil), kendi adına belirli hizmetleri ifa etmesi için diğeriyle (yönetici/ vekil) sözleşme akdetmesiyle doğmaktadır. Bu veçhile belirli konulardaki karar alma yetkisi de vekile devredilmektedir. Vekalet sorunu ise, görevi hasebiyle hem ortakların hem de kendi menfaatini ilgilendiren kararları alabilecek konumda bulunan bir vekilin muhtemel tüm hareketlerini kontrol altına alan mükemmeliyette bir sözleşmenin akdedilemeyeceği gerçeğinden kaynaklanmaktadır. Bu noktada sorun, vekilin özellikle menfaatler arasında çatışma olan hallerde ortakların lehine hareket etmeye ikna ve teşvik edilmesi mertebesinde düğümlenmektedir. Bu düğümün çözülmesi için ise işletmeler iç ve dış denetim ücretleri, bonus ve prim vb. istihkaklar gibi çeşitli maliyetlere katlanmaktadır. Kurumsal yönetim düzenlemeleri vekalet sorununun azaltılmasında önemli bir kontrol vazifesi görmektedir. İngiltere'de Cadbury (1992) ve Greenbury (1995) raporlarında da öngörüldüğü gibi, şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri karşısındaki durumlarının izlenebilmesi için söz konusu ilkelere uyumun açıklatılmasına yönelik Kurulumuz düzenlemeleri (10.12.2004 tarih ve 48/1588 sayılı karar) buna örnek olarak gösterilebilir. Ayrıca, kurumsal yönetim sistemi gelişmiş şirketlerde ileri derece iç ve dış denetim mekanizmalarının uygulandığı müşahede edilmektedir.

<sup>4</sup> Parmalat şirketini bir aile şirketi olarak tanımlamak uygun bulunmaktadır. Zira, şirketin oy haklarının %51'inin Tanzi ailesinin nüfuzunda bulunmasının yanı sıra şirketin kurucusu olan Calisto Tanzi skandal vuku bulmadan evvel uzun yıllar CEO ve yönetim kurulu başkanlığı yapmış; ailenin bir kısım fertleri de yönetim kurulu üyeliğinde bulunmuşlardır.

faaliyetlerini yeterince denetlemedikleri ve şirket varlıklarının esas kullanım amaçları haricinde yönetimin veya hakim ortakların menfaatine sunulmasına sebebiyet veren ilişkili taraf işlemlerine onay verdikleri ileri sürülmektedir. Parmalat olayında ayrıca büyük kreditorlerin, portföylerinde taşıdıkları şirket riskini bertaraf edebilmek için, işin aslını bilemeyecek durumda olan tahvil yatırımcılarını kullanmış olabilecekleri hususu gündeme gelmiştir<sup>5</sup>.

### 1.1.1. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri

Halka açık bir şirkette yönetim kurulu üyeleri her ne kadar ortakların haklarını korumakla görevli seçilmiş muhafızlar olarak addedilseler de, yaşanan şirket skandalları bunların aslında en başta kendi bağımsızlıklarını koruyamadıkları kanaatini uyandırmaktadır. Özellikle, yönetim kurulu üyeleri ile üst yönetim arasındaki yakın münasebetler hem yöneticilerin denetiminde zafiyet yaratmakta hem de kendi menfaatleri doğrultusunda hareket etmelerine yol açabilmektedir<sup>6</sup>.

İlgili dönemde Milan Borsası'nda işlem görmekte<sup>7</sup> olan Parmalat'ın yönetim kurulu sekizi (bunlardan üçü bağımsız üyedir) icrada görevli olmayan olmak üzere on üç üyeden müteşekkildir. Bu anlamda Parmalat şirketi, yönetim kurulunu İtalyan Kurumsal Yönetim İlkeleri doğrultusunda yapılandırmış görünmektedir<sup>8</sup>. Yönetim kurulu başkanı Calisto Tanzi dışındaki üyeler arasında aşağıdaki isimler yer almaktadır:

Yönetim kurulu üyeleri ile yöneticiler arasındaki yakın ilişkiler kurumsal yönetim zafiyeti doğurabilir.

Stefano Tanzi : Calisto Tanzi'nin oğlu; icrada görevli yönetim kurulu üyesi  
Giovanni Tanzi : Calisto Tanzi'nin kardeşi; icrada görevli yönetim kurulu üyesi  
Fausto Tonna : Parmalat'ın mali işler baş görevlisi (CFO); icrada görevli yönetim kurulu

<sup>5</sup> Parmalat skandalı her ne kadar literatüre Avrupa'nın Enron'u olarak intikal ettiyse de, bunun gözü kara bir benzetme olduğunu ifade edebiliriz. İki olay arasında, vergi cennetleri olarak nitelendirilen kıyı ötesi merkezlere -off-shore centers- yapılan yatırımların şirketin fiili durumunu gizlemek amacıyla kullanılması [ABD'de önceden geçerli olan standartlar, özel amaçlı varlıkların -special purpose entities- konsolide mali tablolara alınmasını zorunlu tutmamaktadır. Enron hadisesi sonrasında konunun önemine binaen standartlarda değişiklik yapılmış ve bu türden yatırımların konsolide edilmesi zorunluluğu getirilmiştir (Bkz. <http://www.ica.bc.ca/kb.php3?pageid=3110>) Parmalat ise IAS 27 uyarınca pek çok özel amaçlı varlığını -hatta, usulsüzlüğün ortaya çıkarıldığı Bonlat Financing Corporation dahil- konsolide mali tablolarına intikal ettirmiştir (Bkz. <http://www.parmalat.com/en/fset.html?sez=db>). Ancak, soruşturmalarda, şirketin yıllardır düzenlerce kıyı ötesi şirketi yaklaşık 11 milyar \$'lık yükümlülüklerini finanse ediyormuş gibi duran ancak gerçekte mevcut olmayan varlıkları raporlamak suinyetiyle kullandığı anlaşmıştır (Bkz. [http://www.boardmember.com/network/index.pl?section=1032&article\\_id=11811&show=article](http://www.boardmember.com/network/index.pl?section=1032&article_id=11811&show=article)) ve yönetimin şirket yararı hilafına hususî muamelelere girişerek kurumsal yönetim zafiyetlerinin oluşması gibi bariz benzerlikler olsa da; usulsüzlüğün evrakta sahtekârlık gibi âdi bir suçla gerçekleştirilmesi, olayın perde arkasında büyük kreditorlerin -özellikle bankalar- desteğinin bulunması ve şirket kârı ile değerini yüksek göstermekten ziyade varlıkların hakim ortakların nüfuzuna dahil edilmesinin amaçlanması Parmalat'ı diğer skandallardan ayırmaktadır.

<sup>6</sup> Enron, Worldcom ve Vivendi Universal şirketlerinin çöküşünün müsebbibinin yönetim kurulları olduğu mütalaa edilmiştir (Gillan ve Martin: 2002; Powers: 2002; US Senate Subcommittee: 2001). Diğer taraftan, söz konusu çalışmaların hiçbiri yönetim kurullarının neden daha önce değil de şimdi bu derece başarısızlığa uğradıklarını açıklamamaktadır. Bunların açıklanamamasının ardında yatan nedenin bazı hususları örtbas etmek olduğu ileri sürülebilir. Örneğin, iddialara göre, Kaliforniya eyaleti yöneticisi, Enron şirketinden 137\$'a satın aldığı 1 megavat elektriği, bu şirkete sadece 1\$'a geri satmış, bu işlem defalarca yapılmış ve eyalet bütçesinden milyarlarca dolar hortumlanmıştır. Bu işlere karışan kamu yetkilileri ise, işlerinden ayrılır ayrılmaz Enron'da çalışmaya başlamışlardır. Ayrıca, İngiltere'deki Thatcher kabinesinin eski üyelerinden NM Rothschild şirketinin başkanı Lord Wakeham'ın, Enron ile güçlü ilişkileri bulunduğu; Bakanlığı sırasında, Enron'un, İngiltere'de özelleştirilen elektrik santrallerini satın almasına izin verdiği; Bakanlıktan ayrılınca da Enron'da yönetim kurulu üyesi olduğu; Enron skandalı ortaya çıkarıldığında ise, bu şirketin hesaplarını inceleyecek bir denetim komitesi oluşturularak başına getirildiği ifade edilmektedir.

<sup>7</sup> Skandalın vuku bulmasını müteakip hisse senetlerinin sırası kapatılan şirket son dönemde yeniden borsada işlem görebilmek için gerekli işlemleri başlatmış bulunmaktadır (Bkz. <http://www.accountancyage.com/accountancyage/news/2037259/parmalat-applies-share-listing>).

	ve denetimden sorumlu komite üyesi
Luciano Del Soldato	: Parmalat'ın Kasım 2003'deki mali işler baş görevlisi
Paola Visconti	: Calisto Tanzi'nin yeğeni
Luciano Silingardi	: Calisto Tanzi'nin yakın arkadaşı; Cariparma Bankası'nın (Parmalat şirketinde yüklü yatırımları bulunan bir Parma bankası) başkanı; Parmalat denetimden sorumlu komite başkanı
Piero Mistrangelo	: Parmalat yöneticilerinden biri
Alberto Ferraris	: Parmalat yöneticilerinden biri
Francesco Giuffredi	: Parmalat yöneticilerinden biri; denetimden sorumlu komite üyesi
Domenico Barili	: Calisto Tanzi'nin yakın arkadaşı; Fiere di Parma (Parma'da yılda bir düzenlenen zirai ürün fuarı); icrada görevli yönetim kurulu ve ücretlendirmeden sorumlu komite üyesi
Paolo Sciumé	: Bağımsız yönetim kurulu üyesi. İddialara göre Tanzi ailesinin avukatlarından; ayrıca Mediolanum <sup>9</sup> şirketinde mevcut kurulların üyesi.
Enrico Barachini	: Bağımsız yönetim kurulu üyesi. Parmalat ile sıkı bankacılık ilişkileri bulunan Banca Popolare di Lodi grubunun iki iştirakinde mevcut kurulların üyesi.

Parmalat şirketindeki yönetim örgütlenmesi, yalnızca yönetim kurulu ile yöneticiler arasındaki yakın ilişkilerden kurulu bir ağdan ibaret olmayıp halihazırda hakim ortağın yönetici pozisyonunda bulunduğu tek elden idare edilen bir manzara arz etmektedir. Bu durum şirketlerin kurumsal yönetim yapılarında tenakuza sebep olmaktadır. Hakim ortağın kendi menfaatini düşünmekten ziyade varını yoğunu şirkete yatırması nedeniyle şirketin faaliyetlerinin denetimini sıkı bir şekilde nezareti altında bulundurmak isteğine karşılık, özellikle şirketin neredeyse tamamına sahip olan hakim ortakların şirketi kendi menfaatleri doğrultusunda mümkün olduğunca kullanma riski bulunmaktadır. Bağımsız yöneticiler, azınlık ortakların yönetim ve hakim ortağın şirket varlıklarını hangi amaçlarla ve ne şekilde kullandıklarını gözetlemelerine imkan tanımaları nedeniyle söz konusu riski azaltabilmektedirler. Bunların varlığı bir bakıma alınan mühim kararların hikmetinin ve akıbetinin meşruiyetinin tasdik edilmesine yönelik ilave bir kontrol vesilesi olmaktadır. Halbuki Parmalat şirketinde bağımsız olduğu iddia edilen yöneticilerin gerçekte öyle olmadıkları kolayca görülmektedir.

Akademik çalışmalar, Parmalat şirketinde olduğu gibi, kurucu hakim ortağın yönetimindeki şirketlerin ortalamadan yüksek performans sergileyebildiklerine işaret etmektedir. Diğer taraftan, başka çalışmalarda aile şirketlerinin muvaffak olmalarında yönetim kurullarının bağımsızlığının payının büyük olduğu ileri sürülmektedir. Burada şirket varlıklarını kendi menfaatine kullanan yönetici konumundaki aile fertleri üzerinde kontrol

*Hakim ortak aynı zamanda yönetici pozisyonunda ise bağımsız yöneticilere olan ihtiyaç daha fazladır.*

<sup>8</sup> İtalya'da borsada işlem gören şirketler için öneriler getiren kurumsal yönetim düzenlemelerinde, yönetim kurulunun icrada görevli olan (murahhas aza gibi idari bir görevde çalışılması vb.) ve olmayan üyelere müteşekkil olması gerektiği vurgulanmaktadır. Buna göre, icracı olmayan üyelerin sayısının alınacak kararlarda ağırlık oluşturacak ölçüde tespit edilmesi gerekmektedir (İtalyan şirketlerinin büyük çoğunluğunda icracı olmayan üyelerin sayısı icracı olanların sayısını aşmaktadır). Söz konusu üyelerin yeterli sayıda bir kısmı ise bağımsız üye olarak atanmalıdır. Bağımsız üyeler, kendi veya üçüncü bir taraf adına işletme, iştirakler, icrada görevli yöneticiler veya hakim ortaklarla hiçbir şekilde iş ilişkisine girmeyen; işletme üzerinde kontrol veya önemli derecede etki sağlayan miktarda hisse senedi sahibi olmayan ve icrada görevli yöneticiler ile daha önce belirtilen şekilde iş ve ortaklık ilişkisine giren taraflarla ailevi münasebeti bulunmayan üyelerdir (**Borsa Italiana: 2002**).

<sup>9</sup> Mediolanum şirketinin o dönemdeki ve halihazırdaki ana ortağı İtalya Başbakanı Silvio Berlusconi'dir. Bu da Tanzi ailesinin siyasi ilişkilerini bize göstermektedir.



vazifesi gören bağımsız yönetim kurulu üyeleri ile şirketin inkişafına ömrünü adanmış ortak konumundaki aile fertlerinin sinerjisi söz konusudur (**Anderson ve Reeb: 2003**)<sup>10</sup>.

### 1.1.2. İlişkili Taraflarla Yapılan İşlemler

Son dönemde yaşanan skandallarda şirket fonlarının yöneticilerin veya hakim ortakların nüfuzundaki şirketlerden şişirilmiş fiyatlar üzerinden varlık iktisabı amacıyla kullanılması veya şirket varlıklarının aşırı düşük fiyatlar üzerinden söz konusu şahıslara veya bunların şirketlerine satılması gibi örtülü işlemlere rastlanmıştır. Bilhassa karmaşık bir grup yapısının uzvu konumundaki şirketlerin yöneticileri kendi menfaatlerine nüfuzları altındaki grup şirketleriyle muvazaalı ekonomik ve mali ilişkilere girerek şirket varlıklarını bunlara aktarabilmektedir.

Bu risk ilişkili taraflarla yapılan önemli işlemlerin yönetim kurulunun onayına bağlanması, hatta tüm üyelerin oybirliğinin aranması yoluyla ile bertaraf edilebilmektedir. Diğer taraftan, basiretsiz bir yönetim kurulunun şirket varlıklarını hakim ortağın iradesine teslim etme ihtimali varken, bağımsız yöneticilerin bu aczin önüne geçebilecek olmaları bu kişilerin önemini bir kez daha ortaya koymaktadır. İlişkili taraf işlemlerinin şirketin ekonomik ve mali vaziyeti ile yakından ilgilenen yatırımcıların muhakemelerini etkileyebilecek önemli olaylardan olması nedeniyle ayrıca mali tablolarda açıklanması büyük önem arz etmektedir<sup>11</sup>.

### 1.1.3. Ortakların Korunması

Bütün ortaklar yatırımlarının işletme faaliyetlerini kontrol altında tutan kişiler tarafından istismar edilmesi riskine maruz kalabilmektedir. Hakim bir ortak veya ortakların idaresindeki işletmelerde, azınlık ortaklar bu açıdan büyük zarara uğrayabilir. Öyle ki, hakim ortaklar şirket uhdesindeki yatırımlarından fazlasını kendi kullanımlarına intikal ettirebildikleri ölçüde iflas halinde dahi kazançlı çıkabilirler<sup>12</sup>.

Yönetim kurullarının ortakların haklarının korunmasıyla sorumlu tutuldukları, azınlık ortakların hakim ortakların aleyhine dava açabilme hakkını haiz oldukları, yargının hakim ortakların bu nevî işlemlerini suç olarak değerlendirdiği sistemler bu sorunun

*Bağımsız yöneticiler ilişkili taraf işlemlerini gözetlemekte, azınlık haklarını müdafaa etmektedir.*

<sup>10</sup> Bu çalışmada yazarlar bağımsız yöneticilerin mevcudiyeti ile desteklenen aile şirketlerinin Standard & Poor's 500'e dahil şirketlerden daha başarılı olduklarını iddia etmektedir. Yazarlara göre, yönetim kurullarında az sayıda bağımsız yönetici bulunduran bu tip şirketler ise söz konusu şirketlerin gösterdikleri performansın epey altında kalmaktadır. Sonuç olarak, ailelerin nüfuzunda bulunan şirketlerde aile efradının menfaatperest uygulamalarının önüne geçilebilmesi ve azınlık haklarının muhafaza edilebilmesi için bir dengeleyici unsur olarak bağımsız yöneticilere ihtiyaç bulunduğu belirtilmektedir. Ancak, çalışmanın ABD'deki S&P 500 şirketleri ile mahdut olması nedeniyle ampirik verilerin farklı hukukî altyapılara sahip diğer piyasalarda da aynı sonuçları destekleyeceği tartışmalıdır.

<sup>11</sup> IASB tarafından yayımlanan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nda ilişkili taraf işlemlerinin açıklanmasına yönelik ilkeler belirlenmiştir (Bkz. [www.iasb.org](http://www.iasb.org)). FASB ise bu konuya 57 no'lu standardında yer vermektedir (Bkz. [www.fasb.org](http://www.fasb.org)).

<sup>12</sup> İtalya'da borcunu sorunsuzca ödeyebilen bir firmanın yöneticilerine karşı dava açıldığı görülmemiştir. Yalnızca iflas halinde alacaklılar tarafından yöneticiler aleyhine dava açılmakta; yöneticiler burada dahi aleyhte bir mahkeme kararına karşı mallarını koruma imkanını bulabilmekte, dolayısıyla, tasfiye aşamasından oldukça kazançlı çıkabilmektedir. Buradan Parmalat yöneticilerinin şirketi ödeyebilir gösterdikleri müddetçe herhangi bir korku duymalarına gerek olmadığı sonucunu çıkarabiliriz.

giderilebilmesinde ilk akla gelen çözümlerdir<sup>13</sup>.

Azınlık ortakların kanun veya esas sözleşmede düzenlenen birikimli oy gibi sair oy haklarıyla korunması da mümkün bulunmaktadır. Yine, kotasyon koşulları arasında esas sözleşmelerin azınlık haklarının korunmasına ilişkin hükümleri barındırması zorunlu tutulabilmekte veya tüm yasal zorunlulukların da ötesinde konu kurumsal yönetim ilkeleri içerisinde bir teşvik unsuru olarak da ele alınabilmektedir.

## 1.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat

Dünyada kurumsal yönetim alanında belirli bir çerçeve oluşturmaya yönelik olarak yapılan çalışmalar bütün hızı ile devam etmektedir. Bu konudaki en kapsamlı ilkeler setinin OECD tarafından yayımlanan set olduğu genel kabul görmektedir<sup>14</sup>. Moody's Investor Services<sup>15</sup>, GovernanceMetrics International<sup>16</sup> ve Deutschebank<sup>17</sup> gibi özel sektör kuruluşları da yatırımcıların ihraççılar hakkındaki değerlendirmelerine yardımcı olmak amacıyla kendi kurumsal yönetim standartlarını veya belirli ölçüm tekniklerini geliştirmiş bulunmaktadır.

Kurumsal yönetim ilkelerinin IMF ve Dünya Bankası<sup>18</sup> tarafından FSAP<sup>19</sup> gibi değerlendirme programları kapsamında değerlendirilen ülkelerin mali sistemlerinin güçlü ve zayıf yönlerinin tespitinde kullanılması öngörülmektedir. Ayrıca, Avrupa Birliği de kurumsal yönetim ilkelerini belirleme sürecindedir<sup>20</sup>.

*Kurumsal yönetim ilkeleri alanında ulusal ve uluslararası düzeyde pek çok düzenleme mevcuttur.*

<sup>13</sup> Azınlık ortaklar gerçek hayatta şirketin faaliyetlerini veya yöneticilerin tasarruflarını gözetleme veya denetleme imkanını her zaman bulamayabilmektedir. İşte, bağımsız yöneticilerin koruyucu bir kalkan vazifesini gördükleri bir başka alan da burada karşımıza çıkmaktadır. Bağımsız yöneticiler tüm ortakların refahını beklemekle birlikte, hakim ortakların şirket zararına kalkıştıkları işlemleri önleyerek aslında azınlık ortakların menfaatlerine hizmet etmektedir.

<sup>14</sup> OECD İlkeleri 1999 yılında yayımlanmış; 2004 yılında OECD üyesi ülkelerde yaşanan gelişmeler ve edinilen tecrübeler de dikkate alınarak güncellenmiştir (Bkz. <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>). 1999 yılında G7 ülkeleri tarafından global mali mimariyi güçlendirmek amacıyla oluşturulan FSF, anılan ilkeleri mali piyasalarda benimsenmesinde fayda görülen en iyi 12 standarttan biri olarak göstermiştir (Bkz. [http://www.fsforum.org/compendium/key\\_standards\\_for\\_sound\\_financial\\_system.html](http://www.fsforum.org/compendium/key_standards_for_sound_financial_system.html)).

<sup>15</sup> Kredi derecelendirmesi yapan kuruluşlar değerlendirmelerinde şirketlerin kurumsal yönetim durumlarını dikkate almaya başlamaktadır. Moody's konuyla ilgili yapılan sınırlı çalışmalar arasında sayılabilecek bu çalışmada borçlanma senetleri ihraççısı ABD ve Kanada şirketlerinde yönetim kurullarının etkinliği ve bağımsızlığına odaklanmaktadır (Moody's Investors Service: 2003).

<sup>16</sup> (Bkz. [http://www.gmiratings.com/\(ni5b2qiywcv5sd55fpu2je45\)/default.aspx](http://www.gmiratings.com/(ni5b2qiywcv5sd55fpu2je45)/default.aspx))

<sup>17</sup> Deutsche Bank 2001 Mart ayında pay sahipleriyle olan ilişkilerini sağlam bir zemine oturtmak, raporlamada şeffaflık derecesini artırmak ve yönetim ile denetim kurullarının (Almanya'da anonim şirketlere ilişkin düzenlemelerde yönetim ve denetim işlevi kesin bir biçimde ayrılmıştır. Buna göre anonim şirketlerde ayrı bir Denetim Kurulu –Aufsichtsrat- ve Yönetim Kurulu –Vorstand- teşekkül ettirilmesi mecburidir. Aynı üyenin iki kurulda birden görev almasının mümkün olmadığı bu sistemde, yönetim kurulu şirketin temsil ve ilzamıyla, denetim kurulu ise üyelerini seçtiği yönetim kurulunun çalışmalarını denetlemekle yetkilidir. İki katmanlı Alman sistemi yönetim ve denetim işlevinin tek bir vücutta harmanlandığı Anglosakson sisteminden farklılık arz etmektedir. Bkz. [http://www.deutsche-bank.de/ir/pdfs/CorpGov\\_Comparison\\_NYSE\\_Rules.pdf](http://www.deutsche-bank.de/ir/pdfs/CorpGov_Comparison_NYSE_Rules.pdf)) görev ve sorumluluklarını düzenlemek amacıyla kendi kurumsal yönetim ilkelerini yayımlamıştır. Söz konusu ilkelere, 2002 yılında Alman Kurumsal Yönetim İlkelerinin hükümet tarafından onaylanarak hayata geçirilmesini müteakip pek az bir değişiklik yapılmış; hatta banka, hükümetin yeni düzenlemesinde yer verilen yönetim kurulu üyelerine ödenen ücretlerin kamuya açıklanması zorunluluğuna ilaveten gönüllü olarak yönetim ve denetim kurulu üyelerinin banka hisse senetleri veya türev araçları üzerindeki tasarruflarının da açıklanması uygulamasını benimsemiştir (Bkz. [http://www.deutsche-bank.de/ir/pdfs/CorpGov\\_E\\_27-03-03.pdf](http://www.deutsche-bank.de/ir/pdfs/CorpGov_E_27-03-03.pdf)).

Yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığı hususunda OECD İlkeleri daha ziyade yöneticilerin ortaklara karşı sorumluluklarını vurgulamakta ve her şeyden önce alınacak kararlar için bağımsız muhakemelerde bulunması gerektiğini belirtmektedir. Bağımsız yöneticilerle ilgili olarak ise aşağıdaki ifade yönlendirici görülmektedir:

*“Yönetim kurulları, muhtemel menfaat çatışmalarına sebebiyet verebilecek mevzularda bağımsız muhakeme kullanmaya ehliyetli icrada görevli olmayan yeterli sayıda üye barındırma hususunu göz önünde bulundurmalıdır. Finansal ve finansal olmayan bilgilerin güvenilirliği, ilişkili taraf işlemleri, yönetim kurulu üyeleri ile kilit yöneticilerin tayinleri ve yönetim kurulu üyelerine ödenen ücretler bu mevzularda örnektir.” (OECD İlkeleri VI.E.1)*

Diğer taraftan OECD İlkelerinde, özellikle çalışanlar veya hakim ortaklar ile yöneticiler arasındaki gayri resmî ilişkilerin mevcudiyeti halinde, hangi yöneticilerin **gerçekten** bağımsız olduğu ve bağımsız bir muhakeme **garantisinin** nasıl verileceği hususları ele alınmamaktadır. Pek çok ülkede farklı yaklaşımların bulunabileceği gerçeğinden hareketle bu noktada OECD'nin “bağımsızlık” kavramının tanımını vermektan içtinap etmesi anlamlı görülmektedir. Yine aynı sebeple, icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyelerine ithaf edilen “yeterli sayı” ifadesi de somut bir zemine sahip değildir. Ancak, son skandallar yönetim kurullarının sözde bağımsız üyelerden müteşekkil olduğu gerçeğini su yüzüne çıkarmıştır.

OECD İlkeleri ilişkili taraf işlemlerine daha dolaysız yaklaşmaktadır. Yukarıda yer verilen VI.E.1. no'lu ilkenin yanı sıra V.A.5 no'lu ilke söz konusu işlemlerin kamuya açıklanmasını zorunlu tutarken, VI.D.6 no'lu ilke yönetim kuruluna bu işlemler sonucunda şirket varlıklarının kötüye kullanılması gibi muhtemel menfaat çatışmalarına karşı tedbirli olma sorumluluğu yüklemektedir.

Azınlık ortakların haklarının korunması ile ilgili olarak ise OECD İlkelerinde aşağıdaki ifadeler yer almaktadır:

*“Azınlık ortaklar hakim ortakların veya bunların menfaatine başkalarının dolaylı veya dolaysız suiistimallerine karşı etkin tazmin sistemleri vasıtasıyla korunmalıdır.” (OECD İlkeleri III.E.1)*

OECD İlkeleri yönetim kurulu bağımsızlığı konusunda yönlendirici hükümler içermektedir.

<sup>18</sup> Dünya Bankası ve OECD'nin özel sektör temsilcilerinin katılımı ile birlikte oluşturduğu Global Kurumsal Yönetim Forumu (GCGF) kurumsal yönetim konusunda öncü olarak faaliyet gösteren oluşumlardandır. GCGF'nin amacı geçiş ekonomilerine kurumsal yönetim alanında destek sağlamak olup gerekli iletişim ve eşgüdümün sağlanması ve edinilen tecrübelerin paylaşılmasıyla görevlidir (Bkz. <http://www.gcgf.org>).

<sup>19</sup> 90'lı yılların sonunda ortaya çıkan mali krizlerin akabinde başlatılan (Mayıs 1999) FSAP ile ulusal ve uluslararası seviyede mali istikrar ve büyümeye katkıda bulunulması ve IMF ve Dünya Bankası tarafından ülkeler için belirlenen politikaların tutarlılıkla uygulanması amaçlanmaktadır.

