

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

Firma Değeri ve Kamuyu Aydınlatma İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama

Yüksek Lisans Tezi

Gölin Efecik

Tez Danışmanı
Yrd.Doç.Dr. Orhan Çelik

Ankara-2006

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

Firma Değeri ve Kamuyu Aydınlatma İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı : Yrd.Doç.Dr.Orhan Çelik

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

Prof.Dr.Nalan Akdoğan

Yrd.Doç.Dr. Orhan Çelik

Yrd.Doç.Dr. Kadir Gürdal..... ..

Tez Sınavı Tarihi11.09.2006.....

İÇİNDEKİLER

İçindekiler.....	i
Tablolar ve Grafikler.....	vi
Giriş.....	1

BÖLÜM I

KAMUYU AYDINLATMAYA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR

1. Piyasa Mekanizması, Bilgi Eksikliğine İlişkin Aksaklıklar	6
1.1. Bilgi Asimetrisi Problemi.....	7
1.2. Vekalet – Temsil Problemi.....	10
1.2.1. İzleme Maliyetleri.....	11
1.2.2. Tazmin Edici-Garanti Verici Sözleşme Maliyetleri.....	12
1.2.3. Önlenemeyen Kayıplar	13
1.3. Bilgi Asimetrisi ve Acente Problemi için Çözüm Yolları Bulma Çabaları.....	13
2. Sermaye Piyasalarında Kamuyu Aydınlatma İlkesi.....	17
2.1. Kamuyu Aydınlatma Kavramı.....	17

2.2. Kamuyu Aydınlatma Kavramının Ortaya Çıkışı ve Tarihsel Gelişimi.....	20
2.3. Kamuyu Aydınlatma Uygulamalarının Amacı ve İşlevleri.....	24
2.4. Kamuyu Aydınlatma Uygulamalarının Kapsamı ve Araçları.....	26
3. Kurumsal Yönetim Uygulamaları Ve Kamuyu Aydınlatma	28
3.1. Kurumsal Yönetim Kavramı, Düşünce Yapısı ve Ortaya Çıkış Nedenleri.....	28
3.2. Kurumsal Yönetim İlkeleri, Kamuyu Aydınlatma Ve Şeffaflık İlkesi.....	31
3.2.1. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	33
3.2.1.1. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık.....	35
4. Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları Kapsamında Bilgi, Bilgi İhtiyacı Olan Taraflar, Bilginin İletilmesi Ve Kamuyu Aydınlatma.....	37
4.1. Bilgi İhtiyacı Olan Taraflar.....	38
4.2. İşletme Çevresi, Bilgi, Bilgi Türleri ve Kamuyu Aydınlatma.....	42
4.2.1. Zorunlu Kamuyu Aydınlatma (Mandatory Disclosure).....	43
4.2.2. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma (Voluntary Disclosure).....	46
4.2.2.1.1. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Kapsamında Açıklanan Bilgiler.....	48

4.3. Bilginin İletilmesi ve Bilgi Aracıları.....	52
4.4. Bilginin İletilmesi ve Kamuyu Aydınlatma Araçları.....	55
4.4.1. Finansal Tablolar, İzahname ve Sirküler.....	55
4.4.2. Yıllık Faaliyet Raporları.....	57
5. Kamuyu Aydınlatmanın Yarar ve Maliyetleri.....	59
6. Türkiye’de Kamuya Aydınlatma ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları..	64

BÖLÜM II

İMKB’DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN KAMUYU AYDINLATMA DÜZEYLERİNİ VE KAMUYU AYDINLATMA DÜZEYLERİ İLE FİRMA DEĞERLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİYİ TESPİT ETMEYE YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA

1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı.....	72
2. Önceki Araştırmalar Ve Teorik Tartışma.....	73
2.1. Türkiye İçin Yapılmış Çalışmalar ve Bulgular.....	79
3. Araştırmanın Alanı ve Yöntemi.....	84
3.1.Araştırma Nüfusuna Ait Bilgiler.....	85