<sup>20</sup> Avrupa Birliği bünyesinde ulusal veya uluslararası seviyede yaklaşık kırk farklı kurumsal yönetim ilkeleri seti düzenlenmiştir. Ancak ülke düzenlemeleri arasındaki farklılıkların yaratabileceği belirsizliklerin Avrupa piyasalarının bütünleşmesine olumsuz etkiye bulunacağı düşüncesinden hareketle ortak bir ilkeler setine olan ihtiyaç gündeme gelmiştir. Yapılan çalışmalar sonucunda birçok ülkenin kendi kültürünün yorgulduğu farklı ilkelerin aynı potada eritilmesinin yıllar süreceği ve bunun mevcut düzenlemelerin üzerinde ilave bir yük teşkil edeceği gerekçeleriyle, az sayıda önemli kuralın (ortaklık hakları, bağımsız yöneticiler vb.) uygulanması için ortak bir yaklaşımın benimsenmesi ve ulusal ilkeler arasında koordinasyonun sağlanmasının yeterli olacağı kanaatine ulaşılmıştır (Bkz. [http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/cnc/2003/com2003\\_0284en01.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/cnc/2003/com2003_0284en01.pdf)).

Etkin tazmin sistemlerinden kastın ne olduğu konusunda ülke uygulamalarına göre şekillenebilecek değişik tanımlar oluşturulabilir. Yönetim kurulunun tüm ortaklara karşı sorumlu tutulması genel ilke olarak benimsenebilirse de OECD İlkelerinde bunun dahi yeterli olmayacağı belirtilmektedir:

*“Azınlık haklarının korunması için uygulanabilecek tecrübeyle sabit uygulamalar arasında hisse senedi ihraçlarında rüçhan hakkı kullanılması, belirli kararlarda nitelikli çoğunluğun aranması ve yönetim kurulu üyelerinin seçiminde birikimli oy sisteminden istifade edilmesi yer almaktadır. Bazı durumlarda, hakim ortakların diğer ortakların hisselerini değerlendirme sonucunda belirlenen bir fiyattan satın almasına icazet verilebilmekte veya zorunluluk getirilebilmektedir. Hakim ortakların işletmeyi borsa kotundan çıkarmaya<sup>21</sup> karar vermeleri halinde bu konu büyük önem kazanmaktadır. Pay sahiplerine dava açma hakkının<sup>22</sup> tanınması da bir diğer koruma önlemi olarak ele alınabilir.” (OECD İlkeleri III.A.2)*

İşletmenin bir aile veya tek bir hakim ortağın kontrolünde bulunduğu durumlarda azınlık haklarının korunması için bağımsız yönetim kurulu üyelerinin istihdam edilmesinde fayda bulunmakla birlikte; hakim ortaklarla azınlık ortakların işletmeyle ilgili pek çok konuda aynı tasaları paylaştığı ve vekalet sorununun bulunmadığı kanaati oluşuyorsa bunu zorunlu tutmak gerekmez.

### 1.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler

Kurulumuzca 04.07.2003 tarihinde yayımlanarak hayata geçirilen ve son olarak 07.02.2005 tarihinde güncellenen Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde bir şirketin en üst seviyede stratejik karar alma, yürütme (yönetim) ve temsil organı olarak tanımlanan

<sup>21</sup> Uluslararası literatürde “De-listing” olarak geçen bu olay genellikle halka açık bir şirketi özel mülkiyete geçirmek için yapılan başarılı bir devralma (Take Private/Public to Private/P2P) ihalesinin ardından gerçekleşmektedir. Örneğin, İngiltere finans piyasasında özel fonlar/şahsi yatırımlar veya bunların sahibi olduğu özel amaçlı varlıklar aracılığıyla borsa şirketleri belirli bir fiyat üzerinden satın alınabilmektedir. Devralma sonucunda hedef hisse senedi adedine ulaşılmasını müteakip şirketin hisse senetleri borsa kotundan çıkarılmaktadır. Bu işlem, kurucu hakim ortağın şirketi bütünüyle ele geçirip kottan çıkarmasıyla da yapılabilmektedir (Bkz. <http://graduates.lovells.com/glossary.shtml#21>). Kottan çıkarma sonucunda hisse senetlerinin likiditesinin azalması nedeniyle ortakların zarar görmemesi için fiyatın doğru belirlenmesi gerekmektedir.

<sup>22</sup> ABD hukukunda anonim ortaklığa yöneticileri, çalışanları yada üçüncü kişiler zarar verdiğinde yada sözleşmeyi ihlal ettiklerinde, ortaklığın bu kişilere karşı dava açma hakkı (right to sue) bulunmaktadır. Eğer anonim ortaklık bu tür hallerde dava açma hakkını kullanmak istemezse, bir yada daha fazla pay sahibi bunlara ilişkin dava açabilir (bring such action). Pay sahibinin anonim ortaklığa ait bir dava hakkını (derivative action) kullanabilmesi için, ilk olarak dava hakkına konu olan işlemin tüm pay sahiplerine zarar vermesi gereklidir. Bu şekilde pay sahipleri bir taraftan anonim ortaklığın haklarını korumaya çalışırken, diğer taraftan da anonim ortaklığı davayı takibe zorlamış olurlar. Ayrıca anonim ortaklık karşı açılan bir davada ortaklığın savunma hakkından vazgeçmesi yada bunu kötü niyetli olarak yapması halinde pay sahipleri de, ortaklık aleyhine açılmış olan davaya katılabilirler. Başka türlü pay sahiplerinin anonim ortaklık aleyhine açılan davalara katılamazlar. İkinci olarak hakkaniyet ilkesi gereği, gerek dava konusu işlem yapıldığında, gerekse dava açıldığında, kişinin pay sahibi olduğunu ispat etmesi gerekir. Pay sahibine, “common law”, yasalar, esas sözleşme ve içtüzük (by-laws) hükümleri ile tanınan hakları korumak için, gerektiğinde dava açma hakkı tanınmıştır. Bu haklara “remedial rights” adı verilmektedir. Azınlık pay sahipleri, çoğunluk pay sahiplerinin almış oldukları kararlardan dolayı zarara uğruyorlarsa, bu hususa ilişkin olarak mahkemede dava açabilirler. Azınlık pay sahiplerinin, çoğunluk pay sahiplerinin kararlarından dolayı zarara uğramalarına örnek olarak, çoğunluğa sahip pay sahipleri aynı zamanda, anonim ortaklığın çalışanları (officers) durumunda iseler, almış oldukları kararlar ortaklık çalışanlarına (officers) aşırı kabul edilecek ücret, maaş yada ikramiye gibi maddi ödemeler yapılması hali gösterilebilir. Bu tür davranışlar “oppressive conduct” olarak ifade edilir. Pay sahipleri, haklı sebeplerin varlığı halinde anonim ortaklığın feshini sağlamak için de dava açabilirler (derivative action). Pay sahibi şahsi olarak, anonim ortaklık aleyhine dava açabileceği gibi, dava konusu bir tazminat talebini de içeriyorsa, ilgili ortaklık yetkilisi aleyhine de dava açabilir (Bkz. <http://www.ekitapuyayin.com/id/049/03.htm>).

(*Bölüm IV.1.1.*) yönetim kurulunun icrada görevli olan ve olmayan üyelerden oluşturulması önerilmektedir (*Bölüm IV.3.2.*).

Yönetim kurulu üyeleri içerisinde, görevlerini hiç bir etki altında kalmaksızın icra etme niteliğine ve potansiyeline sahip bağımsız üyelerin bulunması (*Bölüm IV.3.3.*) ve bunların sayısının ikiden az olmamak üzere yönetim kurulunun en az üçte birine<sup>23</sup> tekabül edecek şekilde belirlenmesi tavsiye edilmektedir (*Bölüm IV.3.3.1.*). Bağımsız üye olarak nitelendirilecek bir yönetim kurulu üyesinin taşınması gereken şartlara ise *Bölüm IV.3.3.5'*te yer verilmektedir.

Yapılan bir çalışma, dünyadaki en iyi uygulamaların, yönetim kurullarının ortalama yüzde %75'inin bağımsız üyelerden oluştuğunu göstermektedir (*Ray&Berndtson: 2003*). Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma seviyesini tespit etmek amacıyla hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlere yönelik olarak Kurulumuzca yapılan anket çalışmasında ise<sup>24</sup>, bütün şirketlerin %26'sının, İMKB-30 endeksine dahil olan şirketlerin ise %42'sinin yönetim kurullarında bağımsız üyenin yer aldığı anlaşılmıştır (*SPK: 2004*). BCG tarafından gerçekleştirilen bir başka anketin<sup>25</sup> sonuçları, araştırmaya katılan şirketlerde ortalama yönetim kurulu üye sayısının 7 kişi olduğunu ve bunlardan 1'inin bağımsız üye olarak tanımlandığını göstermektedir. Katılımcıların yalnızca %41'i şirketlerindeki bağımsız yönetim kurulu üye sayısının yeterli düzeyde olduğu görüşünü savunmaktadır (*BCG: 2005*).

Uluslararası piyasalarda yerleşik bağımsız yönetim kurulu üyeliği sisteminin ülkemizde yeni gelişmekte olan bir uygulama olduğu bilinmektedir. Şirketler mevcut hukukî sistemde yönetim kurullarında profesyonel anlamda bağımsız üyelik tesis etmekte zorlanmaktadır. Örneğin, bazı şirketlerin ana sözleşmelerinde yönetim kurulunun belirli bir hissedarlar grubu (imtiyazlı hissedarlar) arasından seçilmesi şart koşulabilmekte veya böyle bir üyenin seçimi öngörülmemiş olabilmekte, faaliyet konuları bağımsız üye tayinine müsait olmayabilmektedir. Ayrıca, bağımsız üye tanımının tartışmalı olması nedeniyle ilkelerde yer alan bağımsız üye tanımıyla şirketlerce algılanan tanım örtüşmeyebilmektedir.

Hazırlıkları süren yeni Türk Ticaret Kanunu'nda ise icrada görevli/icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyesi ayrımının uygulanmasına müsait bir sistem tasarlanmaktaysa da esas itibarıyla kapalı anonim şirketler için önerilen bir

---

<sup>23</sup> Bağımsız üyelerin, şirketin, pay ve menfaat sahiplerinin çıkarlarını her şeyin üstünde tutabilme ve kararlarda tarafsız olabilme avantajına doğal olarak sahip oldukları kabul edilmektedir. Bu nedenle bağımsız üyelerin yönetim kurulunda çoğunlukta bulunması, bir şirkette kurumsal yönetimin doğru ve tarafsız olarak uygulanmasının önemli unsurlarından bir tanesi olarak görülmektedir. Ancak, bu konunun her ülkenin kendine özgü koşullarına göre değerlendirilmesi gerekir. Bu açıdan Kurulumuz ilkelerinde sayının bu şekilde belirlenmesi tesadüfî bir politika değildir. Bu sayının ve oranın ülkemize özgü koşullardaki değişiklikler nazarında artırılması hedeflenmelidir.

<sup>24</sup> Kurulumuz tarafından hisse senetleri İMKB'de işlem gören 303 şirkete gönderilen Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi'ne 249 şirket cevap vermiş, bu cevapların 248'i değerlendirmelerde kullanılmıştır. İMKB-30 şirketlerinin ise 26'sı yanıt vermiştir. (Bkz. [http://www.spk.gov.tr/ofid/KurumsalYonetim/kurumsal\\_yonetim\\_uygulama\\_anketi\\_sonuclari.pdf](http://www.spk.gov.tr/ofid/KurumsalYonetim/kurumsal_yonetim_uygulama_anketi_sonuclari.pdf))

<sup>25</sup> Anket toplam 1000 firmaya gönderilmiş ve 123 kişinin katılımı sağlanarak %12,3'lük bir geri dönüş oranına ulaşılmıştır. Araştırmada temsil edilen şirketlerin ciroları, 300.000 ve 1.3 Milyar ABD Doları arasında, çalışan sayısı ise 9 ile 19.000 kişi arasında değişmektedir. Şirketlerin %72'si imalat sektörü, %13'ü finans sektörü, %12'si hizmet sektörü ve %3'ü ise birden çok sektörde faaliyet göstermektedir. Bu dağılımın Türkiye genelindeki sektörel dağılıma uygun olduğu görülmektedir. Ayrıca, araştırmaya katılan şirketlerden %48'i İMKB'de işlem görmektedir (Bkz. <http://www.tkyd.org/docs/bcgraportweb.pdf>).



uygulama olması nedeniyle bağımsız üye atanmasına ilişkin herhangi bir düzenlemeye yer verilmemiştir.

Bağımsız yönetim kurulu üyesi uygulamasına karşı çıkan kesimler de bulunmaktadır. Bunun yerine, kontrol gücünün suiistimali yoluyla zenginleşen hakim ortak veya yönetimin önünü kesecek formüllerin ortaklık demokrasisi ve paylaşım kültürünün gereği olarak genel kurul içinde aranması; bu doğrultuda, halka açıklık oranlarının artırılması, internet üzerinden bilgi akışının güçlendirilmesi, birikimli oy ve uzaktan erişimli oy kullanımının yaşama yaygın ve etkin biçimde geçirilmesi yoluyla uzaktaki kurumsal yatırımcıların etkinliğinin artırılması, hakim sermayedara rağmen işi sahiplenebilecek küçük ortakların da yönetim kuruluna girebilmesi olanaklarının oluşturulması, yönetim kurulu üyeliği seçiminde imtiyaz tanıyan payların sınırlandırılması gibi yöntemlerin geliştirilmesi kurumsal yönetim arayışlarının ortadan kaldırmayı hedeflediği yapısal sakıncaları yok etmek açısından daha geçerli olabilecektir (**Tanör: 2005**).

Sisteme olan eleştiriler bir yana, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin özellikle ülkemizdeki gibi aile şirketi yapısına sahip oluşumlar için son derece önemli olduğu bir gerçektir. Bu tip şirketlerde aileden olmayan yetenekli ve bilgili profesyonellerin yükselme olanaklarının sınırlı olması, nitelikten ziyade kan bağıının veya girişimciye yakınlığın temel kriter olarak kullanılması, yüksek oranda kayırmacılığa rastlanması ve objektif ölçütlere dayanan bir yönetim sistemi kurulamaması riskleri bulunmaktadır. Bu risklere rağmen aile şirketi kavramına kötü anlamlar yüklenilmemesi gerektiği düşünülmektedir. Bunların da kendine özgü üstünlükleri bulunmaktadır<sup>26</sup>. Bu üstünlüklerin layıkıyla kullanılabilmesi için aile şirketlerinin demokratik bir ortamda bağımsız profesyonel yöneticilere kulak veren bir yapıya kavuşturulması gerekmektedir<sup>27</sup>.

Diğer taraftan, ülkemiz şartlarında bağımsızlık kavramının yönetim kurullarında yerleştirilmesinin uzun bir süreç alabileceği düşünülmektedir. Bağımsız

---

<sup>26</sup> Bazı araştırmalar borsada işlem gören aile şirketlerinin daha uzun vadeli planlar yaptıklarını, yatırımlarının geri dönüşü ve kâr için daha sabırlı olduklarını ortaya koymaktadır. Ayrıca, aile şirketlerinin diğer şirket tiplerine nazaran haiz oldukları mali, idari ve harsî üstünlüklere örnek olarak aşağıdaki sınıflandırma yönlendirici olabilir (**KobiFinans: 2005**):

- **Mali Üstünlükler:** Sermaye piyasaları gelişmekte olan ülkelerde araçların sınırlı olması nedeniyle, aile şirketleri sermaye/fon sorununu çoğunlukla kendi özkaynaklarıyla çözümlerler. Özkaynakların, sermayenin önemli bir kısmını oluşturması, dışarıda şirketi güçlü konuma getirir.

- **İdari Üstünlükler:** Sermayenin önemli bir kısmına sahip olmanın getirdiği avantajla, teknik ve idari konularda yeni yöntemler uygulamak ve yeni yatırım alanlarına yönelmek ile ilgili kararlar daha kısa zamanda alınabilir. Aile olmanın avantajlarından yararlanılarak düşünceler daha özgürce söylenebilir. Ekip sinerjisinden maksimum ölçüde yararlanılabilir. İşin yürütülmesi esnasında herhangi bir sorunla karşılaşıldığında çalışanlar (aile bireyleri) genelde birbirlerine yardımcı olurlar, eksikliklerini kapatırlar ve yapılması gerekenleri söze dökmeden icra ederler. İşletme politikasında devamlılık ve tek düzelik daha kolay sağlanabilir. Tanınmış bir aile veya işletme olmanın rakipler, tedarikçiler ve müşteriler nezdinde yarattığı olumlu intibadan da istifade edilebilir. Aile bağları kendilerini işe adanmış bir yönetim kadrosunun oluşmasını sağlar.

- **Harsî Üstünlükler:** Aile şirketlerinde güçlü bir kurum kültürünün oluşması daha kolaydır. Geçmişten gelen birliktelik, iletişim, tutum, değer ve inançlar arasında benzerlik olmasına neden olur. Bu benzeşmeler örgüt kültürünün çalışanlarca kabul oranını artırır.

<sup>27</sup> Bu yapılanmalarda yabancı uzmanlardan da yararlanılarak şirket bünyesinde kültür çeşitliliği yaratılabilir ve farklı deneyimlerle yöneticilerin ufku genişletilebilir. Bugün pek çok uluslararası şirkette yabancı yöneticiler görev almaktadır. Yapılan bir araştırmada, 1995'te Avrupa'daki şirketlerin yönetim kurullarındaki yabancı üyelerin oranı yüzde 39 iken, 1998 yılında bu oranın yüzde 60'a yükseldiği; Avrupa'daki şirketlerin yüzde 71'inde en az bir yabancı yönetim kurulu üyesi bulunduğu ifade edilmektedir (**The Conference Board: 1999**). Aile şirketlerinin yüzlerini iç dünyalarından dış dünyaya döndürmelerinde fayda görülmeyle birlikte, yabancı bir yönetici ile diğer yöneticiler arasında her zaman kan uyuşması olmayabilir.

üyelerin kendi katma değerlerini veya kurumun kendilerinden beklentilerini tam olarak anlayabilmeleri için teorik ve pratik bir eğitim sürecinden geçirilmeleri gerekmektedir. Bu kapsamda, üniversitelerle işbirliği içerisinde, yönetim kurulu üyeliğine hazırlık şeklinde eğitim programlarına Kurulumuzca faal olarak iştirak edilebilir. Sektöre söz sahibi kurum, kuruluş ve derneklerle sürekli irtibat halinde olunarak bağımsızlık kavramının yönetim kurulu üyelerine yeni bir kimlik kazandırması temin edilebilir. Ayrıca, mevcut durumda bağımsız bir yöneticinin hangi niteliklere sahip olması gerektiği hususunun muğlaklığını muhafaza ettiği de düşünüldüğünde, konuya açıklık getiren açıklayıcı hükümler ile hakim ortak tarafından idare edilen şirketlere münhasır ilave önlemler getirilebilir. Bu konuda IOSCO ve OECD tarafından gerçekleştirilmesi öngörülen çalışmaların takip edilmesinde fayda görülmektedir.

Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin menfaat sahiplerini zarara uğratmak kastıyla şirket malvarlığının azalmasına yol açacak tasarruflarda bulunamayacağı belirtilmektedir (**Bölüm III.3**). Tabiatıyla, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticileri, mevzuatta tanımlanan örtülü ve muvazaalı işlemler yapmak suretiyle kârı azaltamazlar (**Bölüm I.6.1**). Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler ile yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahipleri, ya da imtiyazlı bir şekilde çeşitli bilgilere ulaşma imkanı olan kimseler, kendileri adına şirketin faaliyet konusu kapsamında yaptıkları işlemleri kamuya açıklamalıdır (**Bölüm I.8.3**). Şirket ile pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki ilişkilerin de kamuya açıklanması ilkelerin bir gereğidir (**Bölüm II.2**). Şirket tarafından, herhangi bir yönetim kurulu üyesine ve yöneticilerine borç verilemeyeceği, kredi kullandırılmayacağı, verilmiş olan borçların ve kredilerin süresinin uzatılmayacağı, şartlarının iyileştirilemeyeceği, üçüncü bir kişi aracılığıyla şahsi kredi adı altında kredi kullandırılmayacağı veya lehine kefalet gibi teminatlar verilemeyeceği hususları ayrıca vurgulanmaktadır (**Bölüm IV.4.4**).

İlkelerde uluslararası muhasebe standartlarının uygulanması tavsiye edildiğinden, standartlar uyarınca ilişkili taraflarla olan münasebetler hakkında mali tablolarda açıklama yapılması gerekmektedir (**Bölüm II.3.1.1**). Borsa şirketlerinin Kurulumuzun Seri:XI, No:25 sayılı "Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği"nin 21'inci kısmı uyarınca ilişkili taraf işlemlerini açıklamaları gerekmektedir. UFRS'de 24 no'lu standarda tekabül eden bu uygulama IASB tarafından yürütülen iyileştirme çalışmaları sonucunda birtakım değişikliklere uğramıştır. Bunların en önemlileri ilişkili taraf tanımının genişletilmesi, devlet tarafından kontrol edilen işletmelerin kapsama dahil edilmesi ve üst düzey yöneticilere yapılan ödemelerin dipnotlarda açıklanması zorunluluğunun ilave edilmesidir. Bu değişikliklerin Seri:XI, No:25 sayılı Tebliğ'e aktarılmasında fayda görülmektedir<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde Değişiklik Yapılmasına İlişkin 07.02.2005 tarih ve 4/100 sayılı Kurulumuz kararı ile Pay Sahipleri bölümüne, "3.4.14 - Pay sahiplerine yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticilerine uygulanan ücret politikasına ilişkin görüş ve önerilerini sunma fırsatı verilir." ilkesi ilave edilmiştir. Dolayısıyla, ücretlerin mali tablo dipnotlarında açıklanmasıyla birlikte bu değişikliğin nihai amacına ulaşacağı düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ilkelerinde azınlık haklarının kullanılmasına azami özen gösterileceği belirtilmektedir. Buna göre, azınlık pay sahiplerinin yönetim kuruluna temsilci göndermelerini teminen esas sözleşmede birikimli oy kullanma yöntemine yer verilmeli ve azınlık hakları sermayenin %5'inden daha düşük bir miktara sahip olan veya olanlara esas sözleşme ile tanınmalıdır. Azınlık haklarının kapsamının esas sözleşmede düzenlenerek genişletilmesi sağlanmalıdır (*Bölüm I.5.*). Ayrıca, azınlık ve yabancı pay sahipleri dahil tüm pay sahiplerine eşit muamele edilmesi gerekmektedir (*Bölüm I.8.1.*). Yönetim kurulu üyelerinin mevzuat, esas sözleşme ve genel kurulun kendilerine yüklediği görevleri kasten veya sehven yerine getirmemeleri halinde müteselsil sorumlulukları doğmaktadır (*Bölüm IV.2.5.*).

İlkelerde, ortakların, haklarını sağlıklı olarak kullanabilmeleri için gerekli olan tam ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtan bilginin kendilerine verilmemesi halinde sorumluluk davası açabileceği belirtilmektedir (*Bölüm I.2.1.2.*). Ancak, ortaklara yöneticilerin aleyhine dava açma hakkı tanınması gerektiğine dair açık bir hüküm yer almamaktadır. Bununla birlikte, ilkelerde menfaat sahiplerinin mevzuat ve sözleşmelerle korunan haklarının ihlali halinde etkili ve süratli bir tazmin imkanı sağlanması ve yöneticilerin görevlerini gereği gibi yerine getirmemeleri nedeniyle şirketin ve üçüncü kişilerin uğradıkları zararları tazmin etmeleri gerektiği düzenlenmişken (*Bölüm III.1.1.1.*) tazminin ne şekilde yapılacağına dair herhangi bir yönlendirme bulunmamaktadır.



## II.BÖLÜM

# DENETÇİLER VE DENETİM STANDARTLARINA İLİŞKİN HUSUSLAR

### 2.1. Gündemdeki Sorunlar

Bağımsız denetim, finansal bilgilerin doğruluğunu kamu yararına tasdik fonksiyonu ve muhasebe standartları konusunda yanlış uygulamaları önleyici görevi ile kurumsal yönetim sisteminin etkin işleyişinde kilit rol oynamaktadır. Ayrıca, bağımsız denetim sürecinde elde edilen bulguların işletmenin denetim ve gözetiminden sorumlu birimleri ile paylaşılması, söz konusu birimlerin görevlerini daha sağlıklı ifa etmelerine ve işletmenin finansal raporlama sisteminde oluşması muhtemel hataların önüne geçebilmelerine yardımcı olmaktadır. Kamuya açıklanan mali tablolara şartlı veya olumsuz görüş verilebilme ihtimaline karşı işletme yönetiminin muhasebe standartlarını daha basiretli bir şekilde uygulamalarını teşvik eden bağımsız denetimin kaliteli mali tablo üretimine de önemli katkısı bulunmaktadır (Pirgaip: 2004).

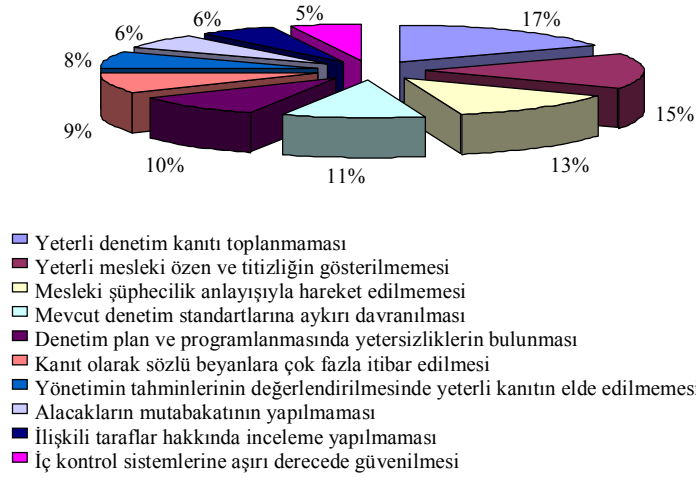
Bağımsız denetçiler tasdik ettikleri şirketlerin getirilerinden daha azıyla vazifelerini yürüten itibar kurumlarıdır. Yolsuzluktan hemen hiç pay almayıp aksine yüksek bir itibar ve hukukî sorumluluk riskine maruz kalan denetçiler bu nedenle müşterilerini sıkı denetim altında tutmakta ve yanlışlara karşı uyarılarda bulunmaktadırlar. İdeal bir ortamda, hiçbir denetçi itibarını kaybetmek pahasına yolsuzluğa karışmak istemeyeceği gibi, hiçbir şirket de piyasa yanlış algılamasını diye denetçisinin görevine son vermek istemeyecektir. Ancak, dünyanın en büyük ve köklü denetim firmalarından biri olan Arthur Andersen'in Enron skandalının ardından yok olması bağımsız denetim işlevinin kusurlu yönlerini daha fazla gözler önüne serilmesine sebep olmuştur. Nitekim, Parmalat olayının bir ayağı da denetim başarısızlığına dayandırılmıştır.

CONSOB<sup>29</sup> tarafından yürütülen soruşturmalar sonucunda, 2004 yılı sonunda Parmalat yönetim kurulu bir basın açıklaması ile bağımsız denetimden geçmiş 2003 hesap dönemine ait şirket mali tablolarında aktiflerin 3,95 milyar euro tutarında yüksek gösterildiğini<sup>30</sup> kamuya açıklamıştır. Yine yapılan incelemelerde bankalara olan borçların ve ilişkili taraf işlemlerinin de sahipsiz bir şekilde raporlanmadığı anlaşılmıştır. Bu hileli işlemlerden dolayı CONSOB Parmalat aleyhine dava açmış, bağımsız denetçileri ise denetim çalışmalarındaki kusurları nedeniyle sorgulamıştır.

<sup>29</sup> Commissione Nazionale Per Le Società e La Borsa - <http://www.consob.it/main/index.html>

<sup>30</sup> İtalyan SEC'si olarak tasvir edilebilecek CONSOB'un Parmalat nezdindeki denetimi sonucunda, şirketin mali tablolarında (ve şirket kayıtlarında Bank of America nezdinde Parmalat'ın bağlı ortaklığı olan Bonlat Financing Corporation adına mevduat olarak tutulduğu) gösterilen 3,95 milyar euro tutarındaki hazır değerlerin gerçekte olmadığı, buna ilişkin kayıt ve belgelerin sahte olduğu ortaya çıkmıştır.

ABD’de hileli raporlama yapan halka açık 45 adet şirket üzerinde yapılan bir araştırmada, söz konusu şirketlerin bağımsız denetimlerinde aşağıdaki hususların eksikliği tespit edilmiştir (**Beasley ve başkaları: 2001**).



Diğer taraftan, her ne kadar görevleri arasında muhtemel hilelerin tespit edilmesi yer alsada, denetçiler normal bir bağımsız denetimin kasti ve ince düşünülmüş yolsuzlukların tespitine özgülenmiş adli bir işlevi olmadığına işaret etmektedirler. Halbuki, denetçilerin mali tabloların kazara yapılan hatalardan âri olduğunu doğrulamaktan daha kapsamlı sorumlulukları bulunmaktadır.

Bu nedenle, sağlam denetim standartları kasti ve ince düşünülmüş hilelerin tespitindeki sınırlamaları kabullenmekle birlikte, daha basit tipteki usulsüzlüklerin yakalanabilmesi için örneğin önemli banka hesaplarının varlığının teyidini veya sermaye ve stok yeterliliğinin tespitini mecburî kılmalı; bu bağımsız teyitlerin ve kanıt toplamaya yönelik diğer testlerin dolanılmaması için yeterli önlemleri içermelidir<sup>31</sup>.

Bağımsız denetimin kusurlarının bulunduğu şirket skandallarında aşağıdakilerden en az birine rastlanmaktadır:

- 1) Yöneticilerin doğrudan müdahil olduğu ve bağımsız denetçilerin basiretli bir şekilde sürdürdüğü tüm çalışmaları suya düşürecek derecede girift yolsuzluklar,
- 2) Denetim firmalarının işletme yöneticileriyle bağlantısı bulunan sorumlu ortakları veya yöneticilerinin doğrudan müdahil olduğu ve bunlarla suç ortaklığı bulunmayan denetçiler tarafından tespit edilebilecek yolsuzluklar,

*Bağımsız denetim işlevi her büyük şirket skandalının ardından tartışılır olmuştur.*

<sup>31</sup> Uluslararası Denetim Standartları’nda (ISA) bağımsız denetimi “makul güvence” kavramı üzerine inşa edilmektedir (**FEE Paper: 2003**). Makul güvence kavramı, denetçinin mali tablolarda önemli hataların bulunmadığı kanaatine ulaşması için kendisine gereken denetim kanıtının seviyesini ifade etmektedir. Makul güvence, incelemeye konu edilen her bir alan için aranmaktadır. Ancak, denetçinin yönetimden kaynaklanan hata veya hilelerin tümünü ortaya çıkarması beklenemeyeceğinden (**Groom: 2002**), makul güvence mutlak güvence anlamına gelmemektedir. Zira, testlerin kullanılması, iç kontrol sistemlerinden kaynaklanan sınırlamaların bulunması, elde edilen denetim kanıtlarının birçoğunun kesin sonuca götürmekten ziyade ikna edici olması ve muhakemeye dayalı denetim kanıtlarından sonuç üretilmesi riskin sıfırlanmasını imkansız kılmaktadır (**IFAC Handbook: 2004**).

3) Denetçilerin genel kabul görmüş denetim standartlarını ihlal ederek yol açtıkları usulsüzlükler,

4) Denetçilerin, denetim standartlarının mali tablolara etki edecek tutarsızlıkların tespitine yeterli derecede kılavuzluk edememesi nedeniyle gösterdikleri düşük performans.

Yukarıda yer verilen sonuçlar bazen çakışarak bir arada gerçekleşebilmekte bazen de münferit olarak husule gelmektedir.

### 2.1.1. Denetçilerin Gözetimi

Denetim sektörünün düzenleyici bir otorite veya bir başka kuruluş tarafından gözetilmesi bağımsız denetim sürecinin kaliteli ve dürüst bir şekilde işlenmesini sağlayan haricî bir faaliyet olarak görülmektedir. Bazı ülkelerde bu işlev meslek örgütü tarafından yerine getirilmektedir<sup>32</sup>. Ayrıca, bazı ülkeler bu alandaki yaklaşımlarını yaşanan şirket olaylarının ışığında gözden geçirmektedir<sup>33</sup>. Benzer bir şekilde, uluslararası denetim standartlarını üreten IFAC, kendi standart oluşturma sürecinin kamu menfaatine gözetim altında tutulması için PIOB' u kurmuştur<sup>34</sup>.

Güçlü bir denetim sistemi dahi yolsuzluk ve suç ortaklığına bağlı denetim başarısızlıklarını engelleyemeyebilmektedir. Ancak, etkin icra yöntemleriyle desteklenmiş bir denetim sisteminin caydırıcı olacağı veya usulsüzlüğün derhal tespitine olanak tanıyacağı açıktır.

Konuyla ilgili bir başka mevzuu da denetçilerin uluslararası bir grup (network) olarak örgütlenmesi halidir. Bir marka altında tek bir kimlik olarak örgütlenen bu gruplar değişik ülkelerde mevcut düzenlemeler uyarınca kurulan şirketlerden müteşekkildir. Bu şirketler arasında mütemadiyen bilgi ve diğer kaynak paylaşımları

*Denetim sektörünün bir bütün olarak gözetimini sağlayan etkin bir icra sistemi kurulmalıdır.*

<sup>32</sup> Aynı zamanda TC üyelerinden olan İtalya'da denetim sektörünün denetimini düzenleyen kanun 1975 yılında yürürlüğe girmiş; buna göre, CONSOB listeye aldığı denetim firmalarının faaliyetlerini denetlemek ve bağımsızlık ve mesleki yeterlik standartlarının uygulanmasını gözetmekle yetkilendirilmiştir. Parmalat olayında da olduğu gibi, CONSOB soruşturmalarda açabilmekte, firmalara yaptırımlar uygulayabilmekte, ayrıca standart oluşturma sürecine önerileriyle katkıda bulunabilmektedir.

<sup>33</sup> ABD'de 2002 yılında yayımlanan Sarbanes-Oxley Yasası ile denetim standartlarının oluşturulması ile görevli Halka Açık Şirketler Muhasebe Denetim Kurulu (PCAOB) kurulmuştur. PCAOB'un kurulmasıyla birlikte daha önce AICPA'nın nüfuzunda bulunan denetim standardı ve ilkeleri oluşturma işlevi el değiştirmiş bulunmaktadır. PCAOB'nin görevini AICPA ve diğer muhasebe meslek örgütleri ile koordinasyon halinde yürütmesi gerekmekte olup söz konusu örgütler tarafından yayımlanan standartları kabul veya reddetme, değiştirme veya yürürlükten kaldırma yetkisine sahiptir. PCAOB, yılda belli sayıda şirketi denetleyen bağımsız denetim kuruluşlarını yıllık olarak, diğerlerini 3 yılda en az bir kere olmak üzere denetleyecektir. Yapılan denetimler ve incelemeler sonucunda, denetim raporlarının hazırlanmasında ve sunulmasında ilgili düzenlemelere uymayan bağımsız denetim kuruluşlarına ve çalışanlarına para cezası verilebileceği gibi, kayıttan geçici veya sürekli çıkarma söz konusu olabilecektir. Çalışanların bağımsız denetim firmalarında geçici veya sürekli olarak görev almamasına karar verilebilecektir. Kınama, ek eğitim alınması gibi yaptırımlar da söz konusudur. Düzenlemelere aykırı hareket edenlerden sağlanan para cezalarının zarar görenler için oluşturulacak fona aktarılması öngörülmüştür (Bkz. <http://www.pcaobus.org/>). Avrupa Komisyonu da taslak direktifinde üye ülkelerde gerekli denetim sistemlerinin teşekkülünü zorunlu tutmayı planlamaktadır. Direktifte, denetimi üstlenecek kuruluşlarda görevli denetçilerin meslek örgütünden bağımsız olmaları/ sektörde faaliyet göstermemeleri (non-practitioners) gerektiği vurgulanmaktadır (Bkz. [http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/pdf/2004/com2004\\_0177en01.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/pdf/2004/com2004_0177en01.pdf)). Bu konu Avrupa Muhasebeciler Federasyonu tarafından da destek görmektedir (Bkz. [http://www.fee.be/publications/default.asp?library\\_ref=4&content\\_ref=116](http://www.fee.be/publications/default.asp?library_ref=4&content_ref=116)).

<sup>34</sup> PIOB; IOSCO, BCBS, IAIS, Dünya Bankası ve FSF tarafından 28.02.2005 tarihinde yapılan ortak bir duyuru ile resmen kurulmuştur. 8 üyeden oluşan PIOB IFAC'ın denetimde bağımsızlık ve etik standartları; kalite kontrol ve güvence standartları ve eğitim standartlarını gözeticektir ([http://www.ifac.org/Downloads/inauguration\\_of\\_PIOB.pdf](http://www.ifac.org/Downloads/inauguration_of_PIOB.pdf)).

gerçekleşmekte ve bazıları kendi içlerinde tüm grup şirketlerini kapsayan kalite kontrol çalışmalarında bulunmaktadır.

Diğer taraftan, uluslararası düzeyde yapılan kalite kontrol çalışmalarının ve uygulanan politikaların kapsamı yerel denetim firmalarının tabi olduğu ulusal mevzuat, firmaların gruba dahil bir üyenin başarısızlığı yüzünden yüklenecekleri sorumluluğu sınırlama arzuları ve sair nedenlerle bazı kısıtlamalara maruz kalmaktadır. Hakiki bir uluslararası denetim grubunun oluşturulması bu tür engellerin ortadan kaldırılmasına bağlıdır. Ayrıca, düzenleyici otoriteler arasındaki işbirliği tüm denetim grubunun etkin bir biçimde denetlenebilmesi için önem arz etmektedir.

IOSCO'nun konuyla ilgili önemli çalışmaları bulunmakta olup bunlardan Teknik Komite tarafından 2002 yılında yayımlanan "Denetçilerin Gözetilmesine İlişkin İlkeler" raporunda<sup>35</sup> kapsamlı bir yol haritası çizilmektedir. Ayrıca, Daimi Komite 1'in<sup>36</sup> araştırmasıyla IOSCO üyesi ülkelerde söz konusu ilkelerin uygulanma seviyesi ölçülmüştür<sup>37</sup>.

### 2.1.2. Denetim Komitesinin Bağımsızlığı

Son şirket olayları bağımsız denetçinin seçimi veya konunun ortakların onayına sunumu ile denetçinin faaliyetlerinin gözetiminden sorumlu yönetimden ayrı müstakil komitelerin varlığının önemiyetine ışık tutmuştur<sup>38</sup>. Denetçilerin yönetim tarafından göreve getirilmesi ve yönetime (özellikle CEO veya CFO) hesap vermekle mükellef tutulması halinde ciddi menfaat çatışmalarına maruz kalmaları kuvvetle muhtemeldir.

IOSCO 2002 yılında denetçilerin bağımsızlığı ve denetimden sorumlu bağımsız komitelerin bu husustaki rolüne dair birtakım ilkeler içeren raporunda<sup>39</sup> aşağıdaki ifade yer almaktadır:

*"...şirketin kurumsal yönetim sisteminde, ülkede geçerli şirketler hukuku yapısına bağlı olmaksızın, bağımsız denetçinin seçimi ve denetim faaliyetinin ifasıyla ilgili süreçlerin gözetiminden sorumlu, yatırımcıların haklarına hizmet eden, yönetimden zahirî ve zımnî anlamda bağımsız bir organın bulunması gereklidir."*

<sup>35</sup>"Principles for Auditor Oversight", IOSCO Teknik Komite Açıklaması, Ekim 2002, <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>.

<sup>36</sup> TC bünyesinde faaliyet gösteren 1 no'lu Daimi Komite muhasebe, bağımsız denetim ve kamuyu aydınlatma hususlarında kendilerine verilen iş ve projeleri yerine getirmektedir. Yapılan çalışmalar neticesinde hazırlanan raporlar ve diğer belgeler, niteliğine göre TC tarafından kabul edilerek TC Belgesi veya IOSCO Başkanlar Komitesi tarafından kabul edilerek IOSCO Kararı haline gelmektedirler.

<sup>37</sup> Ölçümlere göre, ankete cevap veren IOSCO üye ülkelerinin %82'sinde bağımsız denetim faaliyetinin gözetiminden sorumlu bir veya birden fazla resmi organ bulunmaktadır. Bu oran TC üyesi ülkelerde %92, EMC üyesi ülkelerde ise %73 olmaktadır. Diğer taraftan, IOSCO üyesi ülkelerin %67'sinde bu resmi organ meslek örgütünden bağımsız olarak teşekkül ettirilmiştir <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD199.pdf>.

<sup>38</sup> Bazı ülkelerde, yönetim kurulu işletme mali tablolarının hazırlanmasından sorumluyken bağımsız denetçinin doğrudan ortaklara karşı sorumluluğu bulunmaktadır. Bu ülkelerde bağımsız denetçinin seçimi yönetim kurulu tarafından genel kurul onayına sunulmaktadır.

<sup>39</sup> "Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence," IOSCO Teknik Komite Raporu (Ekim 2002). <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD133.pdf>.

Bu ilkeye aykırı olarak, Parmalat şirketinin İç Denetim Komitesi'nin ikisi (Fausto Tonna ve Francesco Giuffredi) şirket yöneticilerinden olmak üzere özünde bağımsız olmayan üç üyeden müteşekkil olduğu görülmektedir. Soruşturmalar sonucunda, Fausto Tonna'nın şirket nezdinde gerçekleşen mali usulsüzlüklerle ilişkisinin bulunduğu anlaşılmıştır.

Şirket uhdesinde denetim işlevinin bağımsız bir organ tarafından gözetilmesi etkin bir kurumsal yönetimin olmazsa olmazlarından. Çünkü, en güçlü ve bağımsız yönetim kurulları dahi alınacak kararlara etkisi nedeniyle bir şekilde mali tabloların güvenilirliğine özel ihtimam göstermek durumundadır.

*Yönetimden bağımsız denetim komiteleri denetim işlevi üzerinde etkin bir gözetim sağlamaktadır.*

### 2.1.3. Denetim Standartlarının Etkinliği

Mevcut denetim standartlarının denetim sırasında karşılaşılması muhtemel hilelerin tespitini sağlayacak kati hükümleri içerip içermediği hususu son dönemde tartışılmakta olan konuların başında gelmektedir. Esasen hiçbir standart denetçinin bizzat taraf olduğu usulsüzlüklerin tespitinde kâfi gelmeyebilmektedir. Bu noktada düzenleyici otoritenin haricî yasal incelemeleri ve denetim şirketinin dahilî uyum sistemleri daha etkili olabilmektedir.

Özellikle sınır ötesi faaliyet gösteren şirketler için birden fazla denetim standardı mevzubahis olabilmekte ve bunlar içerdikleri hükümler açısından birbirinden ciddi biçimde farklılaşabilmektedir ki bu, muhtemel bir usulsüzlüğün tespitini çok daha zorlaştırmaktadır. Bazı ülkelerde faaliyet gösteren yabancı ihraççılar veya yabancı iştirakleri olan yerli ihraççılar mali tablolarını kendi mevzuatlarına göre denetletirmek zorundadırlar. Halbuki düzenlemeler arasında önemli farklılıklar bulunabilmektedir. Örneğin, bazı ülke standartlarına göre stok sayımına nezaret edilmesi, banka kayıtları ve alacakların teyit edilmesi ve belirli alım-satım sözleşmelerinin geçerliliğine yönelik hukukî mütalaaların temin edilmesi mecburîdir. Bu gibi mecburiyetler diğer ülke standartlarında bulunmayabilmekte veya bunlar yerine başka usûl ve yordamlara yer verilebilmektedir. Dolayısıyla, düzenleyici otoriteler yabancı denetim firmalarının çalışmalarının ulusal standart ve uygulamalarla muvazî olup olmadığını etkin olarak gözetemeyebilmektedir<sup>40</sup>.

Bugün pek çok ülkede Uluslararası Denetim Standartları'nın uygulanmasına imkân tanıyan düzenlemelerin hayata geçirilmesi planlanmaktadır. IOSCO Teknik Komite 1 no'lu Daimi Komitesi konuyla ilgili olarak IFAC ile yeni standartların geliştirilmesine yönelik istişarelerde bulunmakta ve geliştirilen standartları sürekli

<sup>40</sup> Avrupa Komisyonu'nun taslak direktifinde PCAOB ile yapılan müzakereler sonucunda varılan mutabakatların etkileri müşahede edilmektedir. Bu direktif vasıtasıyla AB ile üçüncü ülkeler arasında işbirliği sağlanarak gözetim sistemlerinin AB modeliyle eşdeğer hale getirilmesi amaçlanmaktadır. Böylece, ev sahibi ülke otoritesinin gözetim sistemine azami ölçüde itimat edilecek; denetim firmalarının diğer ülkelerde faaliyet gösterebilmeleri için mükerrer ve gereksiz birtakım idarî harcamalara (örneğin listeye alınma aşamasında) katlanması önlenecektir.

olarak değerlendirilmektedir. Mevcut ISA teyit işlemini bir zorunluluk olarak addetmemekte, ancak bu işlemin şirket varlıklarının mevcudiyetinin kanıtlanmasında bir yöntem olarak nasıl uygulanacağına ışık tutan hükümler içermektedir.

Diğer taraftan, düzenleyici otoriteler denetçilerin kapsamlı bir denetim standartları setini uygulamaları halinde dahi tespit edemeyecekleri hilelerin olabileceği tereddüdünü taşımaktadırlar. Mali usulsüzlüklerin ortaya çıkarılması ve kovuşturulması için düzenleyici otorite ve yargı tarafından derinliğine yürütülen adli incelemeler ile şirketin kendi iç soruşturmaları genelde çok zaman almakta, maliyeti yüksek olmakta ve mali tablo denetiminin ruhuna uymamaktadır.

Bu nedenle, güçlü denetim standartlarının denetçilere pek çok hileyi yakalama fırsatı tanıyabileceği genel kabul görmektedir. Denetim standardı oluşturmakla görevli kuruluşların mevcut durumda ara ve yıllık mali tabloların denetiminde hile tespitine yönelik yeni standartların geliştirilmesine olan ihtiyacı muhakeme etmelerinin sebebi budur.

*Finansal hilelerin tespitinde katı ve kapsamlı yeni denetim standartlarına ihtiyaç bulunmaktadır.*

#### 2.1.4. Denetçi Dönüşümü

Son şirket olaylarının akabinde bir çok ülkede denetçilerin bağımsızlığının garanti edilmesi ve denetledikleri şirketle aşırı yakınlaşmalarının önlenmesi için zorunlu denetçi dönüşümü uygulaması benimsenmiş veya bu konuda çalışmalar başlatılmıştır. Dönüşüm, genelde denetim dışı hizmetlere getirilen sınırlamalarla bir arada uygulandığında, denetçinin yakın bir müşterisini gücendirmemek pahasına muhtemel usulsüzlükleri görmezden gelmesine neden olabilecek menfaat çatışmalarına deva olarak görülmektedir. Bazı ülkeler (ABD) denetim çalışmasında önemli rol oynamış sorumlu ortakların belirli aralıklarla dönüştürülmesini zarurî tutmuş<sup>41</sup>, İtalya ve Brezilya gibi bazı ülkeler ise bir bütün olarak denetim ekibinin veya denetim şirketinin dönüştürülmesine daha olumlu yaklaşmıştır<sup>42</sup>.

İtalyan düzenlemeleri denetim şirketlerinin 9 yılda bir dönüşümünü gerektirmektedir<sup>43</sup>. Bu nedenle, Deloitte & Touche şirketi 1999 yılında Parmalat'ın bir önceki denetçisi Grant Thornton'un yerini almıştır. Grant Thornton ise, Parmalat'ın usulsüzlüğün ortaya çıkarıldığı iştiraki olan Bonlat dahil diğer şirket iştiraklerinin denetimini üstlenmiştir<sup>44</sup>.

<sup>41</sup> Bu sistemde denetim ekibi sabit tutularak müşteri şirketin denetimiyle elde edilen tecrübelerin zayıf olmasının engellenmesi amaçlanmaktadır.

<sup>42</sup> IOSCO tarafından 2004 yılında yapılan anket çalışmasında, ankete cevap veren IOSCO üyesi ülkelerin %63'ünde ilgili denetimle iştigal eden sorumlu ortak başdenetçinin (partner) ve/veya denetim ekibinin dönüşümü; %15'inde ise denetim firmasının dönüşümü zorunlu tutulmaktadır. Sorumlu ortak başdenetçinin (partner) ve/veya denetim ekibinin dönüşüm oranı TC üyesi ülkelerde %92 (bir tek İtalya denetim firması zorunluluğunu öngörmektedir), EMC üyesi ülkelerde ise %52 (EMC üyesi ülkelerin %21'inde ise denetim firması dönüşümü mecburidir) olmaktadır. <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD199.pdf>.

<sup>43</sup> Düzenlemenin aslı denetçilerin üç yıllığına seçilmesi ve iki defa daha seçilme haklarının bulunması şeklindedir.

<sup>44</sup> Daha öncesinde Parmalat şirketlerine Hodgson Landau Brand S.a.S. bünyesinde denetim hizmeti sunan ve 1995 yılında Grant Thornton'a transfer olan Maurizio Bianchi ve Lorenzo Penca şirket nezdindeki usulsüzlükleri bilmektedir. Bu zatlar, dönüşüm mecburiyeti nedeniyle sözleşme imzalanacak yeni denetçinin bütün usulsüzlükleri ortaya çıkaracağı endişesiyle, Cayman Adaları'nda diğer kıyı ötesi şirketlerin (Zilpa ve Curcastle) hayali varlıklarından müteşekkil Bonlat firmasının kurulmasını



Çokuluslu şirketlerin yurtdışı iştiraklerinin denetiminin ilgili ülke mevzuatına göre faaliyet gösteren denetim firmaları tarafından yürütülmesi konunun bir başka yönüdür. Parmalat olayında, kanunların yalnızca İtalyan şirketlerinin denetçilerinin dönüşümünü mecburî kılması nedeniyle Parmalat şirketinin yurtdışı iştirakleri dönüşüm kapsamı d ışında kalmıştır. Dolayısıyla, Grant Thornton şirketin iştiraklerinin denetçisi olmaya devam etmiştir.

Denetçi dönüşümü şirketle kurulan yakın ilişkilerin suiistimalini önleyen bir sistemdir.

### 2.1.5. Çokuluslu Şirketlerin Sınır Ötesi Faaliyetleri ve Çok Başlı Denetim Yapısı

Birden fazla ülkede iştiraki olan şirketler, iştirak mali tablolarının denetimi için genellikle o ülkede faaliyet gösteren denetim firmalarıyla sözleşme imzalamaktadır. Bunun bir nedeni de yerel mevzuatın denetimin o ülkede ruhsatlı firmalar tarafından yapılmasını zorunlu kılmasıdır. Denetim firmaları aynı grubun üyesi olmalarına ve bu üyeliğin kisvesi altında tek bir kurumsal yapı altında birleşmiş firmalar olarak faaliyet gösterebilir de hukuken ayrı tüzel kişilikleri haiz müstakil şirketlerdir. Diğer taraftan, konsolidasyon işleminin bir gereği olarak ana ortaklığın mali tablolarında farklı denetim firmaları tarafından denetlenen bilgilerin yer alacağı tabiidir. Bunun sonucunda, ana ortaklığın denetçisinin fiilen denetlemediği şirketlere ait bilgilerin doğruluğu ve güvenilirliği üzerinde kafa yorarak bir karara varması zarureti ortaya çıkmaktadır. Bu noktada, yerel denetçinin başarısızlığının genel denetçi tarafından tespit edilememesi riski husule gelmektedir.

Denetim standartlarını üretmekle iştigal eden organlar bu riskin ortadan kaldırılması için iki yaklaşım geliştirmişlerdir. Bunlardan ilki, ana ortaklık denetçisinin bir bütün olarak grubun mali bilgilerinin doğruluğundan sorumlu tutulmasıdır. Diğer yaklaşım ise, grup şirketlerinin denetiminden mesul denetçilere kendi çalışmalarıyla mahdud olmak üzere bu sorumluluğun devredilmesidir<sup>45</sup>.

Esasen her iki yaklaşımın da kendine özgü fayda ve zararları bulunmaktadır. Birinci yaklaşım ana ortaklık denetçisinin iştirak denetçilerinin çalışmalarının kalitesine odaklanmasını teşvik etmektedir. Böylece ana denetçi yerel denetçiyi her daim kontrol altında tutabilecek ve gerektiğinde iştiraklerini başarısız denetçilere teslim eden şirketlerle sözleşme imzalamaktan imtina edebilecektir. Ancak, yerel denetçinin başarısızlık riskinin azaltılmasından ziyade katlanılan ilave riske karşılık ana denetçinin ücretinde önemli bir artış yaşanabilecektir. Ana denetçi daha katı bir kontrol için, varsa ilgili ülkede ruhsatlı şubesinin müşteri şirketin iştirakine atanmasını talep edebilir. Bu da muhtemelen yerel denetim sektöründeki rekabeti azaltacak ve denetim ücretini artıracaktır. Ayrıca, her ne kadar bütün sorumluluk

önermişlerdir. Böylece, Grant Thornton'un, bir bakıma kendi kurduğu (Parmalat: Thornton registrò Bonlat, Ansa/Bloomberg, 13 January 2004, interview with Ian Johnson, partner of Grant Thornton), Bonlat'ı denetlemesi sağlanmış ve şirket grubun borç ve zararlarının 2003 sonuna kadar gizlendiği bir çöp kutusu haline gelmiştir.

<sup>45</sup> Avrupa Birliği içerisinde 8'inci Şirketler Hukuku Direktifinde yapılması öngörülen değişiklikler arasında ana ortaklık denetçisinin konsolide mali tabloların doğruluğundan sorumlu tutulması yer almaktadır. Diğer ülkeler ise, her iki yaklaşımla da kaliteli bir denetimin gerçekleştirilebileceği görüşündedir.

kendisinde olsa da, ana denetçi halihazırda denetimi fiilen icra etmediğinden yerel denetçinin çalışmalarının kalitesi, iç kontrol sistemi veya yerel denetim standartları hakkında yeterli önlemler alamayabilecektir. Etkin bir kontrol sağlamadan fiilî denetimi yapan yerel denetçinin sorumluluğunu olduğu gibi ana denetçiye kaydırmak denetimin kalitesine olumsuz etki edebilecektir.

İkinci yaklaşımda ise ana denetçinin fiilen yürütmediği denetimin sorumluluğunu yerel denetçiye bırakması sonucunda denetim daha ucuza mâl olacaktır. Ancak, burada yatırımcıların yerel denetimin ana denetçinin standartları ölçüsünde kaliteli olmayabileceği hususunda bilgilendirilmesi ve mali tabloların güvenilirliğini ilgilendiren bu bilgi nedeniyle oluşabilecek tereddütlerini hisse senedi fiyatına yansıtılmalarının sağlanması gereklidir. Yatırımcıların aydınlatılmasına yönelik bu zorunluluk şirketin iştiraklerini denetleyen firmaların kalitesini sıkı gözetim altında tutmasını teşvik edebilecektir. Diğer taraftan, sorumluluğun fiilî denetçide olması daha adil bir yaklaşım olarak görülse de, yurtdışında çok fazla iştiraki bulunan bir şirketin mali tablolarındaki bilgilerin önemli bir kısmı ana denetçi tarafından denetlenemeyecektir. Ayrıca, yatırımcıların denetim kalitesindeki değişkenliğin oluşturduğu belirsizliği hisse senedi fiyatına doğru bir şekilde yansıtıp yansıtamayacağı da müphemdir.

Bir önceki bölümde de belirtildiği gibi, Parmalat şirketinin ana denetçisi Deloitte & Touche firması şirket faaliyetlerinin yalnızca yarısına yakınının bilgisinden sorumluyken, diğer önemli kısma ilişkin bilgilerin güvenilirliğini Grant Thornton firmasının çalışmalarına dayandırmak durumunda kalmıştır.

*Çokuluslu şirket denetimlerinde sorumluluğun paylaşılması veya tek elde toplanması seçenekleri bulunmaktadır.*

### 2.1.6. Denetim Sektöründe Temerküz

Mevcut durumda çokuluslu büyük şirketler tarafından rağbet gören yalnızca dört büyük denetim firması bulunmakta olup bunların Deloitte Touche Tohmatsu, PricewaterhouseCoopers, KPMG ve Ernst & Young olduğu bilinmektedir. Bir araştırmada, ABD halka açık şirketlerinin %78'inin bu şirketler tarafından denetlendiği anlaşılmıştır (GAO: 2003). Sektördeki bu hızlı temerküz birleşme<sup>46</sup> ve dağılımların<sup>47</sup> bir mahsûlüdür. Konunun denetimin kalitesine olan etkisi henüz bilinmemekle birlikte az sayıda firmanın daha düşük rekabet seviyesi ve denetim kalitesini beraberinde getireceği ileri sürülebilir<sup>48</sup>. Ayrıca, yeni düzenlemelerin rekabet üzerindeki etkisi de meçhuldür. Danışmanlık hizmetlerinin denetim hizmetiyle bir arada verilmesi sonucunda şirketlerin katlandığı denetim maliyetleri sınırlandırılmış, ancak bu, rekabet açısından danışmanlık kolu olmayan dört büyük

<sup>46</sup> Deloitte Touche Tohmatsu 1947, 1952, 1960, 1969 ve 1990 (<http://www.deloitte.com>); PricewaterhouseCoopers ise 1957, 1990 ve 1998 (<http://www.pwc.com>) tarihlerinde gerçekleştirilen birleşmelerle günümüze ulaşmışlardır .

<sup>47</sup> Waste Management Inc. kârını 5 yıl boyunca toplam 1.43 milyar \$ yüksek göstermiş ve bağımsız denetçi Arthur Andersen LLP (AA) sorumlu bulunarak 227 milyon \$'lık para cezasına çarptırılmıştır. AA'nın ismi Sunbeam Corporation'un denetiminde de hileli raporlamaya karışmış, söz konusu kuruluş 2001 Nisan ayında bu defa 110 milyon \$ ceza ödemiştir. Enron ve sonrasında dünyanın önde gelen iletişim şirketlerinden WorldCom Inc.'nin kârının 9 milyar \$ yüksek gösterilmiş olduğunun anlaşılması üzerine AA'nın itibarı tamamen yok olmuş ve kuruluş faaliyetlerine son vermiştir (Tanlu ve başkaları: 2003).

<sup>48</sup> Ekonomistler kendi aralarındaki tartışmalarda bu tezi çürütücü iddialarda bulunmaktadır. Otomotiv ve havayolu sektöründe az sayıda rekabetçi üretim şirketi bulunmasına rağmen aralarında oldukça keskin bir rekabet yaşanmaktadır.



firma haricindeki firmaların aleyhine olmuştur. Diğer taraftan, 2002 yılında, ABD’de danışmanlık ve vergi hizmetlerinin denetimle beraber sunulması yasaklanmıştır. Aynı dönemde, Grant Thornton gibi diğer küçük denetim firmaları Arthur Andersen’in çöküşünü müteakip bazı müşterileri kazanabilmişlerdir.

Parmalat’ın denetçilerinden Grant Thornton’un son dönemde dört büyük haricindeki denetim firmalarının uluslararası alanda yaşama şansını temsil etmesi nedeniyle hassas bir konumu bulunmaktadır. Nitekim, Parmalat olayında mezkur firmaya atfedilen başarısızlıkların, küçük denetim firmalarının, dünya şirketlerinin veya bunların yurtdışı iştiraklerinin denetimi için yeterli kaynağa veya grup denetiminin kalitesini gözetecek etkinlikte iç kontrol sistemlerine sahip olmadıkları kanaatini uyandırmak suretiyle, rekabet edebilirliklerini zedeleme ihtimali düşündürücüdür.

*Denetim sektöründe temerküzün ulaştığı boyutların muhtemel etkileri tartışılmaktadır.*

## 2.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat

IOSCO’nun denetçilerin gözetimi mevzuunda önemli çalışmaları bulunmaktadır. TC tarafından 2002 yılında yayımlanan Bölüm 2.1.1.’de belirtilen raporda denetçilerin denetimin firma içinde, meslek örgütleri aracılığıyla ve devlet eliyle olmak üzere muhtelif kademelerde yürütülmesi gerektiği ifade edilmektedir. Raporda ayrıca denetim firmaların kamu menfaatine hizmet veren kurumların gözetimine tabi olması zarureti vurgulanmaktadır. Böyle bir kurumun denetim firmalarının işin mühim taraflarıyla ilgili kalite kontrol çalışmalarını muntazam bir şekilde gözden geçirmesi gereklidir.

IOSCO, denetimden sorumlu bağımsız komitelerin önemine ithafen çalışmalar da yürütmüş olup Bölüm 2.1.2.’de buna örnek teşkil eden güncel bir rapordan iktibas edilmiştir.

Diğer taraftan, IOSCO üyesi ülkelerde denetim standartları ananevî olarak düzenleyici otoriteler veya meslek örgütleri tarafından oluşturulagelmıştır. Ancak, bugün pek çok ülkede ulusal standartlar terk edilerek Uluslararası Denetim Standartları’nın uygulanması zorunlu tutulmaya başlamıştır. Bu standartların üreticisi IFAC muhtemel tereddütleri yok etmek amacıyla standart oluşturma süreci ve kendi bağımsız yapısını geliştirici çalışmalar yapmaktadır<sup>49</sup>. IFAC ile sermaye

<sup>49</sup> ISA, farklı ülkelerin ulusal denetim standartlarının IAASB bünyesinde harmanlanması ve söz konusu standartların farklılaşan noktalarının arıtılması sonucunda türetilen standartlar olması sebebiyle, genel kabul görmüş denetim standartlarını en iyi şekilde temsil etmektedir. Ancak, uluslararası nitelikteki pek çok düzenleme gibi söz konusu standartların da kanunî bağlayıcılıklarının olmaması (Kerwer: 2003) ve bu durumun IFAC’in konumunu zayıflatması (Thirkell-White: 2003) eleştiri konusu yapılmaktadır. Konuya ilişkin olarak, ulusal otoritelerin düzenlemeleri katı hukukun bir parçası olup kanunî bağlayıcılığı bulunmakta; uluslararası otoritelerin düzenlemeleri ise ulusal düzeyde hukuk sistemine adapte edilmedikçe esnek hukuk olarak kalmaktadır. Bu nedenle, uluslararası standartların ulusal seviyede uygulanmasının şart koşulması kolay bir süreç olmamaktadır. Kuşkusuz beklenen uygulama seviyesine ulaşılmadığı sürece, sürekli olarak daha teknik, kaliteli ve rafine standartların geliştirilmesinin yeterli olmayacağı açıktır (Hussey: 1999). Diğer taraftan, her ne kadar kanunî bağlayıcılıkları bulunmasa da, ilkeler ve etik değerler bütününe içermesi nedeniyle, uluslararası standartların politik ve manevî bağlayıcılıkları vardır (Honkanen ve başkaları: 1998). Örneğin bir ülkede uluslararası standartların uygulanmasının söz konusu olması halinde, uygulamayı teşvik edici resmî ve gayri resmî saikler harekete geçmektedir (Imala: 2002). Resmî saikler, devlet nezdinde, bir otoritenin belirli bir program dahilinde kayda değer bir aşama kat etmesi gerekliliği hâlinde oluşmaktadır. Gayri resmî saikler ise, piyasa nezdinde, katılımcıların uluslararası standartlara uyumun faydaları ve risklerine ilişkin değerlendirmeleri sonucunda

piyasası, bankacılık ve sigortacılık otoriteleri ve sektör temsilcileri arasındaki sıkı itilâfın ateşlediği bu çalışmalar sonucunda ISA'nın yerel uygulamaları şekillendiren standartlar üstü bir yapıya kavuşması mümkün olabilecektir. Bölüm 2.1.3.'te IOSCO ve IFAC işbirliğine yer verilmektedir.

Mevcut durumda muhtelif ülkelerdeki denetim standartları denetçi dönüşümü ve çokuluslu şirketlerin çok başlı denetim yapısı ile ilgili hükümleri içermeye başlamıştır. Sektördeki temerküz ile ilgili olarak ise TC 1 no'lu Daimi Komite tarafından yapılan çalışmada temerküzün artabileceğine yönelik sonuçlar ortaya çıkarılmıştır. Ancak, bu konuda herhangi bir denetim standardı geliştirilmesine gerek bulunmamıştır<sup>50</sup>.

2004 yılı içerisinde IOSCO'nun diğer uluslararası örgütlerle gerçekleştirdiği işbirliği sonucunda; dünya genelinde, bağımsız denetim faaliyetinin düzenlenmesi ve gözetilmesine ilişkin yapılanmaların ortaya konabilmesi amacıyla TC ve EMC tarafından kapsamlı bir anket hazırlanmıştır<sup>51</sup>. 2004 yılı itibariyle mevcut durumun tespitine yönelik olarak hazırlanan söz konusu anketin bir diğer amacı da, bağımsız denetim faaliyetinin gözetimine ilişkin yürürlükteki düzenlemelerin TC tarafından konuyla ilgili olarak daha önce geliştirilen ilkelere<sup>52</sup> uyum seviyesinin belirlenmesidir. Söz konusu anket sonuçlarına özetle aşağıda yer verilmektedir;

- TC'ye üye ülkelerin büyük bir kısmında; EMC'ye üye ülkelerin ise belirli bir kısmında konuyla ilgili IOSCO ilkelerine uyumlu düzenlemeler bulunmaktadır,
- Bağımsız denetim faaliyetinin düzenlenmesi ve gözetilmesi konusunda üye ülkeler tarafından farklı yaklaşımlar, yapılanmalar ve yöntemler benimsenmektedir. Gözetim yapıları ile kalite kontrol süreçlerinin IOSCO ilkelerin tümünü ihtiva edecek derecede oluşturulması hususunda büyük çaba gösterilmelidir.

---

ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede, ISA'nın dünya çapında uygulanabilmesinin, ulusal düzeyde katı hukuk yanlısı hükümetlerin hukukî ölçütleri ve politik baskıları ile düzenleyici otoritelerin ve piyasanın ISA'nın ülkenin global finans sistemindeki konumunu güçlendirmesine olan inançları arasındaki hassas dengenin ikincisin lehine bozulmasına bağlı olduğu anlaşılmaktadır.

<sup>50</sup> 2003 yılında, Sarbanes-Oxley Yasası uyarınca GAO tarafından temerküz ile ilgili bir çalışma yayımlanmıştır. Bu çalışmada temerküz sonucunda rekabetin bozulduğuna dair herhangi bir ipucuna rastlanılmadığı belirtilmekle beraber, meslekte meydana gelen değişikliklerin gelecekte özellikli endüstrilerde faaliyet gösteren şirketlerin denetimini üstlenen firmalar arasında rekabet sorunu yaratabileceği ifade edilmektedir. Mevcut araştırmalarda denetim ücretleriyle temerküz arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır. GAO ise denetim ücretlerinin artmaya başladığını ve uzmanların bu artış eğiliminin temerküzle paralel olarak süreceğini düşündüklerini vurgulamaktadır. Denetim kalitesi ve bağımsızlık ile temerküz arasında ise herhangi bir ilişki bulunmadığına dair sağlam kanıtlar ileri süren araştırmalar bulunmaktadır. GAO küçük denetim firmalarının personel, teknik kapasite, endüstriyel bilgi, sermaye, itibar ve erişim ağı yetersizlikleri nedeniyle piyasaya girişte önemli engellerle karşılaştıklarını ileri sürmektedir. Sonuç olarak, piyasa dinamiklerinin en büyük dört denetim firmasının (Big 4) büyümesine yol açmayacağı; ancak, bazı büyük firmaların sayısında azalma yaşanabileceği belirtilmektedir. <http://www.gao.gov/new.items/d03864.pdf>.

<sup>51</sup> Ankette, ilgili yasal düzenlemelerin yanı sıra denetçilerin yetkilendirilme şartları, mesleki yeterlikleri ve eğitimleri, denetim çalışmalarının kalite kontrolüne yönelik eş denetimleri ve bağımsız inceleme, teftiş ve cezalandırma esasları ile denetçinin çalışmalarının denetimden sorumlu komiteler, teftiş kurulları veya benzeri gruplar tarafından gözetimi ve denetimine ilişkin hususlar inceleme konusu yapılmıştır. Gözetim organlarının yapıları, nüfuzları, yetkileri ve gelirleri ayrıca incelenmiştir. Bu ankette yer verilen istatistikî verilerin bir kısmını önceki bölümlerde yer verilmiş bulunmaktadır.

<sup>52</sup>a) "Principles for Auditor Oversight", IOSCO Teknik Komite Açıklaması, Ekim 2002, <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>.

b) "Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence", IOSCO Teknik Komite Açıklaması, Ekim 2002 <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD133.pdf>.

- IOSCO ülkelerinin hemen tamamında denetçilerin davranışları ve denetim mesleğinin gözetimine ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır.
- Birçok ülkede denetçilerin gözetimini sağlayan resmi bir kurum bulunmakla birlikte, söz konusu kurumlar, sahip oldukları yetki, nüfuz ve gelir kaynakları, faaliyet kapsamaları, meslek örgütlerinden bağımsızlık seviyeleri ve kamu gözetiminin sıklığı açısından ülkeden ülkeye farklılaşmaktadır.
- Denetçilerin eğitim altyapıları, meslek içi eğitimleri ve diğer nitelikleri gerek dünya genelinde gerekse ülke içerisinde ciddi şekilde farklılaşabilmektedir.
- Borsa şirketlerine ilişkin denetim çalışmalarının gözetimi hakkındaki düzenlemeler arasında önemli ölçüde farklılık bulunmaktadır.
- Yürürlükteki denetim standartları ulusal standartlar ve IAASB tarafından yayımlanan ISA'lerden müteşekkildir. TC'ye üye ülkelerin birçoğunda ulusal standartlar geçerliyken, EMC'ye üye ülkelerde ise genellikle ISA kullanılmaktadır. Diğer taraftan, ulusal standartların bir kısmı halihazırda ISA esas alınarak oluşturulmuştur.
- TC'ye üye ülkelerde, kimi zaman eş denetimine (denetim kuruluşunun çalışmalarının bir başka denetim kuruluşu tarafından incelenmesi) ilave olmak üzere, sıklıkla denetim çalışmalarının bağımsız kalite kontrolü (denetim çalışmalarının meslek örgütünden olmayan bir oluşum tarafından incelenmesi) yapılmaktadır. Diğer taraftan, bir çok ülkede yapılan kalite kontrol düzenlemeleri eş denetimi sistemine dayandırılmaktadır.
- Pek çok ülkede, denetim performansı ve etik uygulamalara ilişkin incelemeler ile cezai yaptırımlar meslek örgütüne tabi birey veya kurumların onayına veya bilgisine sunulmaksızın, gözetim otoritesi tarafından yerine getirilmektedir.
- Denetim çalışmalarının borsa şirketlerinin kurumsal yönetim organları (denetim komitesi, teftiş kurulları vb.) tarafından gözetimine ilişkin hükümler önemli ölçüde farklılaşmaktadır.

### 2.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler

Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bağımsız denetim işlevinin önemi muhtelif hükümlerde vurgulanmaktadır. Öncelikle bağımsız denetim kuruluşları ve bu kuruluşlarda istihdam edilen denetim elemanlarının bağımsızlığı esastır (**Bölüm II.4.1.**). Bağımsız denetim kuruluşları belirli aralıklarla dönüşüme tabi tutulur (**Bölüm II.4.2.**). Bağımsız denetim faaliyeti ile danışmanlık faaliyetleri birbirinden ayrılır (**Bölüm II.4.3.**).

Sermaye piyasasında bağımsız denetim hakkında aslî ve talî düzenlemeler SPK'nın 16, 22/(d) ve 22/(e) maddelerine dayanılarak yürürlüğe konulmaktadır. Kurulumuzun Seri:X, No:16 sayılı "Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliği" uyarınca, bağımsız denetim kuruluşları, şirketlerin kamuya açıklanacak mali tablolarının, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygunluğu ile bilgilerin doğruluğunun ve gerçeğe uygunluğunun, denetçileri vasıtasıyla denetim ilke ve kurallarına göre, defter, kayıt ve belgeler üzerinden incelenmesinden ve tespit edilen sonuçların rapora bağlanmasından sorumludur.

Kurulun sorumluluğu ise, kamu menfaatine, denetçilerin meslekî yeterliğe sahip olmasını, faaliyetlerinde bağımsızlığın, tarafsızlığın, bütünlüğün sağlanmasını ve hatalı uygulamalara karşı müeyyidelerle cezalandırılmasını hükme bağlayan bir düzenleme sistemi ile bu sisteme uygunluğun kontrolü amacıyla etkin bir gözetim ve denetim mekanizmasının oluşturulmasıdır. Bu sorumluluk ışığında Kurul, bağımsız denetim faaliyetinde bulunmak isteyen kuruluşların başvurularını değerlendirip sonuçlandırmakta ve bağımsız denetim kuruluşları nezdinde kalite kontrol çalışmaları yürütmektedir.

Bağımsız denetçiler, Kurul tarafından sermaye piyasasında “olması gereken” yeni düzenlemelerin uygulayıcısı konumundaki işletmeleri yönlendirmekte, bu işletmelerin uygulama sorunlarıyla birebir iştigal ederek “olan” hakkında daha fazla bilgi elde etmektedir. Kurul, “olması gereken” ile “olan” arasındaki farkı en aza indiren standartların oluşturulması ve ilgililerin katkısının daha verimli hale getirilmesi amacıyla, düzenleme sürecinde, güven ilişkisi esasına dayalı işbirliği sağlanmasına önem vermektedir. Bazı ülkelerde, bu işbirliği gözetim otoritesi ile bağımsız denetçiler arasında düzenli aralıklarla yapılan toplantılara dayanmakta olup bu toplantılarda karşılıklı ilgi alanına giren konularda bilgi verilmekte ve incelenecek alanlar ile işin zamanlamasına özel önem tanınmaktadır. Ülkemizde ise, yeni bir düzenlemenin yürürlüğü öncesinde fikir alışverişleri yapılmakta veya sonrasında uygulama sorunlarının çözümü müzakere edilmektedir.

Diğer taraftan, Kurulun sermaye piyasasının istikrarına ilişkin nosyonu ile bağımsız denetçilerin “işletmenin sürekliliği” ve “sosyal sorumluluk” nosyonunun birbirini tamamladığı ileri sürülebilir. Denetçilerin, işletmelerin mali yapılarında oluşan zafiyetler ile yönetimin hatalı ve hileli uygulamaları hakkında görüş bildirerek üstlendikleri “erken uyarı” işlevi, Kurulun gerekli tedbirleri zamanında alabilmesine imkan tanımaktadır.

Bu çerçevede, işletmelerin mali durumları, organizasyonları ve faaliyetleri ile yakından ilgili bir mali tablo kullanıcısı olan Kurul, bağımsız denetimi en önemli kamuyu aydınlatma araçlarından biri olarak görmektedir.

## **1. Denetçilerin Gözetimi**

Sermaye piyasasında bağımsız denetim faaliyetinin gözetiminde eş denetimi (peer review) sistemi yerine uygulanan Kurul’un kendi denetim sistemi bazı fayda ve eksiklikleri bir arada barındırmaktadır.

Başta ABD olmak üzere pek çok ülke tarafından eş denetimi<sup>53</sup> sisteminin başarısız olduğunun belirtildiği; bağımsız denetim faaliyetlerinin denetim ve gözetiminin bağımsız, düzenleme, denetleme ve yaptırım yetkisi bulunan, kamu yararı için çalışan bir kurum tarafından yapılması gerektiğinin benimsendiği bir

---

<sup>53</sup> Peer Review ABD’de yaygın olarak kullanılmakta olup esas olarak bir kuruluşun denetimini gerçekleştiren bağımsız denetim kuruluşunun denetim süreci ve raporlarının diğer bağımsız denetim kuruluşlarının denetçilerinden oluşan bir denetim ekibi tarafından incelenmesidir.

ortamda<sup>54</sup>, Kurulumuza tabi bağımsız denetim kuruluşlarının ve bağımsız denetçilerin gözetim ve denetiminin uzun yıllardır bizzat Kurulumuz tarafından yerine getiriliyor olması önerilen sistemin gerektirdiği şartlara Kurul düzenlemelerinin çok önceden uyum gösterdiğine bir işarettir. Zira, bu durum muhtemel çıkar çatışmalarının da önüne geçerek bağımsız denetim mekanizmasının kalitesini artırmaktadır. Ayrıca, borsa şirketlerinin tamamına yakını 4 büyük denetim firması paylaştığından eş denetimi sisteminin uygulanması sınırlı sayıda firmanın birbirini denetlemesini gerektirecek ve muhtemelen aralarında husumet çıkmasını diye usulsüzlüklere göz yumulabilecektir.

Ancak, mevcut gözetim sisteminin Kurula fazladan maliyeti (iş gücü ve diğer maliyetler anlamında) olduğu göz ardı edilmemelidir. Bağımsız denetim firmalarının çalışmalarının kalite kontrolünü yapan personel sayısı oldukça kısıtlıdır. Aynı ekip bu görev dışında denetim standardı oluşturmak, olağan iş akışı çerçevesinde idarî vazifeleri yerine getirmek, mütalaalar hazırlamak vb. pek çok faaliyeti bir arada sürdürmek durumundadır. Son üç yılda artan iş yükü nedeniyle yalnızca 15 kalite kontrol çalışması yapılmıştır. Anılan dönemde ortalama 80 kuruluşun listede yer aldığı ve ortalama uzman sayısının 5 olduğu düşünüldüğünde inceleme sayısının bir zorunluluk olarak kısıtlı kaldığı görülmektedir. Ayrıca, yapılan incelemeler rutin formatta olmayıp ekseriyetle gelen şikayetler üzerine yürütülmüştür. Halbuki, örneğin PCAOB'nin rutin incelemelerle ilgili kıstasları bulunmaktadır. Buna göre, 100'den fazla ihraççının denetimini üstlenen firmaların her yıl, 100'den az denetim yapan firmaların ise her üç yılda bir kalite kontrolden geçirilmesi mecburîdir<sup>55</sup>. Mevcut koşullarda Kurulumuzca bağımsız denetim firmalarının belli kıstaslara göre rutin denetimden geçirilmiyor olması sektörde eğilimlerin ne yönde olduğuna yönelik bilgilerin de temin edilememesine neden olmaktadır.

Sermaye piyasamızda uluslararası bir denetim grubunun parçası konumunda denetim firmaları bulunmaktadır. Bu firmalar güncel düzenlemelere daha kolay intibak edebilmekle birlikte, yurtdışından ithal ettikleri denetim programları, bilgisayar teknolojileri vb. know-how ürünlerinin ülkemiz mevzuat yapısına uydurulması aşamasında çeşitli maliyetler oluşabilmektedir. Dolayısıyla, standartların uygulanmasında muhasebe hatalarına sebebiyet veren teknik sorunlarla karşılaşabilmektedir. Yine, bu gruplardan bazıları kendi içlerinde tüm grup şirketlerini kapsayan kalite kontrol çalışmalarında bulunmaktadır. Bu çalışmalar özellikle gruba ait birden fazla firmanın aynı şirketin mali tablolarına etki ediyor olması (aynı gruba ait X firmasının şirkete bağımsız denetim; Y firmasının ise

---

<sup>54</sup> Enron olayından sonra, SEC'nin en fazla üzerinde durduğu konu, bağımsız denetimin gözetiminin yetersizliği olmuştur. SEC yine bağımsız denetimin kalite kontrolünün özel sektör tarafından yapılmasını istemekle birlikte, denetimi yürütecek birimin bağımsızlığına imkan verecek düzenlemeleri öngörmektedir. PCAOB bu hususu gözetmek üzere kurulmuştur. TC tarafından ise, bağımsız denetim kuruluşlarının ve bağımsız denetçilerin gözetim ve denetimine ilişkin yürütülen bir çalışma sonucunda, bazı üye ülkeler tarafından "peer review" sisteminin başarısız olduğunun raporlanması nedeniyle; bağımsız denetim faaliyetlerinin denetim ve gözetiminin muhasebe mesleğinden bağımsız, düzenleme, denetleme ve yaptırım yetkisi bulunan, kamu yararı için çalışan bir kurum tarafından yapılmasının gerekliliği benimsenmiştir. Mevcut durumda AB'de denetim çalışmalarının düzenleyici otorite tarafından yürütülen kalite kontrol çalışmalarıyla denetlendiği bir gözetim sistemi ile denetim çalışmalarının başka bir bağımsız denetim kuruluşu tarafında gözden geçirildiği bir eş denetimi sistemi olmak üzere iki çeşit kalite güvence sistemi uygulanmaktadır.

<sup>55</sup> İnceleme prosedürleri için bkz. [http://www.pcaobus.org/Rules/Docket\\_006/Release2003-019.pdf](http://www.pcaobus.org/Rules/Docket_006/Release2003-019.pdf).

değerleme hizmeti vermesi vb.) halinde ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının önlenmesi açısından önem arz etmektedir. Mevcut sistemde Kurulumuz söz konusu kalite kontrol çalışmalarının sonuçlarından haberdar olmamaktadır. Bu alanda uluslararası işbirliğinin geliştirilmesinde fayda görülmektedir.

## 2. Denetim Komitesinin Bağımsızlığı

Kurulumuzca 2002 yılında Sarbanes-Oxley Yasası'na uyum sağlamak amacıyla, iç kontrol sisteminin etkinliğini, finansal raporlamanın güvenilirliğini, faaliyetlerin mevzuata ve kurumsal yönetim ilkelerine uygunluğunu gözetmek üzere, ilk etapta hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıklarda yönetim kurulu tarafından kendi üyeleri arasından seçilecek üyelerden oluşan denetimden sorumlu komite kurulması yönünde düzenleme yapılmıştır.

Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde de finansal ve operasyonel faaliyetlerin sağlıklı bir şekilde gözetilmelerini teminen denetimden sorumlu komite kurulması bir öneri olarak yer almaktadır (*Bölüm IV.5.6.*). Konuya ilkelerde öneri olarak yer verilmesi yukarıda bahsedilen düzenlemeyle çelişmemektedir, zira ilkeler başta halka açık şirketler olmak üzere, özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilecek üslupta hazırlanmıştır. İlkelerde ayrıca denetimden sorumlu komite ile yönetim kurulu ve iç-dış denetçiler arasındaki münasebetin düzeyi belirlenmekte, komitenin görev ve sorumluluklarına yer verilmektedir.

Mezkur düzenlemelerde denetimden sorumlu komite üyelerinin mali tablo bilgilerini yorumlayabilmeleri, işletmenin içinde bulunduğu sektör hakkında bilgi sahibi olmaları gerektiği vb. niteliksel hususlara ayrıntılı olarak yer verilmediği görülmektedir. Uygulamada sorunlar yaratabilecek olan konunun çözümü için yönlendirici açıklamalarda bulunulmasında fayda görülmektedir.

Denetim ücreti konusunda sektörde haksız rekabete varan uygulamalar kuruluşların gelir düzeyine de etki etmektedir. Konuya ilişkin olarak, müşteri şirketlerin denetim hizmeti için düşük bir maliyete katlanma niyeti ile denetim kuruluşunun iş alma hırslının birleşmesi sonucunda, fiyat kırma politikası nedeniyle alınan düşük denetim ücretleri sektörde kaliteli insan gücü muhafaza etmeye yetmeyebilmektedir. Dolayısıyla bağımsız denetim firması seçilirken fiyat kriteri ile birlikte, denetim hizmetini layıkıyla yerine getireceğine inanılan, sorumluluklarının bilincinde olan ve bu hizmeti tüm menfaat gruplarının çıkarlarını gözeterek en iyi bir biçimde sunacağı düşünülen, bilgi ve deneyimi yüksek, mesleki ve ahlaki kurallara sadık firmaların araştırılması gereklidir. Denetimden sorumlu komitelerin bağımsız denetim şirketini sadece fiyata bakarak seçmesi durumunda bağımsız denetimin işlevi ve yararı ortaya çıkmayacaktır. Mevcut Kurulumuz düzenlemelerine göre denetim ücretinin piyasa rayicinden bariz farklılıklar göstermesi bağımsızlığın ortadan kalktığına delalettir. Bu hükme işlerlik kazandırılması ve denetimden sorumlu komitelerin konuya yaklaşımının tespit edilmesi için müşteri şirketlerle imzalanan denetim sözleşmeleri üzerinden istatistikî ücret analizleri yapılması ve

bağımsız denetim firmalarına ödenen ücretlerin en azından borsa şirketleri tarafından kamuyla paylaşılmasının zorunlu tutulmasında fayda görülmektedir.

### 3. Denetim Standartlarının Etkinliği

Sermaye piyasasında bağımsız denetim hakkında mevcut düzenlemelerde öngörülen denetim uygulamalarının genel olarak gelişmiş ülkelere benzerlikler gösterdiğini söylemek mümkündür. Özellikle, son dönemde uluslararası arenada yaşanan gelişmeler çerçevesinde Kurulumuzca yapılan yeni çalışmalar sermaye piyasasının etkin işleyişine önemli katkıda bulunmaktadır. Bağımsız denetim kuruluşlarının ve elemanlarının çıkar çatışmalarından uzak tutularak bağımsızlığının sağlanması, denetimden sorumlu komitelerin oluşturulması ve mali tablolar ile yıllık raporların hazırlanması, sunulması ve doğruluğuna ilişkin sorumluluğun belirlenmesi amacıyla yapılan düzenleme buna örnektir.

Diğer taraftan, bağımsız denetime ilişkin mevcut düzenlemelerin her yönüyle uluslararası standartlara uygun olduğunu veya sermaye piyasasında uluslararası standartlara tam olarak uyulduğunu ileri sürmek doğru olmayacaktır. Uluslararası arenada en fazla önem atfedilen iç kontrol sistemi ile denetim riskinin değerlendirilmesi, kanıt toplama ve hata ve hilelerin tespiti hususlarında, mevcut Kurulumuz düzenlemelerinde çerçeve hükümleri yer almakta; ancak, uygulamanın sağlıklı bir şekilde yönlendirilmesini temin edebilecek yol gösterici esaslar belirtilmemektedir. Ayrıca, mevzuatta denetim dışı hizmetler hakkında, bağımsızlığın korunması dışında, özel hükümler yer almamaktadır. Teknolojik ilerlemelerin had safhaya ulaştığı günümüzde, bilgisayar destekli denetim hizmetlerine ilişkin standartların geliştirilmemiş olması da mevcut mevzuatının eksikliği olarak görülmektedir.

Türk sermaye piyasasında denetim hizmetlerinin etkinliği, denetim elemanlarının yeterlilikleri ve bağımsız denetim hususundaki hukukî düzenlemelerin yeterliliği sorgulanmaktadır ([Financial Times: 1991](#)). Yapılan az sayıdaki ampirik çalışma, bağımsız denetimin Türk sermaye piyasasında faaliyet gösteren işletmelerce hazırlanan finansal tablolarda sunulan muhasebe bilgilerinin şeffaflığı üzerine önemli bir etkisinin olmadığına işaret etmektedir ([Çürük: 2000 ve 2003](#)).

Ülkemiz sermaye piyasasında bağımsız denetim hizmetlerinin yeterince etkin olmamasının temel nedeninin, mevcut mevzuat uyarınca 3568 Sayılı Kanun çerçevesinde YMM veya SMMM kültüründen yetişen bağımsız denetçilerin, denetimlerini ağırlıklı olarak mevzuata lafzî uygunluk şeklinde yönlendirmeleri ve bağımsız denetimi tâlî bir iş olarak algılamalarından kaynaklandığı düşünülmektedir. Bu durum, sermaye piyasasında denetim uygulamaları arasında önemli farklılıklar oluşmasına neden olmaktadır ([Yalım ve Başaran: 1995](#)).

Bazı denetçiler dünyada genel kabul görmüş bir öğreti konusu olan bağımsız denetim konusunda kendilerini eğitime ihtiyacı duymayabilmekte, dolayısıyla



bağımsız denetçilerde bulunması gereken meslekî özen ve yeterlilik tam olarak sağlanamayabilmektedir. Bu da yeni düzenlemelere intibakın uzun süre almasına sebebiyet vermektedir.

Ülkemizde muhasebe standartlarının farklı otoriteler tarafından oluşturulması, bunlara tabi şirketlerin söz konusu standartlara uyumunun denetiminin de ilgili otoritenin nüfuzu altında olması sonucunu beraberinde getirmektedir. Böylece, ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının, bankaların, özel finans kuruluşlarının, sigorta ve reasürans şirketlerinin, factoring şirketlerinin bağımsız denetimlerine ilişkin usul ve esasları ayrı ayrı düzenleyen çok başlı karmaşık bir yapı oluşmuştur. Bu çerçevede, bağımsız denetim kuruluşları ilgili muhasebe standartlarının gereklerini denetim ilkelerinden ödün vererek yerine getirmek durumunda kalabilmekte ve bağımsız denetimde uzmanlaşamayabilmektedir. Düzenleme sayısının yüksek olması, her ne kadar piyasada yüksek düzenleme yapma kapasitesinin varlığını ima etse de; aslında mevzuatlar arasında çok başlı bir sistemin hüküm sürdüğü bir ortam yaratmaktadır. Yüksek düzenleme yapma kapasitesinden anlaşılması gereken, piyasa katılımcılarının sorunlarını çözmeye yönelik ve ortak amaçlara hizmet eden bir mevzuat çatısı oluşturabilmektir.

Kurulumuz tarafından yürütülen ISA'ya uyum çalışmaları yukarıda yer verilen koşullara göre şekillenecektir. Bu nedenle, ISA'nın getireceği yeni düzenlemelere hızlı adaptasyon sağlanabilmesi için bazı hususların dikkate alınmasında fayda görülmektedir. ISA'da yer verilen hükümlerin ülkemiz piyasalarına etkisinin uygulayıcılarla tartışılması, değerlendirilmesi ve somut örneklerle desteklenmesi; ISA'nın uygulamasında etik çerçevenin oluşturulabilmesi için IFAC Etik İlkeler Setinin gözden geçirilmesi ve sermaye piyasası düzenlemeleriyle örtüşüp örtüşmediğinin tespit edilmesi; ISA'nın uygulamasının etkin gözetimini teminen cezaî yaptırımların yeniden ele alınması ve caydırıcı olunması; ISA'ya uygun denetim programlarının geliştirilmesi, iç kontrol sistemleri ve riskin değerlendirilmesi, ücret konusunda çalışmalar yapılması, denetim el kitaplarının hazırlanması vb. hususlarda uygulama sorunlarını yakından takip etmek ve Kurul'a iletmek üzere Bağımsız Denetim Derneği'nin etkin hale getirilmesi için yasal düzenleme yapılması; ISA'nın muhasebe dünyasında eğitimi konusunda üniversitelerle işbirliği yapılması ve denetime ilişkin bilimsel çalışmaların teşvik edilmesi; yatırımcıların ISA kapsamında denetçilerin görev ve sorumlulukları hakkında eğitilmesi ve aydınlatılması ve ulusal denetim standartlarının oluşturulması aşamasında ilgili otoritelerle istişarelerde bulunulması ilk akla gelen tedbirler olarak görülmektedir.

#### **4. Denetçi Dönüşümü**

Gerek Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde gerekse tebliğlerde bağımsız denetim kuruluşlarının belirli aralıklarla dönüşüme tabi tutulması öngörülmüştür. Buna göre, şirket yönetim kurulu tarafından bir bağımsız denetim kuruluşu; sürekli



ve/veya özel denetimlerde en çok 5 hesap dönemi için seçilir<sup>56</sup>. Şirketin aynı bağımsız denetim kuruluşu ile yeniden sürekli ve/veya özel denetim sözleşmesi imzalayabilmesi için en az 2 hesap döneminin geçmesi zorunludur.

Bağımsız denetim firmasının dönüşümü hususu yurtdışı literatürde çokça tartışılan konuların başında gelmektedir. Akademik çalışmalarda genel olarak firma dönüşümünün denetim kalitesini artırmadığı sonuçlarına rastlanmaktadır. ABD’de Sarbanes-Oxley Yasası hazırlanırken bağımsızlık ve kaliteye katkıda bulunabileceği düşünülen firma dönüşümü sistemi ne var ki nihai metinde yer almamış, ancak gerekli araştırmaları yapmak üzere GAO görevlendirilmiştir.

Konuyla ilgili lehte veya aleyhteki tartışmalar bağımsız denetçinin müşteri şirketle kurduğu uzun vadeli ilişkilerin ve müşteriyi bırakmama arzusunun bağımsızlığını zedeleyip zedelemeyeceği muamması üzerinde yoğunlaşmaktadır. Denetim firması dönüşümünden beklenen faydanın katlanılan maliyeti aşacağı ve yeni atanan firmanın önceki denetçinin şirketle ilgili bilgi birikimine kısa vadede mazhar olmayacağı başlıca tereddütler olarak gündemdedir

GAO’nun araştırması kapsamında hemen tüm bağımsız denetim firmaları ve Fortune 1000’e dahil şirketler firma dönüşümünün yarardan çok zarar doğuracağını belirtmişlerdir. Kurumsal yatırımcılar, düzenleyici kurumlar, bankacılar, muhasebeciler ve yatırımcı danışmanları da aynı fikri paylaşmaktadır. GAO’ya göre firma dönüşümü denetçi bağımsızlığı ve denetim kalitesinin pekiştirilmesi için ideal bir uygulama değildir. Burada ilave maliyetler ve önceki denetçinin bilgi birikiminin kaybı gerekçe gösterilmektedir. Ayrıca, firma dönüşümünün faydalarını tahmin etmek ve sayısal olarak ortaya koymak mümkün görülmemektedir. GAO Sarbanes-Oxley Yasası’nın tüm gereklerinin yerine getirilip getirilmediğine ilişkin değerlendirmelerin belirli bir zaman geçtikten sonra yapılabileceğine; dolayısıyla, şu aşamada en basiretli yaklaşımın yürürlükteki uygulamanın SEC ve PCAOB tarafından gözetilmesi ve değerlendirilmesi olduğuna inanmaktadır<sup>57</sup>.

Akademik çevrede denetim firması ile müşteri şirket arasındaki iş ilişkisinin (auditor tenure) kısa vadeli olması halinde finansal raporlamada kalite zafiyeti oluşacağı; bu nedenle firma dönüşümü yerine denetim ekibi veya sorumlu ortak dönüşümünün benimsenmesinin faydalı olacağı yönünde bulgulara ulaşılmıştır **(Johnson ve başkaları 2002; Myers ve başkaları 2003; Ghosh ve Moon 2003)**.

Sermaye piyasasında muhasebe standartlarında köklü değişimler yaşanmaktadır. Önce enflasyon muhasebesi ve konsolidasyon, sonra da IFRS uygulaması başlatılmış ve şirketlerin denetimlerini yapan firmalar çok ciddi bir bilgi birikimine sahip olmuşlardır. Özellikle enflasyon muhasebesi uygulamasında kimi

<sup>56</sup> BDDK mevzuatında bu zorunluluk 4 yılda bir olarak belirlenmiştir (bkz. 31 Ocak 2002 tarih ve 24657 mükerrer sayılı Resmi Gazetede yayımlanan “Bağımsız Denetim Yapacak Kuruluşların Yetkilendirilmesi Ve Yetkilerinin Geçici Veya Sürekli Olarak Kaldırılması Hakkında Yönetmelik”). Bu farklılık da kurumlar arasında ortak bir zihniyet oluşturulamadığına bir örnek teşkil etmekte olup en kısa zamanda giderilmesi gereken bir eksiklik olarak görülmektedir.

<sup>57</sup> GAO’nun araştırma raporu için bkz. <http://www.gao.gov/new.items/d04216.pdf>.

zaman şirketin 20-30 yıl öncesine tekabül eden bilgileri üzerinden denetim çalışmaları yürütülmüştür. Konsolidasyon uygulamasında da şirketin bağlı şirketleriyle olan münasebeti hakkında önemli bilgiler edinilmiş; IFRS ile birlikte bu bilgi ve deneyim birikimi çok geniş bir yelpazeye bürünmüştür. 2004-2005 yılları itibariyle başlatılan bu yeni uygulamaların şirketlerin mali durumlarına etkilerini kısa vadede ölçmek doğru değildir. IFRS uygulamasının AB şirketlerine sağladığı faydaların veya getirdiği yüklerin 2010 yılında önce tespit edilmesinin mümkün olmadığı iddia edilmektedir (Bruce: 2004). Ancak, mevcut düzenlemelere göre firma rotasyonu 2008 yılına ilişkin denetim sözleşmeleri için başlamak durumundadır<sup>58</sup>. Bu da yeni muhasebe sistemlerine intibak etmeye çalışan şirketlerin bilgilerine hakim olan denetçilerin sözleşmesinin sona ermesi anlamına gelmektedir. Bu noktada, yeni denetçinin bu bilgi birikimine sahip olması için aşırı çaba göstermesi gerekeceği, bunun ciddi bir zaman kaybına dönüşeceği ve her halükarda yeni denetçi için denetim riskinin tezahür edeceği düşünülmektedir.

Denetim firması dönüşümünün piyasada bir diğer yan etkisi de; denetim firmalarının bölünerek veya yeni firmalar teşekkül ettirerek aynı müşteriyi kendi aralarında her zorunlu dönüşüm döneminde paylaşma riskinin meydana gelmesidir. Bir menfaat çatışmasına sebebiyet verebilecek olan bu uygulamalara izin verilmemesi gerekmektedir.

Sonuç itibarıyla, bağımsız denetim firmalarının denetledikleri işletmelere yönelik gerekli bilgi birikimini elde ederek denetim verimliliğini sağlamaları belirli bir sürenin sonunda olmaktadır. Bu süre faaliyetleri karmaşık olan borsa şirketleri ve bankalar açısından daha da uzun olabilmektedir. Bu sebeple, uygulanacak olan dönüşüm kuralının bağımsız denetim işlevini olumsuz yönde etkilememesi için sorumlu ortak veya denetim ekibi dönüşümü cihetinde değiştirilmesi veya firma dönüşümü kuralının 2010 yılına ertelenmesinde fayda görülmektedir.

## 5. Çokuluslu Şirketlerin Sınır Ötesi Faaliyetleri ve Çok Başlı Denetim Yapısı

Sermaye piyasasında sınır ötesi faaliyetlerde bulunan ve dış ülkelerde pek çok bağlı şirket edinen şirketler faaliyet göstermektedir. Örneğin, Koç Holding A.Ş.'nin 23 adet yurtdışı iştiraki bulunmakta ve bunlardan birçoğunun mali bilgileri şirketin konsolide mali tablolarına dahil etmektedir. Ana ortaklığın mali tablolarına sağlıklı bir denetimden geçirilmiş bilginin alınması grubun performansının gerçeğe uygun olarak görülmesini sağlayacaktır. Bu anlamda ana ortaklık denetçisi ile diğer bağlı şirketlerin denetçileri arasındaki sorumluluk esaslarının belirlenmesi ve uygulanması büyük önem taşımaktadır.

Kurulumuz düzenlemelerine göre konsolide mali tabloların bağımsız denetimi ana ortaklığın bağımsız denetimi görevini üstlenmiş bulunan bağımsız denetleme kuruluşu tarafından yerine getirilir. Bağımsız denetleme kuruluşunun denetim faaliyeti kapsamında ihtiyaç duyacağı bilgi ve belgelerin temini, ana ortaklığın

---

<sup>58</sup> Firma dönüşümüyle ilgili Seri:X, No:16 sayılı Tebliğ hükmü yayım tarihi (02.11.2002) itibariyle devam eden sözleşmeler için daha önceki süreler dikkate alınmaksızın 01.01.2003 tarihinden geçerli olmak üzere yürürlüğe girmiştir.

sorumluluğundadır. Tabîdir ki, ana ortaklığın bağlı şirketleri ve bunların bağımsız denetçilerinin de, konsolide mali tablo hazırlanmasında kullanılacak bilgileri uygun bir süre içerisinde ana ortaklığa vermesi gerekir.

IAASB tarafından üretilen, ancak henüz taslak aşamasında olan ISA 600<sup>59</sup>'de konu ayrıntılı olarak düzenlenmektedir. Bu standart, grup denetiminde ve görüş oluşturulmasında sorumluluğun ana ortaklık denetçisinde olması ile sorumluluğun paylaşılması yaklaşımları arasında ayırım yapılmaksızın ana ortaklık denetçisinin çalışmalarını her durumda aynı kapsamda yürütmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Buna göre, ana denetçinin grup mali tablolarının denetimini üstlenmesi veya idame ettirmesi için tüm ilgili bağlı şirketlerin denetiminde yeterli seviyede iştirak edebilecek bir konuma sahip olması lazımdır. Ana denetçinin grubun bütün önemli parçalarının denetiminde bizzat ve fiilen bulunması şarttır. Ana denetçi ayrıca, grup şirketlerinin denetçilerinin çalışmalarını kontrol etmekle mükelleftir.

Grup denetiminin sorumluluğunu ana ortaklık denetçisine devretmenin kontrol açısından yaratabileceği sorunların ve risklerin önüne geçilebilmesi için yukarıda yer verilen standardın ISA'ya uyum çalışmaları kapsamında ele alınması gerekmektedir. Zira, konu, IFRS uygulaması açısından da büyük önem arz etmektedir.

## 6. Denetim Sektöründe Temerküz

Ülkemizde müşteri şirketlerin bağımsız denetimlerinin büyük denetim firmalarında yoğunlaştığı görülmektedir. Halka açık büyük şirketler üzerinde yapılan bir çalışmanın sonuçları bu şirketlerin denetimlerinin % 77'sinin en büyük 4 uluslararası denetim şirketiyle anlaşmalı kuruluşlar tarafından yürütüldüğüne işaret etmektedir. Aynı çalışmada sektörde elde edilen toplam denetleme gelirin önemli bir kısmının söz konusu kuruluşlara ait olduğu sonucuna varılmıştır. Bu da, onların sektörün en karlı çalışan kuruluşları arasında ilk sıralarda yer almalarına vesile olmaktadır (Pirgaip: 2004).

Denetim gelirleri yüksek, karlı firmalar meslek içi eğitimlere yeterli kaynak ayırabilecek, iç kontrol sistemlerini, denetim programlarını ve diğer teknik donanımlarını geliştirebilecek, kaliteli bir iş gücüne sahip olabileceklerdir. Küçük denetim firmaları ise, bu olanaklardan mahrum kalma riskiyle karşı karşıyadır. Bu firmalar yeni düzenlemelere göre bağımsız denetim yapmakta zorlanabilecek olup kuvvetle muhtemel olarak vergi denetimine ağırlık vermek durumunda kalacaklardır. Halbuki, bağımsız denetim sektörünün en önemli sorunlarından birisi yıllarca vergi düzenlemeleriyle getirilen muhasebe uygulamalarına yoğunlaşılması olmuştur. Bu fasit dairenin kırılabilmesi için Kurulumuzdan yetki alan bağımsız denetim firmalarının tümünün uluslararası standartlara göre denetim yapabilecek konumda olduklarını göstermeleri gerekmektedir.

<sup>59</sup> "The Audit of Group Financial Statements Proposed International Standard on Auditing 600 (Revised)" <http://www.ifac.org/Guidance/EXD-Details.php?EDID=0041>.

Konu özellikle listeye alınma aşamasında ehemmiyet arz etmektedir. Listeye alınma esnasında tarafımıza gönderilen uluslararası standartlar kapsamında hazırlandığı ileri sürülen denetim programlarının ayrıntılı olarak incelenmesi, firmanın kaliteli bir denetim yapacağına dair kanaati her zaman oluşturmayabilir. Burada sorumlu ortakların ve denetim ekibinin altyapısı göz önünde bulundurulmalı, bağımsız denetim alanındaki deneyimleri hakkında iyi fikir sahibi olunmalıdır. Yine de her durumda bir risk söz konusu olacağından, bu riskin bedeline mukabil firmalardan listeye alınma ve listede kalma ücreti talep edilmesinde fayda görülmektedir. PCAOB kayda alma standartlarında müşteri sayısına göre böyle bir ücret alınmaktadır<sup>60</sup>. Ayrıca, firmaların kendi bünyelerinde oluşturdukları iç kontrol sistemleri ve kalite kontrol uygulamaları hakkında fikir verici bilgi ve belgeleri göndermeleri zorunlu tutulmalıdır.

Küçük denetim firmalarının gelişmemesi bağımsız denetim sektöründe temerküzü daha da artıracaktır. Bu nedenle, bu tür denetim firmalarının uygun koşullar gerçekleştiğinde birleşmeleri teşvik edilmelidir. Birleşme sonucunda firmalar arasında sinerji oluşabilecek, birden fazla coğrafi bölgede faaliyet gösterilebilecek ve rekabette artış yaşanabilecektir.

---

<sup>60</sup> PCAOB hiç müşterisi olmayan firmadan \$250, müşteri sayısı 1-49 arası olandan \$500 50-100 arası olandan \$3,000, 101-1000 arası olandan \$29,000 ve 1001 ve yukarısı olandan \$390,000 talep etmektedir [http://www.pcaobus.org/Registration/2003-11-13\\_Release\\_2003-011A.pdf](http://www.pcaobus.org/Registration/2003-11-13_Release_2003-011A.pdf).

## III.BÖLÜM

### KAMUYU AYDINLATMADA ETKİNLİK

#### 3.1. Gündemdeki Sorunlar

Son dönemde yaşanan olaylarda ekseriyetle yatırımcının yatırım yaparken ihtiyaç duyduğu bir bilginin şirket tarafından açıklanmadığı görülmüştür. Bunlardan bazılarında şirketin mali tablolarının veya diğer açıklamalarının borç büyüklüğüne ilişkin malumatı içermediği tespit edilmiştir. Parmalat şirketi tarafından 19 Aralık 2004 tarihinde yapılan basın açıklamasında da yürürlükteki düzenlemelere rağmen yatırımcılara özellikle şirketin borç yükü bilgisi olmak üzere önemli hususlarda bilgi sunulmadığı vurgulanmıştır. Genel olarak bu olaylarda, düzenleyici otoriteler şirketlerin mali vaziyetlerini olduğundan daha iyi göstermek için tamamıyla yanıltıcı bilgi açıkladıklarını iddia etmişlerdir.

Pek çok otoritenin liyakat yaklaşımı yerine kamuyu aydınlatma yaklaşımını benimsemiş olmaları sebebiyle bu tip usulsüzlüklerin yaşanmasını doğal karşılamak lâzımdır. Yatırımcıların riske karşı tahammül sınırları ve yatırım vadeleri farklılaşmaktadır. Kamuyu aydınlatma yaklaşımında yatırımcıların risk ve getiri durumlarını en iyi şekilde kendilerine tam ve doğru bilgi verilmesi halinde belirleyebilecekleri varsayılmaktadır. Bu nedenle de, hemen tüm otoriteler finansal bilginin açıklanmasını mecburî tutmaktadır.

Mali işlemlerin değerlendirilmesine standart ölçütler getiren ve yatırımcıların karşılaştırma yapabilmelerine imkân tanıyan genel kabul görmüş muhasebe standartları ile örülmüş finansal bilgi şirketin mali vaziyeti hakkında tam ve doğru resmi verebilecektir. Ancak, şirketin bütünü için finansal bilgi tek başına kâfi gelmeyebileceğinden, pek çok ülkede yatırımcı kararına etki eden önemli diğer bilgilerin de açıklanması zorunluluğu getirilmiştir. Bu açıklamalar genel nitelikte ve olay bazlı olduğundan finansal bilgide olduğu gibi standart ölçütlere tabi değildir.

Parmalat şirketinin tabi olduğu İtalya düzenlemeleri uyarınca mali tabloların üçer aylık dönemler itibarıyla yayımlanması gerekmektedir. Ayrıca, yatırım kararlarını ve menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek her türlü bilginin kamuya açıklanması zorunludur. Diğer taraftan, şirketin 26 adet tahvil serisi Lüksemburg borsasında işlem görmekteyken diğer 3 serisi İtalyan borsasında kayıtlıdır.

Kamunun şirketler ve yönetim kurulları tarafından tam ve doğru olarak aydınlatılması, bilginin titizlikle dokunarak ihtiyaca uygun hale getirildiği sağlam ve kusursuz işleyen bir iç kontrol sisteminin mevcudiyetine bağlıdır. İç kontrol sistemleri yatırımcılar için önemli olduğu kadar şirketin faaliyetleri ve düzenlemelere uyum seviyesi hakkında bilgi ihtiyacı içerisinde olan yöneticiler için de önemli bulunmaktadır.

*Finansal ve finansal olmayan bilginin tam ve doğru olarak kamuya açıklanması gerekmektedir.*

## 3.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat

Finansal ve finansal olmayan bilginin kamuya açıklanmasının sağlanmasında en önemli husus kamuyu aydınlatma mekanizmasının sıkı icrasıdır<sup>61</sup>. Finansal bilginin açıklanmasına somut bir boyut kazandıran muhasebe ilkelerinin günümüz işletmelerinin karşılaştığı geniş bir yelpazedeki işlem ve olayların muhasebesini kapsayacak ölçüde detaylı ve esnek olması şarttır. Burada ilke veya kural bazlı düzenlemelere olan yaklaşımlar şüphesiz etkin bir icraî sistem olmadan fayda getirmeyecektir.

Aynı hakikat finansal olmayan bilginin açıklanmasında da geçerlidir. Burada da önemlilik kavramının mahiyeti üzerine tartışmalar sürmekteyken, son şirket olayları kamuya açıklanmayan bilginin aslında makul bir yatırımcının şirket hakkında bilmek isteyeceği bilgiden ibaret olduğunu göstermiştir<sup>62</sup>.

TC tarafından konuyla ilgili birçok çalışma yürütülmüştür<sup>63</sup>. Borsa şirketleri tarafından kamunun sürekli aydınlatılması ve önemli gelişmelerin raporlanmasına ilişkin IOSCO İlkeleri önemli bilgilerin sürekli, zamanında, birden fazla borsada kotasyon söz konusuysa aynı anda ve aynı şekilde, etkin ve hızlı bir yolla, yanlıtlılık içermeksizin, seçilmiş bir yatırımcı grubuna özgülenmeksizin, kapsamlı olarak açıklanmasını şart koşmaktadır.

Daimi komitenin sürmekte olan çalışmalarının bir listesi ise aşağıda yer almaktadır:

- *Finansal raporlama standartları uygulamasının icrası*: Kullanılan muhasebe standartlarına bakılmaksızın, düzenleyici otoritelerin veya şirket mali tablolarını denetleyen diğer kurumların faaliyet alanları ve yetkilerine odaklanılmaktadır;

- *IFRS'in yorumlanması*: IOSCO üyesi ülkeler arasında IFRS'in tutarlı bir şekilde uygulanması için gerekli iletişimin kurulması amaçlanmaktadır;

- *Borçların kamuya açıklanmasına yönelik uluslararası standartların geliştirilmesi*: Borçlanma senetlerinin ihracında yapılacak açıklama standartlarının geliştirilmesi istenmektedir;

Açıklama standartlarını geliştirme çalışmaları uluslararası boyutta yürütülmektedir.

<sup>61</sup> IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation (1998), sf.6. ("Menkul kıymet işlemlerinin ve hileli uygulamaların karmaşık yapısı mevzuatın sıkı bir şekilde icrasını şart koşmaktadır. Herhangi bir hükmün dolanılması veya çiğnenmesi halinde yatırımcıların güçlü icra mekanizmalarıyla korunması gerekmektedir.")

<sup>62</sup> Finansal olmayan bilginin kamuya açıklanmasının zorunlu tutulduğu ülkelerde, bilginin yeterince erken açıklanıp açıklanmadığı, bilginin hangi esnada önemli hale büründüğü ve şirket yönetim kurulunun açıklama yapmadan evvel bilginin önemli nitelikte olduğunu kavrayıp kavramadığı konuları uygulamanın özünü teşkil etmektedir. Bilgi yanlıtlıysa bu uygulamanın bir anlamı da kalmamaktadır.

<sup>63</sup> "General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations" (Şubat 2003, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD141.pdf>); "Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities" (Ekim 2002, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD132.pdf>); "Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration Systems" (Mart 2001, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>); "Report on Implementation of International Disclosure Standards" (Mayıs 2000, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD106.pdf>) ve "International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers" (Eylül 1998, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>).

- IASB ile yürütülen IFRS Projesi: IFRSlerin geliştirilmesinde IASB ile istişarelerde bulunmaktadır;

- *Dönemsel Açıklamalara İlişkin İlkeler*: Dönemsel olarak kamuya yapılacak açıklamaların (yıllık ve ara dönem mali tablolar vb.) içereceği asgari bilgileri belirleyen uluslararası standartların geliştirilmesine çalışılacaktır.

### 3.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler

Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit bir biçimde kamunun kullanımına sunulmalıdır.

Kurulumuzun Seri:VIII, No:39 sayılı "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği"yle bunun için gerekli olan tüm düzenlemeler yapılmış olup, tebliğ piyasa koşullarının gerekliliklerine göre sürekli olarak güncellenmektedir. Ayrıca kamuyu aydınlatmaya ilişkin olarak piyasa katılımcılarına herhangi bir tavizde bulunulmamakta<sup>64</sup>, piyasa katılımcılarının düzenlemelere sıkı sıkıya bağlı kalması için gerekli tüm önlemler alınmaktadır.

Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde de kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde, şirketlerin pay sahiplerine yönelik olarak bilgilendirme politikası kuralları oluşturmalarına ve bu kurallar bütününe sadık kalarak kamuyu aydınlatmalarına yönelik prensipler açıklanmıştır. Ayrıca periyodik finansal tablo ve raporlarda yer alacak bilgiler detaylandırılmıştır. Bu kapsamda şirketlerin kamunun aydınlatılması ile ilgili olarak bir bilgilendirme politikası oluşturmaları ve kamuya açıklamaları öngörülmektedir (*Bölüm II.1.2.*).

Bilgilendirme politikası, mevzuat ile belirlenenler dışında pay sahipleri ile diğer menfaat sahiplerinin (finansal bilgi kullanıcılarının) kararlarını etkileyebilecek her türlü önemli bilginin açıklanmasını da kapsamaktadır. Bu çerçevede bilgilerin ne şekilde, hangi sıklıkla ve hangi yollardan kamuya duyurulacağı, yönetim kurulunun veya yöneticilerin basın ile hangi sıklıkta görüşeceği, kamunun bilgilendirilmesi için hangi sıklıkta toplantılar düzenleneceği, şirkete yöneltilen soruların yanıtlanmasında nasıl bir yöntem izleneceği vb. hususlar şirketler tarafından açıkça belirlenerek kamuya duyurulacak ve uygulama bu çerçevede yürütülecektir. Ayrıca, bilgilendirme politikası kapsamında proforma finansal tablolar ve raporlar dahil, kamuya yapılacak açıklamalarda yer alan geleceğe yönelik bilgiler, tahminlerin dayandığı gerekçeler ve istatistiki veriler ile birlikte açıklanmalıdır (*Bölüm II.1.10.*). Kamuya açıklanan bilgilerde ve periyodik finansal tablo ve raporlarda yer alan tahminlerin ve dayanaklarının gerçekleşmemesi veya gerçekleşmeyeceğinin anlaşılması halinde, bu durumun derhal gerekçeleri ile birlikte kamuya açıklanması

<sup>64</sup> Tebliğ tam ve zamanında açıklama konusunda hiçbir istisnaya yer vermemektedir. Bununla birlikte Bankalar Kanununun 22/9 maddesi banka ve müşteri sırrı niteliğindeki bilgilerin kamuya açıklanamayacağı hükmünü içermektedir. Öte yandan tam ve yeterli bilgi sunulmaması halinde İMKB'nin işlemleri geçici olarak durdurma yetkisi bulunmaktadır ve içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda Kanun'un 47-A/1 maddesinde cezai müeyyide öngörülmektedir.



ayrıca, gözden geçirilen bilgilerin tablo ve raporlar şeklinde tekrar yayınlanması gerekmektedir. Açıklanması gereken bilgiler arasında; şirketin mali durumunda ve/veya faaliyetlerinde meydana gelen veya gelmesi beklenen önemli değişiklikler, kar payı dağıtım politikası, bağımsız denetim şirketinin değişmesi veya görevden çekilmesi, bağımsız denetim sözleşmesinin feshi vb. yer almaktadır (**Bölüm II.6.**).

Tavsiye niteliğinde olmak üzere ticari sır niteliğindeki bilgilerin belirlenmesinde, şirketin şeffaflığı ile çıkarlarının korunması arasındaki dengenin gözetilmesi için gereken tedbir alınmalıdır (**Bölüm II.5.**). Bu konu özellikle halka açık bankaların bankacılık mevzuatından kaynaklanan uygulamaları nedeniyle sermaye piyasasında büyük sorun oluşturmaktadır.

Halka açık bankalar, Kurulumuzun kamuyu aydınlatma hükümlerine uymak zorunda olmaları nedeniyle teoride duraksamaya yol açmayan açıklama yükümlülüklerini sadece kendi takdirleri doğrultusunda kısmen yerine getirmekte, hangi ölçüte bağlı olduğu, kimin tarafından saptandığı bilinmeyen bu tercih doğrultusunda, özellikle olumsuz mali gelişmeleri haksız bir biçimde kamuoyundan ve tasarruf sahiplerinden gizleyebilmekte ve yapmakla yükümlü oldukları açıklamalardan kaçınarak mevzuat hükümleri ile çelişebilmektedirler. Yerli ve yabancı literatürde “bankacılık sırrı” olarak bilinen bu olgu; esasen bankanın müşterisi hakkında öğrendiklerini kendi haksız çıkarına kullanmasına set çekmek amacıyla geliştirilmiş olup, uygulamada finansal sistemin pek çok usulsüzlüğün üstünün örtülmesinde bir araç olarak gösterilmiştir. Oysa, özünde taşıdığı anlam dikkate alındığında bankacılık sırlarının kamunun aydınlatılmasına yönelik olarak yapılması gereken açıklama yükümlülüğünü ortadan kaldırmayacağı tabiidir.

Banka çalışanları, denetçileri vb. banka ile ilgili olarak öğrendikleri sırları Bankalar Kanunu ile yetkili kılınan merciler dışında hiç kimseye açıklayamamaktadırlar. Her ne kadar bankalar, düzenleyici otoritelere bu şekilde bilgi sunuyor olsalar da; bu bilgiler çoğu zaman bankacılık sırrı kapsamında veya piyasa dengesini bozucu nitelikte değerlendirilip bütün piyasa katılımcılarına açıklanmamaktadır. Bu nedenle, kamuya açıklanan mali tabloların bilgi ihtiyaçlarını karşılayacak derecede kapsamlı olması gerekmektedir.

Bu çerçevede; gerek Bankalar Kanunu gerekse Sermaye Piyasası Kanunu temelinde ‘tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması’ amacına yönelik kanunlar iken, bir bankanın, kendisine ait bir iştirak ile arasındaki ticari/mali ilişkileri gizlemesi ya da kendisine ait bir kuruluş ile örtülü işlemler gerçekleştirerek kazancını saklaması, aktarması, mal varlığını başkalarının aleyhine olarak azaltması gibi durumlarda bunların saklanması kuşkusuz bankacılık sırrı kapsamına alınamayacak kadar önemli olup; tam tersine, bunun gibi hususların açıklanması, tasarruf sahiplerinin tasarruflarının geleceğini ve yatırımcıların hisse senetlerini veya borçlanma kağıtlarını satın aldıkları kurumlardaki gelişmelerin kağıtlarının değerini nasıl etkileyeceğini öğrenmek ve yatırım kararlarını buna göre verip gerektiğinde seri bir biçimde değiştirmek açısından temel bir hak olarak görülmektedir.

Bu konuda, BDDK ile SPK arasında ilgili Bakanlık nezdinde işbirliğine esas teşkil edecek bir çerçeve metin (taslak mutabakat zaptı veya benzeri) hazırlanması, ayrıntıların ise ilgili kurumlar arasında yapılacak görüşmeler çerçevesinde şekillenmesi ve uzlaşılan nihai metnin en geç Bakanlıkça belirlenecek bir tarihe kadar Bakanlığa iletilmesi etkin bir çözüm olarak görülmektedir. Ayrıca, Kurumsal Yönetim İlkelerinde, Kurulumuz tarafından "ticari sır" tanımının yapılarak, bu durumda alınabilecek önlemlerin düzenlenmesi de hızlı ve etkin bir uygulama olabilir. Yeni bankacılık kanununda yer alan; kurumsal yönetime ilişkin yapı ve süreçler ile bunlara ilişkin ilkelerin belirlenmesinde Kurulumuz ile kuruluş birliklerinin de görüşünün alınması gerektiğinin hükme bağlanması (Madde 22) olumlu bir gelişme olarak görülmektedir.

## IV.BÖLÜM

# ÖZEL SEKTÖR TAHVİL PİYASASININ ŞEFFAFLIĞI VE DÜZENLEMESİ

### 4.1. Gündemdeki Sorunlar

Diğer şirket olaylarının aksine Parmalat olayında özel sektör tahvil piyasalarının eksiklikleri ön plana çıkmıştır. Şirket, özellikle son on yılında sermayesini artırmak için büyük yoğunlukta tahvil ihracına yönelmiş ve bu ihraçlara konu tahvillerin önemli bir kısmını İtalya dışındaki ülkelerde yerleşik kurumsal veya nitelikli yatırımcılara satmak üzere yabancı ülke borsalarına kote ettirmiştir.

Hisse senetlerine yapılan yatırımlar umumiyetle ferdi nitelikte olabilmekle beraber, tahvil yatırımcıları daha ziyade kurumsal niteliği haiz olmaktadır. Diğer taraftan, Parmalat olayında her ne kadar nihai hedef kurumsal yatırımcılar olarak tespit edilse de tahvillerin bir kısmı bireysel yatırımcılara tahsis edilmiştir.

Pek çok ülke uygulamasında tahvil piyasalarıyla hisse senedi piyasaları arasında iki önemli farklılık bulunmaktadır. Öncelikle, tahviller genellikle kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılardan daha rahat hareket edebileceği tezgâh üstü piyasalarda işlem görmektedir. Borsalara kayıtlı tahviller bile aracı kuruluşlar vasıtasıyla borsa dışında işleme konu edilmektedir. Dolayısıyla, birincil ve ikincil tahvil piyasalarındaki fiyat oluşum mekanizmaları hisse senedi piyasalarından daha az bir şeffaflığa sahiptir.

Nasıl ki bir maddenin sureti şeffaf bir suya olduğu gibi yansıyor, tahvil piyasalarının şeffaflığı da yeni bir bilginin çabucak fiyata yansımaya olanak verdiği için düzenleyici otoriteler için önem taşımaktadır. Aksi durumda yatırımcılar tarafından normal şartlar altında fark edilebilecek mevzular (benzetmemizde maddenin sureti) bulanıklaşabilmektedir. Örneğin, Parmalat'ın bazı kurumsal yatırımcıları şirketin mali sorunlar yaşadığından şüphelendikleri için portföylerindeki tahvilleri elden çıkarmışlardır. Şeffaf bir piyasada böylesi büyük ölçekli elden çıkarmalar genelde tahvil fiyatına yansımakta ve yatırımcılara şirketin borç ödeyebilirliğine dair mesajlar vermektedir. Ancak, Parmalat olayında piyasanın kafi derecede şeffaf olmaması nedeniyle söz konusu tereddütler fiyata etkin bir şekilde yansımamış ve birçok yatırımcı bunlardan bihaber kalmıştır.

Tahvil piyasalarıyla hisse senedi piyasaları arasındaki diğer fark ise, pek çok ülkede tahvil ihraççılarının hisse senedi ihraççılarınınki kadar bilgi açıklama zorunluluğu bulunmamasıdır. Bu kapsam farklılığı, tahvil yatırımcılarının daha bilgili ve donanımlı oldukları ve yatırım öncesinde gerekli araştırmayı yapacak kaynağı ellerinde bulundurdukları varsayımına dayanmaktadır.

*Tahvil piyasalarının şeffaflığı en az hisse senedi piyasalarının şeffaflığı kadar önemlidir.*

Ayrıca, tahvil yatırımcıları için en başta gelen husus yapılan açıklamanın ihraççının borcunu geri ödeyebileceğine dair yeterli bilgiyi içerip içermediği olduğundan bunların tahammül edebileceği risk sınırı hisse senedi yatırımcılarınınkinden daha düşük seviyede bulunmaktadır.

Diğer ülkelerin hisse senedi ve tahvil piyasalarında ise kamuyu aydınlatma standartları bakımından fark bulunmamaktadır. Burada da tahvil ile hisse senedinin özünü veya yatırımcıların bu senetlerin riskine karşı duyarlılıklarını birbirinden ayıran keskin bir hattın olmadığı düşünülmektedir. Nitekim, TC'nin bir raporunda<sup>65</sup> bireysel yatırımcıların tahvillere giderek daha fazla yöneldiği vurgulanmaktadır. Tahvil ve hisse senedi piyasalarında farklı katmanlarda bilgi açıklanmasına cevaz verilmesi halinde düzenlemeler arasında gedikler oluşabilecek veya yatırımcılar ile ihraççılar nezdinde iki piyasa arasında herhangi bir ekonomik mesnedi olmayan yapay tercihler yaratabilecektir.

## 4.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat

TC Daimi Komiteleri hem tahvil piyasalarının şeffaflığı hem de tahvil ihracında yapılması gereken açıklamalar üzerinde çalışmalar yapmaktadır.

Mayıs 2004'de 2 no'lu Daimi Komite<sup>66</sup> tarafından kaleme alınan yukarıda mezkur raporda borsalarda gerçekleştirilen tahvil işlemlerinin genel olarak şeffaf olduğu, ancak tezgah üstü piyasalarda veya borsa dışı pazarlarda işlemlerin ve fiyat oluşum mekanizmalarının bu niteliğe sahip olmadığı belirtilmektedir. Rapora göre ayrıca, pek çok ülkede borsa dışında gerçekleştirilen tahvil işlemlerinin gözetim ve denetimi sınırlı seviyededir. Sonuç olarak, tahvil piyasalarının şeffaflığına yönelik temel ölçütler içeren bir standart seti IOSCO İlkelerine uyumun sağlanabilmesine vesile olabilecektir<sup>67</sup>.

Halihazırda, tahvil ihraççılarının uymakla mükellef oldukları bir kamuyu aydınlatma standardı seti bulunmamaktadır. 1 No'lu Daimi Komite, 1998 tarihli raporuna<sup>68</sup> istinaden tahvil ihracında yapılacak açıklamaları içeren ilkeleri belirleme sürecindedir. Ancak, tahvil ihracında yapılacak açıklamaların hisse senedi ihracındakilerle benzeşmesi veya bunlardan farklılaşması gerektiği hususunda üye ülkeler arasında ciddi yaklaşım farklılıkları bulunması nedeniyle; TC'nin Şubat 2004 toplantısında, sürmekte olan çalışmanın, söz konusu rapordaki gibi ayrıntılı bir açıklama listesi belirlemekten ziyade, hangi amaçlarla açıklama yapılması gerektiği üzerinde yoğunlaşarak yönlendirici genel ilkelerin oluşturulması hedefine sevk edilmesi istenmiştir.

<sup>65</sup> Transparency of Corporate Bond Markets", (Mayıs 2004, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD168.pdf>.)

<sup>66</sup> TC bünyesinde faaliyet gösteren 2 no'lu Daimi Komite ikincil piyasaların düzenlenmesi hususlarında kendilerine verilen iş ve projeleri yerine getirmektedir.

<sup>67</sup> IOSCO Menkul Kıymet Düzenlemelerine İlişkin Amaç ve Prensiplerinde 27 numaralı ilkede şöyle denilmektedir; "Düzenlemeler işlemlere şeffaflık kazandırmalıdır". 28 numaralı ilkede de: "Düzenlemelerin manipülasyon ve diğer hukuka aykırı işlemleri tespit edecek ve bunları önleyecek nitelikte olmaları gereklidir" ifadesi yer almaktadır.

<sup>68</sup> IOSCO International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Listings (Eylül 1998, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>).

### 4.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler

Mevcut Kurulumuz düzenlemelerinde kamuyu aydınlatma mekanizması hisse senedi veya tahvil ayırımına gitmeden sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumları ve bunların açıklanma esaslarını belirlemektedir. Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliğ SPKn'nun 16/A maddesinin verdiği yetkiyle konuyu ayrıntılı olarak düzenlemektedir.

Daha önce, hisse senedi dışındaki sermaye piyasası araçlarını halka arz eden şirketler anılan Tebliğ'in eski şekline göre "sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişiklikler" hakkında kamuya açıklama yapmaktan muaf tutulmuşlardır. Ancak, her iki konu da, hisse senedi sahipleri gibi borçlanma senedi sahiplerini de yakından ilgilendirecek konulardır. Zira, bir ortaklığın ortaklık veya yönetim yapısında meydana gelen önemli bir değişiklik, borçlanma senedinin verdiği hakların hak sahiplerine zamanında ödenip ödenemeyeceğini etkileyebilecek bir durumdur. Dolayısıyla, Tebliğ'in nihai şeklinde bu tür şirketlerin bildirim yükümlülükleri, hisse senetlerini halka arz etmiş olan şirketlerle aynı esaslara çekilmiştir.

Kurumsal Yönetim İlkelerine göre de şirketin sermaye piyasası araçlarının değerine etki etme ihtimali bulunan gelişmelerin mevzuat ile belirlenen süre içerisinde zaman geçirmeksizin kamuya duyurulması gereklidir (*Bölüm II.1.3.*). Ayrıca, sermaye piyasası araçları yabancı borsalarda kote olan şirket, yurt dışında açıklamakla zorunlu tutulduğu bilgileri yurt içinde bir zorunluluk bulunmayan hallerde dahi, bu bilgilerin anlaşılmasını kolaylaştırıcı bilgilendirme notu ile birlikte, yurt dışı borsalar ile eşzamanlı olarak yurt içinde de kamuya açıklar (*Bölüm II.1.9.*). Yine, içerden öğrenilen bilgilerin kullanımının önlenmesi için gerekli her türlü tedbir alınır. Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgiye ulaşabilecek konumdaki yöneticilerin ve hizmet aldığı diğer kişi/kurumların listesini hazırlar ve bilgilendirme politikalarında yer alan esaslar çerçevesinde kamuya duyurur (*Bölüm II.5.2.*).

Diğer taraftan, ülkemizde yeterli sayıda kredi derecelendirme kuruluşunun bulunmaması<sup>69</sup> özel sektör borçlanma senetlerinin ihraçlarında maliyeti artırıcı ve güvenilirliği etkileyen bir unsur olmaktadır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde derecelendirme, yatırımcıların yatırım kararı almalarında ve şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirme güçlerini değerlendirmede sıkça başvurulan bir bilgi kaynağı durumundadır. Derecelendirme faaliyetlerinin gelişememe nedenleri arasında, Türkiye'de kurulacak derecelendirme kuruluşlarının Kurulca kabul edilen bir uluslararası derecelendirme kuruluşu ile know-how alacağına dair sözleşme yapması ve Kurulca kabul edilen derecelendirme kuruluşlarının ortak olması halinde

<sup>69</sup> Mevcut durumda, derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Türkiye'de kurulmuş ve gerekli şartları yerine getirerek Kurulumuzdan izin alarak faaliyete geçmiş bulunan tek derecelendirme kuruluşu 'Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.' olup; anılan kuruluş, uluslararası derecelendirme kuruluşu Fitch Ratings Ltd.'in Türkiye temsilcisidir. Kurulumuzca Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması kabul edilen diğer uluslararası derecelendirme kuruluşları ise 'Moody's Investors Service Inc.' ve 'Standard & Poor's Corp.'tur.

bu kuruluşun ortaklık payının Şirket sermayesinin %25'inden az olmaması zorunlulukları yer almıştır. Ancak, söz konusu hususlar derecelendirme düzenlemesinde yapılan son değişikliklerle kaldırılmıştır. Diğer bir neden ise, derecelendirme faaliyetinin Kurulumuz düzenlemelerine göre halihazırda ihtiyarî olmasıdır. Derecelendirme kuruluşlarından istifade edilmesi sonucunda, şirketlerin risk durumları ve ödeyebilirlikleri ile borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanamama riski hakkında daha aydınlatıcı bilgi temin edilebilecektir.

# V.BÖLÜM

## ARACILARIN ROLÜ VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ

### 5.1. Gündemdeki Sorunlar

Bugünün sermaye piyasalarında tüm mali işlemlere taraf olan aracilar ve kolcular<sup>70</sup> her şiddetteki şirket olaylarında karşımıza çıkmaktadırlar. Parmalat olayında, hisse senedi ve tahvil ihracı ile özel kredi sözleşmelerine aracılık eden yatırım bankaları, kurumsal/bireysel yatırımcılara senetleri pazarlayan aracı kuruluşlar ve hukukçular<sup>71</sup> rol oynamıştır.

Halka arza aracılık eden kuruluşlar ve yatırım bankalarının hatalı işlemlerinin tespit edildiği olayların yanı sıra bazı olaylarda özellikle yatırım bankaları ekonomik anlamı olmayan ve muhasebe standartlarının dolanılması amacıyla düzenlenmiş kredi sözleşmelerine taraf olmaları nedeniyle suçlanmışlardır.

Bu kuruluşlar sık sık ihraççıya ait kamuya açıklanmamış çok önemli bilgiler edinmektedirler. Bu bilgilerden ne şekilde istifade edildiği ise bir düzenleme meselesidir. İçerden öğrenen herkes gibi, aracilar da özellikle yüklenimde bulunmaları, kredi vermeleri, mal veya menkul kıymet alım-satımına aracılık etmeleri veya piyasa yapıcısı olmaları halinde gizli bilgiyi kötüye kullanabilirler. Örneğin, kredi kullandırdıkları Parmalat'ın mali durumunun iyiye gitmediğini içerden öğrenen yatırım bankaları (Citigroup, Merrill Lynch, Deutsche Bank)<sup>72</sup>, şirketin yeni tahvil ihraçlarına, elde edilecek kaynağın bu kredilerin geri ödemesinde kullanılacağı düşüncesiyle aracılık ettikleri yönünde itham edilmişlerdir. Ayrıca, karmaşık finansal işlemler sayesinde şirketin meş'um durumunun bilincinde olan aracilar bu riski üçüncü kişilere devretmiş görünmektedir.

---

<sup>70</sup> İngilizcesi "gatekeeper" olan bu ifadeyle işletme faaliyetleri hakkında yatırımcıya bir tasdik/güvence hizmeti sunan harici meslek sahipleri kastedilmektedir. Bir diğer ifadeyle, bir şirket, yatırımcıya hitap ederken kolcuları yol gösterici olarak kullanmakta, böylece kolcular da bilgi üzerinde kontrol sağlayarak alınan kararlarda etkili olmaktadır.

<sup>71</sup> Hukukçuların yaşanan skandallardaki payı Enron ve diğer şirketlerde olduğu kadar Parmalat şirketinde de büyüktür. Hukukçular belirli konularda verdikleri mütalaalarla yatırımcılar nezdinde önemli etki yaratmaktadır. Ayrıca, hukukî ahlak kuralları bu zatların denetimini de karmaşıktır. Öyle ki, pek çok ülkede hukukçuların uymakla mükellef oldukları ahlak kuralları menkul kıymet düzenleyicisinin ilgi alanına girmemektedir. Bazı ülkelerde, hukukçular şirket tarafından kamuya yapılan bir açıklamaya temel oluşturmak üzere yanlış bilgiye dayanarak bilinçli bir şekilde verdikleri mütalaalardan sorumlu tutulabilmektedir. Bunlardan bazılarında, hukukçular görüş belirttikleri mevzulara ilişkin olarak aracilarla benzer ahlaki ilkelere tâbidirler. Ancak, hukukçular genelde herhangi bir mütalaa bildirmeden de ihraççının taraf olduğu işlemlere etkiye bulunabilmektedir. Böyle durumlarda, hukukçuların yatırımcılara karşı sorumluluğunun hukukî ahlak kurallarında açık bir şekilde ifade edilmemiş olması nedeniyle, belirsizlik yaratmaktadır. Hemen tüm IOSCO ülkelerinde hukukçuların hileli işlemlere karışması men edilmiştir. Aynı zamanda, bu ülkelerde hukukçuların müşterilerinin hileli uygulamalarından şüphe duymaları halinde istifa etmeleri mecburî tutulabilmektedir. Hukukçuların müşterilerine karşı sıkı gizlilik ve sadakat kuralları ile bağlı tutulduğu ülkelerde dahi usulsüzlük zamanında müşterinin kim olduğu anlaşılamayabilmektedir. Burada bir görüş ihraççıyı temsil eden bir hukukçunun yönetime, kurul üyelerine veya hakim ortaklara değil, doğrudan ihraççının kendisine karşı mesul olduğunu ileri sürmektedir. Bu yaklaşımla, Enron olayının ardından, SEC, şirket avukatlarını karşılaştıkları hileli uygulamaları, düzeltilmediği takdirde, üst yönetime raporlamakla görevlendirmişlerdir. Hatta, SEC özellikle yönetimin kendisine bildirilen söz konusu tereddütlü hususları görmezden geldiği durumlarda avukata görevden çekilme zorunluluğu getirebilmektedir. Böylece, görevden çekilme nedeninin şirkette hileli uygulamalara göz yumulması olduğu anlaşılmaktadır.

<sup>72</sup> Citigroup ve Merrill Lynch'in, Parmalat'a verdikleri kredilerden kaynaklanan riski çeşitli finansal işlemler (swap) ile üçüncü kişi ya da kurumlara aktardıkları ve bu süreçte yatırımcıları Parmalat'ın gerçek finansal durumu hakkında bilgilendirmedikleri; Deutsche Bank'ın ise, Parmalat'a verdiği kredileri tahsil edebilmek için, şirkete tahvil ihraç ettirerek elde edilen bedeli kendi kredi alacaklarına mahsup ettiği ileri sürülmüştür.



Pek çok ülkede, halka arz araçları ve diğer araçlar ihraç bilgilerindeki eksiklik ve yanlışlıklardan sorumlu tutulabilmektedir<sup>73</sup>. Ancak, makul seviyede araştırma yaptığını ve ihraç bilgilerinin doğru ve tam olduğuna dair kanaat oluşturmakta haklı sebepleri olduğunu ispatlayan araçlar ibra edilebilmektedir. Son şirket olaylarının ardından, düzenleyici otoriteler aracı yatırım bankalarının gerekli araştırmaları yapma hususunda yatırımcılara karşı mesuliyetlerini yeniden ele almaya başlamışlardır. Zira, yapılan işi ilave herhangi bir çalışma yapmaksızın, örneğin, denetlenmiş mali tablolara dayandırmak yeterli olmayabilmektedir.

Aracı kuruluşların ihraç bilgilerinin açıklanmasında önemli sorumlulukları bulunmaktadır.

Bunlardan ayrı olarak, banka çalışanları doğrudan yolsuzluğa alet olabilmektedir. Burada gerekli araştırmaların özen ve basiretle yapılmasından ziyade banka içinde çalışanların karıştığı usulsüzlükleri tespit ve imha etmek adına ne tür iç kontrol mekanizmalarının uygun olacağı sorusu gündeme gelmektedir.

## 5.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat

Mevcut durumda, araçların halka arza aracılık etmeleri veya bir borç işlemine taraf olmaları halinde gerekli araştırmaları yapmak için gösterecekleri özen ve dikkat ilkelerini belirleyen uluslararası bir standart seti bulunmamaktadır. IOSCO üyesi bazı ülkelerde ise yönlendirici uygulamalar yerleşmiştir. Eylül 2004'de İngiltere Finansal Hizmetler Otoritesi (UK FSA) tarafından yatırım bankası yöneticilerine muhatap çıkar çatışmaları ve itibar riskiyle ilgili standartlar ile bunların iş çevresinde nasıl uygulanacağına ilişkin ilkeleri içeren bir talimatname yayımlanmıştır<sup>74</sup>. Benzer bir şekilde Mayıs 2004'de, AB düzenleyici otoriteleri tarafından araçlarca tesis edilen karmaşık yapılı mali işlemler (CSFTs) hususunda bir tavassut metni kamunun görüşüne açılmıştır<sup>75</sup>. Bu metinde yatırım bankalarının basiretli bir araştırma yapmak için sahip olmaları gereken onaylama süreçleri ve iç denetim mekanizmaları ayrıntılı olarak belirtilmektedir.

Yatırım bankası personelinin CSFT'si incelenen şirket lehine davranışına müsebbip çıkar çatışmaları ile usulsüzlüklere karışmalarını önlemek adına IOSCO şu ilkeyi benimsemektedir:

*“Aracı kuruluşlar, yatırımcıların çıkarlarının korunması ve risk yönetimini hedefleyen ve buna göre aracı kuruluş yönetiminin bu konularda sorumluluğu*

<sup>73</sup> İtalya'da daha önce yüklenici banka tahvil ihracına ilişkin bilgileri içeren izahnameyi yeterince incelemeyi gerekçesiyle sorumlu tutulmuştur (Bkz. Milan Trib., 11 January 1988, II Giur. Comm. 585 (1988); Milan Court of Appeal, 2 February 1990, II Banca borsa 734 (1990); Guido Ferrarini, Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa, G.E. Colombo - G.B. Portale (eds.), Trattato delle società per azioni, 10\*\*, Torino: Utet, 1993, 289).

<sup>74</sup> Bkz. Letter from Hector Sants, Managing Director, Wholesale and Institutional Markets, UK FSA re “Senior Management Responsibilities: Conflicts of Interest and Risks Arising from Financing Transactions” (Eylül 2004, [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ceo/conflicts\\_24sept04.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ceo/conflicts_24sept04.pdf)).

<sup>75</sup> 36 US Department of Treasury, US Office of Thrift Supervision, US Federal Reserve System, US Federal Deposit Insurance Corporation, and US Securities and Exchange Commission, “Interagency Statement on Sound Practices Concerning Complex Structured Finance Activities,” (Mayıs 2004, <http://www.sec.gov/rules/policy/34-49695.htm>).

*öncelikli olarak kabul edeceği örgüt yapısı ve işletme yönetimine ilişkin standartlara uymakla yükümlü tutulmalıdır.” (IOSCO İlkeleri No.23)*

İlke aracı kuruluşların yönetimi, yatırımcıların korunması ve iç kontrol konuları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Buna göre;

- Aracı kuruluş yönetimi, şirket genelinde gerekli işlem kurallarına ve uygun prosedürlere uyulması konusunda sorumlu olmalıdır.

- Risk yönetim süreçlerinin kurum içinde periyodik olarak gözden geçirilmesi gerekmektedir.

- Aracı kuruluşların yatırımcı şikayetlerinin çözülmesine yönelik etkin mekanizmalara sahip olması gerekmektedir.

- Aracı kuruluşlar, işlemlerini müşterilerinin çıkarını koruyacak ve piyasaların bütünlüğünü sağlamaya katkıda bulunacak şekilde yürütmelidir.

- Aşağıda yer alan unsurlar aracı kurumların müşterileri ile ilişkilerinde büyük önem taşımaktadır:

- o Yürütülen faaliyetlere ilişkin sözleşmeler,
- o Müşterinin tanınmasına yönelik düzenlemeler,
- o Yatırım tavsiyeleri verilirken müşterinin mali durumu ve risk getiri tercihlerinin dikkate alınması,
- o Müşterilere gerekli bilgilerin zamanında sağlanması,
- o Hesap durumuna ilişkin olarak müşterilere dönemsel olarak bildirimde bulunması.

- Aracı kuruluşun müşteri varlıkları üzerinde tasarrufunun bulunması veya bu varlıkların saklanmasıyla ilgili sorumluluğunun bulunması halinde bunlar için gerekli korumanın sağlanması gerekmektedir.

- Aracı kuruluşların organizasyonuna yönelik olarak, aşağıdaki unsurların göz önüne alınması düzenlemeler ile zorunlu tutulmalıdır:

- o Tüm yasal yükümlülükler ile şirket içi prosedürlere uyumun gözetimi, doğrudan üst yönetime rapor veren bağımsız bir birim tarafından yapılmalıdır.
- o Aracı kuruluşun günlük faaliyetleri ile ilişkili olarak etkin politikalar ve operasyonel prosedürler oluşturulmalıdır.
- o Bu prosedürlerin etkinliği değerlendirilmelidir.
- o Aracı kurum ile müşteriler arasındaki çıkar çatışmalarının önlenmesi, önlenemediği durumlarda ise tüm müşterilere adil davranılmasını sağlayacak önlemler alınmalıdır.

Şu sıralar, 3 no’lu Daimi Komite<sup>76</sup> farklı ülkelerde aracılar için ne gibi uygunluk hükümlerinin getirildiği, bundan sorumlu kişilerin taşınması gereken niteliklerin neler olduğu ve hesap verebilirlik ile bağımsızlık koşullarının nasıl temin edildiği hususlarına açıklık getirmesi öngörülen bir çalışma başlatmıştır. Bu çalışma sonucunda düzenleyici otoriteler için yönlendirici nitelikte yüksek kalitede ilkeler vücuda getirilecektir.

<sup>76</sup> TC bünyesinde faaliyet gösteren 3 no’lu Daimi Komite piyasa araçlarının düzenlenmesi hususlarında kendilerine verilen iş ve projeleri yerine getirmektedir.

Aracı için hukukî ve itibarî risk taşıyan işlemlerin yeteri kadar incelenmesinin sağlanması kapsamında neler yapılabileceği hususu ilave nitelikte uluslararası destekli çalışmalarla zenginleşecektir.

### 5.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler

Kurulumuzu Seri: V, No:68 sayılı “Aracı Kurumlarda Uygulanacak İç Denetim Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği”nin 5’inci maddesinde; aracı kurumların oluşturdukları iç kontrol sistemlerine ilişkin tüm politika ve prosedürlerini yazılı hale dönüştürmeleri ve bunların kabulü ve yürürlüğe konulması için aracı kurum yönetim kurulunun kararının bulunması zorunlu tutulmuştur. İç kontrol sistemi kapsamındaki faaliyetler, yönetim kurulu, aracı kurumun her seviyedeki personeli ile iç denetimden sorumlu elemanlar tarafından yürütülür. Aracı kurumların iç kontrol faaliyetleri, tespit edilen risklerin de izlenmesine olanak verecek şekilde günlük faaliyetlerin ayrılmaz bir parçası olarak düzenlenir ve sürdürülür. Etkin bir iç kontrolün sağlanmasında, tüm personelin kendi görevlerini yazılı prosedürlere uygun olarak yerine getirme yükümlülükleri ile meslek ilkeleriyle bağdaşmayan uygulamalar ve kurum politikalarına aykırı veya yasal olmayan faaliyetler gibi hususları üst düzey yönetime aktarmaları için görev ve yetkileri yazılı olarak tanımlanır ve ilgili personele bildirilir. Prosedürler her düzeyde personelin etkin bir şekilde iç kontrol sistemine iştirakini sağlayacak şekilde oluşturulur.

Anılan Tebliğ’in 7’nci maddesi uyarınca yönetim kurulunun; aracı kurumun bünyesinde kurumsal yapıya uygun ve etkin bir iç denetim sisteminin kurulması, iç denetim programının oluşturulması ve sürdürülmesi hususlarında gerekli tedbirleri alma; aracı kurumun iç kontrol sistemine ilişkin önemli strateji ve politikalar ile iç kontrol sistemine ilişkin yazılı prosedürleri onaylama ve bunların uygulamasını dönemsel olarak inceleme; üst düzey yönetimin, iç denetim biriminin veya aracı kurumun bağımsız dış denetimini yapan kuruluşun aracı kurumun iç denetim sistemine ilişkin değerlendirmelerini düzenli olarak inceleme, aracı kurumun bağımsız denetim kuruluşu veya iç denetim biriminin iç denetimin güçlendirilmesine yönelik önerilerini değerlendirme ve bu öneri ve taleplerin üst yönetim tarafından dikkate alınıp alınmadığını kontrol etme ve mesleki ve etik standartların geliştirilmesi ve aracı kurumun her seviyedeki personelinin bunlara uyumunun sağlanması için gerekli tedbirleri alma mükellefiyeti bulunmaktadır.

Aynı zamanda, Seri:V, No:46 sayılı Tebliğ’in 11’inci maddesinde aracı kuruluşların işlemlerini gerçekleştirirken müşterilerinin çıkarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek dürüst davranmaları, bu amaç doğrultusunda müşterileriyle olan ilişkilerinde çıkar çatışmalarını önlemeye çalışmaları ve buna uygun bir organizasyon oluşturmaları, doğrudan veya dolaylı olarak kendileri ile müşterileri arasında bir çıkar çatışması olduğunda, öncelikle müşterilerinin menfaatini gözetmeleri, müşterileri arasındaki çıkar çatışmalarının önlenememesi halinde müşterilerine adil davranmaları gerektiği düzenlenmiştir. Tebliğ’in 58’inci maddesinde de bu kuruluşların; yatırımcıların hak ve yararlarını zedeleyici, iyi niyet

kurallarına aykırı hareket edemeyecekleri ve işlemlerde bulunamayacakları, müşterilerin piyasa hakkında bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yararlanıp bunların alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlayamayacakları ve herhangi bir şekilde gelirlerini artırmak amacıyla müşterilerin gereksiz alım-satım yapmalarına ortam hazırlamayacakları; ortak, yönetici, ihtisas personeli ile müfettiş ve TTKn uyarınca atanan denetçilerinin işleri dolayısıyla aracı kurum ve müşterileri hakkında öğrendikleri sırları açıklayamayacakları ve bu sırları kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanamayacakları hükme bağlanmıştır.

Buna göre aracı kuruluşların faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında özetle işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri, bu doğrultuda gerekli önlemleri almaları, işlemlerini gerçekleştirirken müşterilerinin çıkarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek dürüst davranmaları, sahip oldukları kaynakları etkin bir biçimde kullanmaları, müşterileriyle olan ilişkilerinde müşteri ismine saklama uygulaması ve yatırımcıyı korumaya ilişkin diğer düzenlemeler ile müşteriye ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları gerekmektedir.

Diğer taraftan, mevcut düzenlemeler uyarınca aracı kuruluşların, müşterilerine, menkul kıymetlere yatırım yapmanın risklerini anlamalarını ve yatırım kararlarını dengeli şekilde bilgiye dayanarak vermelerini sağlayacak genel ya da özel nitelikte bilgileri açıklamaları zorunlu değildir.

Seri: V, No: 46 sayılı Tebliğ'in 11'inci maddesinin (d) bendi uyarınca, aracı kuruluşların müşterileriyle olan ilişkilerinde, müşteri ismine saklama uygulaması ve yatırımcıyı korumaya ilişkin diğer düzenlemeler ile müşteriye ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları gerekmektedir. Tebliğ'in 57'nci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca, türev araçların alım satımına aracılık faaliyetlerinde aracı kuruluşlar, söz konusu işlemlerin risklerine ilişkin açıklamaları yapmak üzere içeriği Kurul'ca belirlenecek "türev araçlar risk bildirim formu"nu kullanmak ve bu formun bir örneğini müşterilerine vermek zorundadırlar. Ayrıca, Seri: V, No: 55 "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" in 12'nci maddesi uyarınca, yetkili kurumlar, düzenleyecekleri yatırım danışmanlığı çerçeve sözleşmesinin imzalanmasından önce, aşağıdaki bilgileri içeren tanıtıcı bir formu müşteriye sunmak zorundadırlar:

- a) Bu Tebliğde belirtilen yatırım danışmanlığına ilişkin ilkeler,
- b) Yatırım danışmanlığı kapsamında müşteriye sunulacak bilgi ve tavsiyelerin oluşturulmasında kullanılan bilgi kaynakları, yatırım stratejileri ve analiz yöntemleri,
- c) Bilgi ve tavsiyelerin müşteriye sunulmuş biçimiyle (yazılı, sözlü, günlük, haftalık, aylık ve benzeri) ilgili esaslar,
- d) Olası çıkar çatışmaları.

Yine, halka arzlarda da izahnameler yatırım kararlarına dayanak teşkil etmek üzere halka açıklanmaktadır. Bunlara ek olarak aracı kuruluşların sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin olarak Kurulumuzca hazırlanan kılavuzu bulundurarak, talep üzerine müşterilerine sunmaları gerekmektedir.

Yukarıda özetlenen düzenlemelerin tümü yatırımcılara yatırım kararlarını dengeli ve bilgiye dayalı olarak vermelerini sağlayacak bilgilerin temin edilmesi ve yatırımcıların olası riskler hakkında uyarılması amacını taşımaktadır. Bununla birlikte, aracı kuruluşların sermaye piyasası araçlarının, yatırımcıların bilgisi dahilinde olmayan riskler taşıyabilecek olması halinde belirli bir şekilde açıklama yapılmasını zorunlu tutan bir düzenleme bulunmamaktadır.

Aracı kuruluşların müşterilerine, menkul kıymetlere yatırım yapmanın riskleri hakkında genel bir açıklama yapmalarının zorunlu tutulmamış olmasına ilişkin eksiklik, Seri: V, No: 46 Tebliği'nin "Çerçeve sözleşme imzalama yükümlülüğü" başlıklı 13 üncü maddesine, türev araçların alım satımına ilişkin olarak aynı Tebliğ'in 57 inci maddesinin ikinci fıkrası hükmüne benzer bir hükmün eklenmesiyle ortadan kaldırılabilecektir. Söz konusu değişiklikle aracı kuruluşların müşterilerine menkul kıymetlere yatırım yapmanın risklerine ilişkin olarak şekli ve içeriği Kurulca belirlenecek genel bir açıklama yapmaları sağlanacaktır.

Bir diğer çözüme göre de, sermaye piyasası araçlarının, sahip olduğu risklerin yatırımcılar tarafından doğru algılanmasını teminen bir Kurul İlke Kararı üzerine, Aracı Kuruluşlar Birliği ile koordineli çalışılarak aracı kurumlar tarafından söz konusu bilgilerin yatırımcılara doğru aktarımı zorunlu tutulacaktır.

Yukarıda açıklanan eleştirinin ortadan kaldırılabilmesi için öne sürülen her iki seçenek de istenilen sonucu doğuracaktır. İlk seçenek tercih edilerek Seri: V, No: 46 Tebliği'nin 13 üncü maddesine hüküm eklenmesi, söz konusu yükümlülüğe sağlam bir yasal dayanak getirilmesi açısından faydalı olacaktır. Diğer taraftan, bir Kurul İlke Kararı alınarak Aracı Kuruluşlar Birliği koordinasyonu ile söz konusu yükümlülüğün yerine getirilmesi ise eleştiriye neden olan durumun daha hızlı ve pratik bir şekilde düzeltilmesini sağlayacaktır.

# VI.BÖLÜM

## KARMAŞIK KURUMSAL YAPILANMALARIN AMAÇLARI

### 6.1. Gündemdeki Sorunlar

Kurumsal yapılanmaların karmaşıklığı ve özel amaçlı varlık (SPE) kullanımı son dönem şirket olaylarına damgasına vurmuştur. Bu yapılanmaların hileli uygulamaların gizlenmesinden öte fayda sağlamadığı ve yasaklanması gerektiğini ileri sürenler bulunmakla birlikte Avrupa Komisyonu gibi birtakım taraftarlar bunların meşru amaçlara hizmet edebileceği gerekçesiyle oluşum nedenlerinin kamuya açıklanmasını zorunlu tutmak düşüncesindedirler.

Mali kuruluşlar ve finansman şirketleri bir taraftan oldukça riskli projelere yatırım yaparlarken bir taraftan da bu risklerini azaltmak için karmaşık yapılanmalara veya SPE kullanımlarına yönelebilmektedirler. Birçok gelişmekte olan ülkede büyük sermaye gerektiren yatırım projeleri, iştirak edilen proje şirketleri, yatırım fonları veya SPE nezdinde tutulan şelale hesaplar<sup>77</sup> vasıtasıyla yönetilmektedir. Bu hesaplar yatırımcıların malvarlıklarının istisnâ, işlem ve kur riskinden korunmalarını sağlayacak şekilde oluşturulmaktadır. Söz konusu iştirakler hukuken ayrı kişilikte olduklarından, proje şirketi başarısız olsa da mali kuruluşun veya finansman şirketinin zararı sınırlı olmaktadır. SPE ve karmaşık kurumsal yapılanmalar türev araçların kullanımını ve kur riskinden korunmayı kolaylaştırmak veya özellikle yurtdışı faaliyetleri bulunan şirketlerin kur değişimlerine; süt, yağ, kâğıt hamuru, çelik gibi malların ticaretiyle iştirak eden şirketlerin ise fiyat değişimlerine duyarlılıklarını hafifletmek amacıyla da kullanılabilirler.

SPE yatırımcıların ve ana şirketin vergi yükünü azaltmak için genellikle kıyı ötesi merkezlerde<sup>78</sup> teşekkül ettirilmektedir. Ana şirketten ayrı yapılanmalar olduklarından bunların yükümlülükleri muhasebe standartları uyarınca belirli koşulların sağlanması kaydıyla ana şirket bilançosunda gösterilmemektedir. Bu durum, teorik olarak

*Özel amaçlı varlıklar gibi meşru yapılanmalar usulsüz bilanço dışı işlemlere yol açabilmektedir.*

<sup>77</sup> Proje finansmanı yazınında "waterfall of accounts", "cash waterfall" veya "cash flow cascade" olarak geçen bu kavram projeden elde edilen nakit akımlarının güvenilir bir havuz hesabından (escrow account) kredi sözleşmelerinde belirtilen alacak sahiplerine dağıtıldığı hesaplar silsilesini ifade etmektedir.

<sup>78</sup> Kıyı ötesi merkezler Parmalat olayını mütakip dikkat çeken hususlardan biri olmuştur. Bu olayda usulsüzlüğün büyük bir kısmının ortaya çıkarıldığı Bonlat Cayman Adalarında meskündür. Parmalat'ın diğer pek çok SPE'si de kıyı ötesi merkezlerde faaliyet göstermektedir. Kıyı ötesi merkezlerin en fazla eleştirilen özelliği bunların uluslararası soruşturmalarda işbirliğine yanaşmaması ve bu merkezlerde kayıtlı firmalar hakkında son derece kısıtlı ve yetersiz bir arşivin bulunmasıdır. Bu noksanlıklar nedeniyle müşteri veya payshipliği hakkında bilgi temini zorlaşmakta; kara para aklama ve manipülasyon işlemleri kolaylaştırılmaktadır. İtalyan otoritelerine göre, Parmalat olayı şirketlerin kıyı ötesi merkezlerde kurulmasından doğan risklere mükemmel bir örnek teşkil etmektedir. Olayda, Bonlat grubun varlıklarının belirli bir kısmını bir kıyı ötesi merkezde kurulu kotta bulunmayan bir yatırım fonuna (Epicurum Fund) devretmiştir. Çok yeni kurulduğundan ve sürekli denetime tabi olmadığından bu fon hakkında herhangi bir bilgi mevcut değildir. Bu gibi finansman araçları Parmalat grubunun şeffaflığına olumsuz etkide bulunmuş ve düzenleyiciler arasındaki işbirliği eksikliği de fonun tespit edilmesini geciktirmiştir. Esasen ihraççılar çeşitli vergi avantajları nedeniyle kendilerini veya bağlı ortaklıklarını kıyı ötesi merkezlerde kurmak istemektedirler. Dolayısıyla, bir SPE kıyı ötesi bir merkezde kurulabilir, riskli bir girişimin yükümlülüklerini devralabilir, ancak bundan elde edilecek kazançları herhangi bir vergi mükellefiyetine tabi olmaksızın ana işletmeye aktarabilir. Kıyı ötesi merkezler kurulum ücretleri vb. önemli tutarda kayda alma geliri elde ettiklerinden, kurulum sürecini hızlandırmak için birbirleriyle rekabet halindedir. Bu nedenle, müşteri tanıma kurallarının ve sahiplikle ilgili bilgilerin talep edilmesi halinde kayda alma süreçlerinin maliyetli ve itici olacağı tartışılmaktadır.

bilânço dışına aktarılan risklerin gerçekte varsayılan derecede aktarılmamış olduğu zaman sorun doğurmaktadır. Örneğin, bir kredi için SPE'ye kefil olan ihraççı şirkete, beklenmedik koşulların ortaya çıkması sonucunda kreditor tarafından rücu edilmesi riskin aslında tam olarak aktarılmadığını göstermektedir. Dolayısıyla, bunlar potansiyel olarak aslında ana şirketin borç pozisyonunda hiçbir değişiklik olmaksızın yükümlülüklerin bilânço dışına çıkarılabilmesi suiniyetiyle oluşturulabilmektedir. Son derece karmaşık ortaklık yapıları ve kredi sözleşmeleriyle kurulan bu varlıklar ihraççının yükümlülüklerinin bağımsız denetimi ile kamuya yapılan açıklamaların incelenmesini de zorlaştırmaktadır.

## 6.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat

Yürürlükteki pek çok muhasebe standardı bir bakıma SPE ve diğer karmaşık yapılanmaların bu şekilde kullanımına olanak tanımaktadır. Bazı risklerin bir başka yapılanmaya intikal ettirilerek bilânço dışına çıkarılması risklerle mücadeleyi seven girişimci ruhu teşvik etmektedir. Diğer taraftan, bu olanak riskin özünde ana şirkette kalması ve salt yükümlülüklerinin gizlenmesi amacıyla muhasebe hileleriyle bilânço dışına aktarılması nedeniyle olumsuz sonuçlara gebe olmaktadır.

IASB ve FASB standartlarında özel amaçlı varlıkların muhasebeleştirilmesine ilişkin hükümler yer almaktadır. Mevcut durumda her iki otorite de standart iyileştirme ve geliştirmelerine olan ihtiyacı birbirleriyle istişare etmek suretiyle tespit etmeye çalışmaktadır.

Bu konuda en güncel standartlar 2003 yılında FASB tarafından yayımlanan 46 ve 46R no'lu yorumlardır<sup>79</sup>. IASB nezdinde de mevcut yorumlar<sup>80</sup> süzgecinde konsolidasyon ve SPE/karmaşık yapılanmalar üzerine bir çalışma başlamak üzeredir.

## 6.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler

Mevcut mevzuatımızda SPE'ler ve işletmelerin bunlarla yaptıkları işlemlere ilişkin herhangi bir özel düzenleme bulunmamaktadır. Ancak, SPE'lerin konsolide mali tablolara etkisi düşünüldüğünden Kurulumuz muhasebe standartlarının konsolide mali tablolara ilişkin hükümlerinin incelenmesi yararlı olacaktır.

Amacı, konsolide mali tabloların hazırlanması ve ilgililere sunulması, iştiraklerde, bağlı veya müşterek yönetime tabi teşebbüslerdeki pay sahipliğinin muhasebeleştirilmesi, konsolide olmayan mali tabloların hazırlanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemek olan Seri: XI, No:25 sayılı "Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ" de, bağlı ortaklıkların tam konsolidasyon yöntemine, müşterek yönetime tabi teşebbüslerin oransal konsolidasyon veya özsermaye yöntemine, iştiraklerin ise özsermaye yöntemine tabi tutulması öngörülmüştür. Bu

<sup>79</sup> [www.fasb.org/fin46.pdf](http://www.fasb.org/fin46.pdf) ve [www.fasb.org/fin46r.pdf](http://www.fasb.org/fin46r.pdf).

<sup>80</sup> SIC 12 (Consolidation – Special Purpose Entities).



çerçevede, SPE'lerin hangi kategoride değerlendirileceğini tespit edebilmek için bağlı ortaklık, müşterek yönetime tabi ortaklık ve iştirak terimlerinin üzerinde durmak gereklidir.

Tebliğe göre bağlı ortaklık ana ortaklık tarafından kontrol edilen işletme demektir. Burada kontrol, ana ortaklığın, bir işletmenin faaliyetlerinden fayda sağlamak amacıyla söz konusu işletmenin finansal ve faaliyet politikaları ile ilgili kararlarında tek başına etkin rol oynama gücünü ifade etmektedir. Bu güç ana ortaklığın doğrudan veya bağlı ortaklıkları vasıtasıyla dolaylı olarak bir ortaklıktaki oy haklarının yarısından fazlasını kontrol etmesi durumunda kuvvetle muhtemel oluşabilir. Yarından daha az kontrol olsa da, aşağıdaki şartlardan birinin varlığı halinde de kontrolün var olduğu kabul edilir:

- Diğer pay sahipleriyle yapılan anlaşma gereği oy hakkının yarısından fazlasının kontrol edilmesi,
- Bir düzenleme veya sözleşme gereği, işletmenin finansal ve faaliyet politikalarını idare etme yetkisini haiz olunması,
- İşletmenin yönetim kurulu veya bu hakları haiz yürütme organının üyelerinin çoğunluğunu atama veya görevden alma gücüne sahip olunması,
- Yönetim kurulunda veya bu hakları haiz yürütme organında oyların çoğunluğunu kontrol etme gücünün elde bulundurulması.

İştirakler ise işletmenin önemli derecede etkide bulunduğu, bağlı ortaklık ve müşterek yönetime tabi teşebbüsler dışında kalan işletmelerdir. Önemli derecede etki, bir işletmenin finansal ve faaliyet politikalarına ilişkin kararları üzerinde kontrol yetkisi olmaksızın katılma yetkisi olarak tanımlanabilir. Aksinin geçerli olduğuna dair kuvvetli deliller yoksa aşağıdaki hususların en az birinin varlığı durumunda, bir işletmenin diğeri üzerinde önemli derecede etkiye sahip olduğu sonucuna varılır:

- İşletmenin, doğrudan ve dolaylı olarak diğer bir işletmenin oy hakkında %20 ve daha fazla paya sahip olması,
- İşletmenin diğer işletmenin yönetim kurulunda veya bu hakları haiz yürütme organında temsil edilmesi,
- İşletmenin diğer işletmenin politika belirleme sürecine katılması,
- İşletmenin diğer işletme ile önemli büyüklükte işlemler yapması,
- Yönetim personelinin ortak kullanımı,
- İşletmenin diğer işletmeye önemli miktarda teknik bilgi sağlaması.

Son olarak müşterek yönetime tabi teşebbüsler ise yönetimi, iki veya daha fazla tarafça, bir sözleşme çerçevesinde birlikte paylaşılan işletmeleri veya ekonomik faaliyetleri ifade etmektedir.

Söz konusu kıstaslar, çeşitli alanlarda faaliyet göstermek için kurulmuş sıradan işletmelerin hangi kategoriye dahil edileceğinin tespiti için yeterli olsa da; özellikle bilanço dışı finansman sağlamak ve konsolidasyon dışında tutulmak hedefleri gözetilerek tasarlanmış SPE'lerin sınıflanması için yetersiz kalmaktadır. Zira gelişmiş ülkelerde uygulanan birçok işlemde, sponsor olarak adlandırılan ortaklık, SPE'nin

sermayesinde çok düşük oranlarda pay sahibi olmakta veya hiç pay sahibi olmamakta, yönetime doğrudan müdahale etmemekte; buna karşın, SPE'nin esas sözleşmesinde ve faaliyetlerini düzenleyici hukuki metinlerde yer alan hükümler aracılığıyla faaliyetler sonucunda ortaya çıkan faydanın çoğunu tek başına elde etme hakkını elinde bulundurmaktadır. Mali tabloların hazırlanmasında, Seri: XI, No:25 sayılı Tebliğ hükümlerine uymak zorunda olacak ortaklıkların da kullanacakları SPE'nin tasarımını, sermayede hiç pay sahibi olmayacak ve yönetime katılmayacak, ancak faaliyetler sonucunda ortaya çıkan faydanın çoğunu elde edecek şekilde yapmaları durumunda, anılan Tebliğ hükümlerini dolanmanın ve böylece söz konusu işletmeleri konsolide mali tabloların dışında tutabilmenin mümkün olabileceği düşünülmektedir (**Artunç: 2002**).

Ortaklıklar için konsolide mali tablo düzenlemenin mecburi tutulduğu gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde, düzenleyici otoritelerin, SPE'leri konu alan işlemlerin yoğunluğu karşısında, söz konusu işlemlerin müdahale alanları dışında kalmamasını teminen özel düzenlemeler yapmak zorunda kalmaları, ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında da konuya ilişkin özel düzenlemeler yapılmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır.

UFRS'de, SPE'lerin konsolidasyonu hususu SIC-12 yorumunda ele alınmıştır<sup>81</sup>. Aşağıda söz konusu yorumda yer alan SPE üzerinde kontrolün muhafaza edilmediğinin tespit edilebilmesine yönelik hükümlere yer verilmektedir. Buna göre, bu hallerde kontrolün mevcudiyetinden söz edilebilecek olup, SPE konsolidasyon işlemine tabi tutulacaktır:

(a) SPE'nin faaliyetlerinin kurucu adına/namına onun ihtiyaçları doğrultusunda yürütülüyor olması; böylece, kurucunun SPE'nin faaliyetlerinden fayda sağlaması;

- SPE kurucuya uzun vadeli kaynak sağlamak ana amacıyla iştirak ediyorsa veya kurucunun esas faaliyetlerini desteklemek için fonlama yapıyorsa,
- SPE'nin sağladığı mal ve hizmetler kurucunun ana faaliyetleriyle tutarlılık/paralellik arz etmekteyse (öyle ki SPE olmasaydı bu mal ve hizmetleri kurucunun kendisi tedarik edecekti),

(b) Kurucunun SPE'nin faaliyetlerinden elde ettiği faydanın çoğunluğunu elde etme **kararını verebilecek güçte olması/bu kararı verebilecek gücünün bulunması/kararlara etki etme gücünün olması**; ya da bu karar alma gücünü SPE'ye devretmesi (otomatik pilot sistemi);

- SPE'yi tek taraflı feshetme gücünün olması
- SPE'nin esas sözleşmesini, iç tüzüğünü, yönetmeliklerini, iç düzenlenmelerini değiştirme gücünün olması,
- Bunlardaki değişiklik taleplerini veto etme gücünün olması

<sup>81</sup> Esasen Seri: XI, No:25 sayılı Tebliğ UFRS'nin orijinal hükümlerinin uygulanmasına imkân tanımaktadır. Ancak, konu özellikle son dönemdeki düzenlemeler (Ör: Mortgage düzenlemeleri) açısından çok büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle, SIC 12'nin ivedilikle mevzuata uyarlanarak bir muhasebe standardı açıklaması vasıtasıyla kamuya duyurulması uygun olacaktır.

(c) Kurucunun SPE'nin faaliyetlerinden elde ettiği faydanın çoğunluğunu **elde etme hakkının** bulunması, dolayısıyla bu faaliyetlerin riskine de maruz kalması; veya

- *Net nakit akımları, kazançlar/karlar, net varlıklar/özsermaye veya diğer ekonomik faydalar üzerinde hakkının olması,*
- *SPE'nin varlıklarının bakiyelerinin/diğer tranşlara yapılan tüm ödemelerden sonra kalan tutarın tahsis edildiği tranşa sahip olunması (SPE'nin tasfiyesi halinde kalan bakiye de dahil)*

(d) Kurucunun SPE'nin faaliyetlerinin faydalarını elde etmek için, SPE'nin veya SPE'nin varlıklarının bakiyelerinin/diğer tranşlara yapılan tüm ödemelerden sonra kalan tutarın tahsis edildiği tranşa sahip olunması veya sahiplik risklerinin çoğunluğunu muhafaza etmesi (Kurucunun SPE yatırımcılarına kendisine rücu edilebilme garantisini vermesi).

- *SPE'ye kaynak sağlayanların dayanak varlıklarda önemli bir haklarının olmaması (pass-through olmaması/pay through olması),*
- *SPE'ye kaynak sağlayanların SPE'nin gelecek ekonomik faydaları üzerinde haklarının olmaması,*
- *SPE'ye kaynak sağlayanların dayanak varlıkların riskine veya SPE faaliyetlerinin riskine önemli seviyede maruz olmamaları,*
- *SPE'ye kaynak sağlayanların bir borçlanma senedi veya hisse senedi sahibinin getirisine denk bir bedeli temin edecek durumda olması.*

Bu kapsamda, UFRS paralelinde ve ortaklığın vereceği konsolidasyon kararı için, SPE'nin ortaklık yapısından çok, SPE üzerinde dolaylı yollardan sağlanan kontrol, SPE'nin ortaya çıkaracağı faydadan yararlanma derecesi ile maruz kalınan risk/getiri yapısı dikkate alınacak şekilde yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

## VII. BÖLÜM

# ÖZEL BİLGİ TAHLİLCİLERİNİN ROLÜ

### 7.1. Gündemdeki Sorunlar

Bugün yatırımcıların ulaşabileceği ham bilgi seviyesi sersemletici boyuttadır. Bu nedenle, yatırımcılar ham bilginin işlenerek kullanabilecekleri hale getirilebilmesi için giderek özel bilgi tahlilcilerine yönelmektedir. Bu namı diğer bilgi laborantlarının kapsamına gözde yayın organlarında yazılar yazan uzmanlar, yatırım uzmanları ve derecelendirme kuruluşları dahildir.

Medya, sermaye piyasası uzmanları ve derecelendirme kuruluşlarına şirketlerin iflas öncesi mali durumlarını çözümleyememeleri nedeniyle kötü tavsiyelerde bulunan aracı kuruluşlara yaptıklarından daha fazla saldırmıştır. Örneğin, Parmalat olayında eleştiri okları iflasa götüren önemde mali tablo düzeltmesi yapmak durumunda kalan şirkete düşük de olsa yatırım yapılabilir derece veren Standart & Poor's şirketine yönelmiştir. Hakeza, Parmalat şirketiyle daha önceden bir takım münasebetleri bulunan bazı hisse senedi uzmanları usulsüzlükler gün ışığına çıkmadan evvel bu şirket hakkında kayırcı raporlar vermişlerdir. Gerçekten de, 2001 yılında "Dotcom Balonu" patlamadan hemen önce uzmanların "güçlü al", "al" ve "tut" tavsiyelerinin sayısı "sat" tavsiyelerinden oldukça fazla olmuştur<sup>82</sup>.

Sermaye piyasası uzmanları ile derecelendirme kuruluşlarına ilişkin hususlar aynı potada eritmeye çalışılsa da bunların kendine özgü sorunları bulunmaktadır. Son olaylarda, uzmanların özellikle şirketin mali sorunlarının farkında olmalarına rağmen menfaat ilişkileri nedeniyle bunları görmezden geldikleri görülmüştür. Bu menfaat çatışmaları ihraççıyla kazançlı bir aracılık sözleşmesi imzalayan yatırım bankalarında istihdam edilmiş satış odaklı uzmanların varlığından kaynaklanmaktadır. Pek çok kez bu uzmanlardan senetlerin pazarlanmasında istifade edildiğinden bunların bağımsızlığı sorunu gündeme gelmektedir. Ayrıca, ihraççıyla yoğun bir şekilde kredi ilişkisi içinde bulunan bankalarda çalışan tahlilciler menfaat çatışmalarına alet olabilmektedir.

Diğer taraftan, derecelendirme kuruluşları benzeri menfaat çatışmalarına girdikleri yönünde daha az itham edilmişlerdir. Bunların asıl sorunlarının derecelendirdikleri şirketler hakkında kâfi araştırma yapmamaları, bağımsız denetimin kalitesini sorgulamamaları ve yetersiz muhasebe standartları ile gevşek denetim sistemlerinin hüküm sürdüğü ülkelerde yerleşik şirketlerin risklerini ölçememeleri olduğu genel kabul görmektedir.

Özel amaçlı varlıklar gibi meşru yapılanmalar usulsüz bilânço dışı işlemlere yol açabilmektedir.

<sup>82</sup> "How Can Analysts Maintain Their Independence?" Remarks by Acting Chairman Laura S. Unger, US Securities and Exchange Commission (Ray Garrett Jr. Corporate and Securities Law Institute, Northwestern University School of Law, April 19, 2001) <http://www.sec.gov/news/speech/spch477.htm>.

## 7.2. Konuyla İlgili Mevcut Uluslararası Mevzuat

Yatırım uzmanlarının karşılaştıkları menfaat çatışmaları ve derecelendirme kuruluşlarının faaliyetleriyle ilgili olarak TC tarafından Eylül 2003'de raporlar yayımlanmıştır<sup>83</sup>.

Söz konusu raporlar IOSCO üyesi ülkelerde yeni çığır açmış ve hükümetler tarafından övgüler almıştır. Bunların tetiklemeyle IOSCO derecelendirme kuruluşlarına ilişkin temel uygulama ilkelerini kamuya açıklamıştır<sup>84</sup>.

## 7.3. SPK Mevzuatına Bakış ve Öneriler

Derecelendirme, borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılıp yapılamayacağına ilişkin tarafsız olarak yapılan değerlendirmeleri ifade etmektedir. İhraç edilen menkul kıymetin ve ihraççı kuruluşun riskinin diğer menkul kıymetler ve ihraççı kuruluşların risklerine göre belirli kurallara uygun olarak sınıflandırılmasını kapsar. Kurulumuz SPKn 22'nci maddesinin (n) bendi ve 39'uncu maddesi hükümleri uyarınca sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetleri ve bu faaliyette bulunacak kuruluşların kuruluş ve faaliyet esaslarını düzenlemekle yetkilidir. Seri: VIII, No:40 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır.

Kredi derecelendirmesi, ortakların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.

Kurulumuz düzenlemelerine göre, derecelendirme yaptırılması ihtiyari olup, Kurul tarafından gerekli görülen durumlarda derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilmektedir. Tebliğ'e göre derecelendirme kuruluşları, ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilecekler ancak söz konusu derecelendirme sonuçları ilgili ortaklık ve sermaye piyasası kurumunun onayı olmaksızın derecelendirme kuruluşu tarafından kamuya açıklanamayacaktır. Derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme yaptıkları ortaklık ve sermaye piyasası kurumlarının mali durumunu ve faaliyetlerini, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının riskini periyodik olarak takip etmeleri ve gerektiğinde

---

<sup>83</sup> "Report on Analyst Conflicts of Interest" (bkz. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD152.pdf>) ve "Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest" (bkz. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD150.pdf>); "Report on the Activities of Credit Rating Agencies" (bkz. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>) ve "Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies" (bkz. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>).

<sup>84</sup> "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies" (bkz. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>).

derece değişikliği yapmaları gerekmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının yeni bir derecelendirme yapmaları halinde, yeni derece ile birlikte bir önceki derecenin ve derecenin değiştirilme gerekçesini kamuya açıklamaları gerekmektedir. Ayrıca, derecelendirme kuruluşları her derecenin ne anlama geldiğine ilişkin kamuya açıklama yapmak zorundadırlar.

Mevcut durum itibarıyla, kredi derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak üzere Türkiye’de kurulmuş ve gerekli şartları yerine getirerek Kurulumuzdan izin alarak faaliyete geçmiş bulunan tek derecelendirme kuruluşu ‘Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.’ olup; anılan kuruluş, uluslararası derecelendirme kuruluşu Fitch Ratings Ltd.’nin Türkiye temsilcisidir. Ülkemizde derecelendirme faaliyetlerinin gelişememe nedenlerinden biri, Tebliğ’in değişmeden önceki halinde Türkiye’de kurulacak derecelendirme kuruluşlarının Kurulca kabul edilen bir uluslararası derecelendirme kuruluşu ile know-how alacağına dair sözleşme yapması ve Kurulca kabul edilen derecelendirme kuruluşlarının ortak olması halinde bu kuruluşun ortaklık payının şirket sermayesinin %25’inden az olmaması zorunluluklarının bulunmasıdır. Diğer bir neden ise, derecelendirme faaliyetinin Kurulumuz düzenlemelerine göre hâlihazırda ihtiyarî olmasıdır.

Sermaye piyasaları işleyişi güven ve bilgiye dayanan piyasalardır. Yatırımcıların, alacakları yatırım kararlarının doğru ve etkin olması söz konusu bilgilerin doğruluğu ve güvenilirliğine bağlıdır. Derecelendirme kuruluşları, kredi derecelendirmesi faaliyetleri kapsamında yaptıkları incelemeler neticesinde verdikleri notlar ile yatırımcı kararlarında önemli rol oynamaktadır.

Tahviller uzun vadeli borçlanma aracı olarak en sık kullanılan enstrümanlardır. Kredi notlarının doğruluğu ve güvenilirliği tahvil piyasalarının etkinliği ve güvenilirliğinin etkilemektedir. Oluşan fiyatlara göre yatırımcının geliri, finansman sağlayan işletmenin borçlanma maliyeti belirlendiğinden, fiyatların etkin piyasalarda güvenilir bilgiler kapsamında oluşması her iki tarafında menfaatinin korunmasını sağlayacaktır. Bu nedenle, tahvil piyasalarının etkin işleminde derecelendirme kuruluşlarına büyük sorumluluk düşmektedir. Yine, mortgage düzenlemeleri uyarınca ihraç edilecek menkul kıymetlerin de derecelendirmeye tabi tutulması çok önemli bir kamuyu aydınlatma vazifesi görecektir.

Ülkemizde kamunun borçlanma ihtiyacının azalması ve faizlerin düşmesi nedeniyle, özel sektör işletmeleri için önemli bir kaynak yaratacak borçlanma senedi piyasalarının gelişmesi, kredi derecelendirme faaliyetleri ve bu faaliyetler sonucu verilecek kredi derecesi notlarının öneminin artmasını sağlayacaktır. Bu piyasaların gelişebilmesinin, yatırımcıların bu piyasalara duyacağı güvene dayandığı düşünülmektedir. Piyasalarda ihraççılar ve enstrümanlar açısından derecelendirmenin zorunlu hale getirilmesi, yatırımcıların değerlendirmelerini bu notlara paralel olarak yapabilmelerini sağlayacak, piyasa katılımcıları risk tercihlerine uygun olan yatırım araçlarını kolaylıkla tercih edebileceklerdir.

Diğer taraftan Seri: V, No: 55 sayılı “Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Tebliği”nde yatırım danışmanlığı; karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin etmek suretiyle, müşterilere sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında ve sermaye piyasası ile ilgili diğer konularda yönlendirici nitelikte yazılı veya sözlü yorum ve yatırım tavsiyelerinde bulunulması faaliyeti olarak tanımlanmaktadır. Tebliğ’deki tanım çerçevesinde yatırım danışmanlığı faaliyetinin temel özellikleri aşağıda belirtilmiştir.

- Yatırım danışmanlığı faaliyetinde bilgilendirme hizmeti sunulmaktadır.
- Sunulan hizmet karşılığında bir ücret elde edilmektedir.
- Yorum ve tavsiyelerin yönlendirici nitelikte olması (sermaye piyasası aracını almaya veya satmaya teşvik etmek şeklinde) gerekmektedir.

Anılan Tebliğ’in 11’inci maddesinin (e) bendinde yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesi sırasında yetkili kurumların doğrudan veya dolaylı olarak kendileri ile müşterileri arasında bir çıkar çatışması olduğunda, öncelikle müşterisinin menfaatini gözetmekle, müşteriler arasındaki çıkar çatışmalarının önlenememesi halinde ise müşterilerine adil davranmakla yükümlü oldukları belirtilmiştir. Maddede ayrıca yetkili kuruluşların yatırım danışmanlığı faaliyetinin yürütülmesi sırasında;

- Müşterilerine gerçek dışı, yanlış, yanıltıcı veya abartılmış bilgilere dayalı tavsiyelerde bulunamayacakları,
- Yatırım tavsiyelerini, güvenilir belge, destekleyici rapor ve analizlere dayandırmak zorunda oldukları,
- Müşterilerinin mali durumunu, yatırım amaçlarını, likidite, getiri ve risk tercihlerini dikkate alarak en uygun yatırım kararını almalarını sağlayacak yönde tavsiyede bulunacakları,
- Verilen yatırım tavsiyeleri ile ilgili olarak müşterilere önceden saptanmış belli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir garanti veremeyecekleri,
- Yazılı, görsel veya işitsel biçimde müşterilere duyurulacak ve yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarını, müşterilerine duyurmadan önce kendileri veya üçüncü şahıslar lehine kullanamayacakları,

hükme bağlanmıştır. Tebliğ kapsamında yatırım danışmanları ve onları istihdam eden yetkili kurumlar faaliyetin yürütülmesi sırasında mesleki yeterlilik, bağımsızlık, mesleki özen ve titizlik ve sır saklama ilkelerine göre hareket etmek zorundadırlar<sup>85</sup>.

Ülkemizde yatırım bankacılığı hizmetleri ile beraber yatırım danışmanlığı hizmetlerini sunma eğiliminin artması ile birlikte aracı kuruluşların ve istihdam

---

<sup>85</sup> Mesleki yeterlilik ilkesi, yatırım danışmanı olarak görevlendirilen personelin lisans düzeyinde ve sonrasındaki eğitim ve öğretimi ile mesleki deneyimlerin yatırım danışmanlığı yapabilecek düzeyde olmasını; bağımsızlık ilkesi, yetkili kurumların ve yatırım danışmanlarının faaliyetlerinde bağımsız dürüst ve tarafsız olmasını; mesleki özen ve titizlik ilkesi, dikkatli ve basiretli bir yatırım danışmanının aynı koşullar altında ayrıntılara vereceği önemi, göstereceği dikkat ve gayreti; sır saklama ise yetkili kurumlar ile yatırım danışmanlarının işleri dolayısıyla öğrendikleri sırları açıklamamalarını ve bu sırları kendilerinin veya üçüncü kişilerin menfaatine kullanamamalarını ifade etmektedir.



edilen tahlilci veya mevzuatımızdaki karşılığı olan yatırım danışmanlarının karşı karşıya kalacağı çıkar çatışmalarının yoğunlaşacağı ve sunulan yatırım tavsiyelerinin ve araştırma hizmetlerinin kalitesinin ve objektifliğinin sorgulanacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede yapılan bir çalışmada;

- Yatırım danışmanlığı hizmeti sunan şirketlerde çıkar çatışmalarının önlenmesi için ve çatışmaların ortaya çıkması durumunda izlenecek ayrıntılı politika ve prosedürlerin oluşturularak uygulamaya konulması ve gözetiminin gerçekleştirilmesi,
- SPK tarafından faaliyet ve gözetim esasları belirlenecek bağımsız gerçek kişilerce de yatırım danışmanlığı hizmetinin yürütülmesine imkan verecek yasal düzenlemelerin yapılması,
- Aracı kuruluş veya istihdam ettiği tahlilcilerin yatırım tavsiyesi olarak sunduğu şirket veya menkul kıymetlerle ilgili finansal bir çıkarı mevcutsa, kendi portföylerinde söz konusu kıymetler bulunuyorsa ilgili kişilere durumun açıklanması, tahlilcilerin çalıştıkları şirket bünyesinde farklı görevler üstlenmesinin önlenerek sadece araştırma ve tavsiye hizmetinde bulunmaları ve ücretlerinin bu hizmetlere göre belirlenmesi, sunulan yatırım tavsiyelerinin tersi yönünde alım veya satım pozisyonunun alınmasının yasaklanması, tahlilcilerin periyodik olarak bilgi ve etik normlara ilişkin sınavlara tabi tutulması ve tahlilcilerin meslekteki kurallarının oluşturulması,
- Asgari etik normların ve meslek kurallarının oluşturulmasına öncülük edebilecek ve faaliyetin gelişimine katkıda bulunabilecek bir yatırım danışmanları ve tahlilciler birliğinin kurulması

önerilmektedir (Aslan: 2004).

## KAYNAKÇA

**ANDERSON, Ronald C. & REEB, David M.**

2004, "The Balance of Power: Who Monitors the Family?"

2003, "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500." The Journal of Finance 58 (3), 1301-1327.

**ARTUNÇ, Burak**

2002, "Özel Amaçlı Varlıklar (Special Purpose Entities) ve Bilânço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları", SPK Yeterlik Etüdü.

**ASLAN, A. Gökhan**

2004, "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetinde Analistlerin Rolü, Çıkar Çatışmaları, Düzenlemeler ve Türkiye İçin Öneriler", SPK Yeterlik Etüdü.

**BEASLEY, Mark S., Joseph V. CARCELLO ve Dana R. HERMANSON**

2001, "Audit Deficiencies: Lessons from Fraud-related SEC Cases", Journal of Accountancy.

**BORSA ITALIANA**

2002, "Corporate Governance Code (il Codice di Autodisciplina delle società quotate rivisitato)", Committee for the Corporate Governance of Listed Companies, <http://www.borsaitalia.it/mercati/homepage/regolamentieistruzioni/corporategovernance/corporategovernance.html>

**BRUCE, Bruce**

2004, "Looking at the same page", Makale, Financial Times, <http://www.ft.com>

**ÇÜRÜK, Turgut**

2003, "Muhasebe Şeffaflığına Bağımsız Dış Denetimin Etkisi Üzerine Uygulamalı Bir Çalışma: Türkiye Örneği", VI. Muhasebe Denetimi Sempozyumu Panel Konuşması, İSMMMÖ.

2000, "An Analysis of Factors Influencing Accounting Disclosure in Turkey", Exeter University.

**FÉDÉRATION DES EXPERTS COMPTABLES EUROPÉENS (FEE)**

2003, "Principles of Assurance: Fundamental Theoretical Issues with Respect to Assurance in Assurance Engagements"

**FINANCIAL TIMES**

1991, "Turkish Accounting Shake-up Reveals Blemishes on the Books", Financial Times.

**GENERAL ACCOUNTING OFFICE (GAO)**

2003, "Public Accounting Firms Mandated Study on Consolidation and Competition", Report to the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs and the House Committee on Financial Services.

**GHOSH A. ve D. MOON.**

2003, "Does auditor tenure impair audit quality?", Araştırma Raporu, SEC.

**GROOM, Michael**

2002, "Corporate Governance-The Role of Financial Reporting and Auditing in Good Corporate Governence", IOSCO Conference

**HONKANEN, M.L., K. VON MOLTKE, M. HISSCHEMÖLLER**

1998, "Report of the Concerted Action on the Effectiveness of International Environmental Agreements", Noordwijk Workshop, Institute for Environmental Studies.

**HUSSEY, Roger**

1999, "Shame About Standards", Journal of Accountancy International.

**IMALA, O. I.**

2002, "Monitoring compliance with international financial standards : Role of central banks"

**INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS**

2004, "Handbook Of International Auditing, Assurance, And Ethics Pronouncements".

**JOHNSON V. E., I. K. KHURANA, ve J. K. REYNOLDS.**

2002, "Audit-firm tenure and the quality of financial reports", *Contemporary Accounting Research* 19 (4): 637-660.

**KERWER, Dr. Dieter.**

2003, "Governing financial markets by international standards", Paper prepared for the workshop "The Governance of Global Issues: Effectiveness, Accountability and Constitutionalization" at the ECPR Joint Sessions in Edinburgh.

**KOBİFİNANS**

2005, "Aile Şirketinde 'Baba'dan Sonra Pilot Krizi Çıkıyor", Danışma Merkezi, [http://www.kobifinans.com.tr/icerik.php?Article=4845&Where=danisma\\_merkezi&Category=020603&Topic=9](http://www.kobifinans.com.tr/icerik.php?Article=4845&Where=danisma_merkezi&Category=020603&Topic=9)

2004, "Aile Şirketlerinin Avantajları Nelerdir?", Danışma Merkezi, [http://www.kobifinans.com.tr/icerik.php?Article=484&Where=danisma\\_merkezi&Category=020603](http://www.kobifinans.com.tr/icerik.php?Article=484&Where=danisma_merkezi&Category=020603)

**MOODY'S INVESTORS SERVICE**

2003, "U.S. and Canadian Corporate Governance Assessment"

<http://www.moodys.com/moodys/cust/research/MDCdocs/20/2002000000425793.pdf>

**MYERS J., L. A. MYERS, ve T. C. OMER.**

2003, "Exploring the term of auditor-client relationship and the quality of earnings: a case for mandatory auditor rotation?" *The Accounting Review* 78 (3): 779-799.

**POWERS, William C. Jr,**

2002, "Report Of Investigation By The Special Investigative Committee Of The Board Of Directors Of Enron Corp.", Special Investigative Committee Report, <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/enron/sicreport/>

**RAY&BERNDSTON**

2003, "Türkiye'nin Yönetim Kurulu Karnesi", Araştırma, Capital Aylık Ekonomi Dergisi, Sayı:2003/11.

**THIRKELL-WHITE, Ben**

2003, "Institutional legitimacy and the international financial architecture", Paper prepared for the ECPR joint sessions, Edinburgh.

**US SENATE SUBCOMMITTEE**

2001, "The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse," Report of the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee of Governmental Affairs, <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/enron/senpsi70802rpt.pdf>

**SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK)**

2004, "Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi", Kasım 2004, [http://www.spk.gov.tr/ofd/KurumsalYonetim/kurumsal\\_yonetim\\_uygulama\\_anketi\\_sonuclari.pdf](http://www.spk.gov.tr/ofd/KurumsalYonetim/kurumsal_yonetim_uygulama_anketi_sonuclari.pdf)

**Stuart L. GILLAN ve John D. MARTIN**

2002, "Financial Engineering, Corporate Governance and the Collapse of Enron" SSRN Working Paper.

**TANÖR, Reha**

2005, "Kurumsal Yönetim Arayışları Doğrultusunda Banka Yönetim Kurulunda Bağımsız Üyelik", [http://www.finanskulup.org.tr/html/makale/reha\\_tanor.html](http://www.finanskulup.org.tr/html/makale/reha_tanor.html).

**TANLU, Lloyd, Don A. MOORE, Max H. BAZERMAN**

2003, "The Failure of Auditor Independence: Cognitive, Structural, Legislative and Political Causes".

**THE CONFERENCE BOARD**

1999, "Globalizing the Board of Directors: Trends and Strategies", Araştırma Raporu, [http://www.heidrick.com/NR/rdonlyres/ED6A1D55-6EA0-4571-9A7D-3E3992BFF4A7/0/TCB\\_GlobalBoard.pdf](http://www.heidrick.com/NR/rdonlyres/ED6A1D55-6EA0-4571-9A7D-3E3992BFF4A7/0/TCB_GlobalBoard.pdf)

**OECD**

2004, "OECD Principles of Corporate Governance 2004",  
<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>

**YALIM, Nejat ve Cansen BAŞARAN**

1995, "Türkiye'de Muhasebe Denetimin Bugünkü Durumu ve Karşılaşılan Güçlükler",  
1. Muhasebe Denetimi Sempozyumu, İSMMMO.