3.2. Verilerin Toplanması ve Değerlendirilmesi.....	87
3.2.1. Açıklanan Bilgi Değerlendirme Formu.....	88
3.2.2. Kamuyu Aydınlatma Endeksinin Hesaplanması.....	94
3.2.3. Firma Değerinin Hesaplanmasında Kullanılan Veriler.....	96
3.2.3.1. Tobin'ın Q Değeri.....	97
3.2.3.2. Piyasa/ Değeri Defter Değeri Oranı.....	101
3.2.3.3. Fiyat/Kazanç Oranı.....	102
3.2.4. Finansal Performans ve Riskin Ölçümünde Kullanılan Veriler.....	103
3.2.5. Firma Büyüklüğü Değişkeninin Ölçümünde Kullanılan Veriler.....	108
3.2.6. Ortaklık Yapısı Değişkeninin Ölçümünde Kullanılan Veriler.....	109
3.2.7. Yatırımcı Profili Değişkeninin Ölçümünde Kullanılan Veriler.....	109
3.2.8. Faaliyet Gösterilen Endüstri/Sektör Değişkeninin Ölçümünde Kullanılan Veriler.....	110
3.3. Araştırmanın Sınırlılıkları.....	111
4. Araştırmanın Bulguları ve Değerlendirilmesi.....	112
4.1. Kamuyu Aydınlatma Endeksine Ait Açıklayıcı İstatistikler.....	113
4.2. Çoklu Regresyon Modeli.....	118

4.2.1. Toplam Kamuyu Aydınlatma Endeksi İçin Regresyon Modeli.....	119
4.2.2. Çoklu Regresyon Modelinin Açıklayıcılığının Test Edilmesi.....	123
4.2.3. Bölümler Bazında Oluşturulan Regresyon Modelleri.....	126
SONUÇ ve ÖNERİLER.....	129
ÖZET.....	134
ABSTRACT.....	135
KAYNAKÇA.....	136
EK 1: AÇIKLANAN BİLGİ DEĞERLENDİRME FORMU.....	146
EK 2 : TABLOLAR.....	149

TABLÖLAR

TABLO 1: Bilgi İhtiyacı Olan Taraflar.....	39
TABLO 2: Araştırmada Kullanılan Firma Sayısı.....	86
TABLO 3: Çalışmanın Örneklemini Oluşturan Şirketlerin Listesi.....	149
TABLO 4: Yıllık Faaliyet Raporunun İçeriğine İlişkin Yapılan Önemli Çalışmaların Listesi.....	150
TABLO 5: Açıklanan Bilgi Değerlendirme Formu (Özet).....	90
TABLO 6: Kamuyu Aydınlatma Endeksinde En Yüksek ve En düşük Puanı Sahip 10 Firma.....	151
TABLO 7: Kamuyu Aydınlatma Endeksine Ait İstatiksel Sonuçlar.....	151
TABLO 8: Açıklama Kalemleri, Kalemlerin her birini Açıklayan Firma Sayısı ve Toplam Firma Sayısı İçindeki Yüzdeleri.....	152
TABLO 9: Kategorilerine Göre Şirketler Tarafından En Fazla ve En Az Kamuya Açıklanan Bilgiler.....	156
TABLO 10: Kamuyu Aydınlatma Endeksine Ait Regresyon Sonuçları.....	120
TABLO 11: Kamuyu Aydınlatma Endeksine Ait Düzeltilmiş Regresyon Sonuçları.....	122
TABLO 12: Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi.....	157
TABLO 13: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	158

TABLO 14: BÖLÜMA İçin Düzeltilmiş Regresyon Sonuçları.....	127
--	-----

TABLO 15: BÖLÜMD İçin Düzeltilmiş Regresyon Sonuçları.....	127
--	-----

GRAFİKLER VE ŞEKİLLER:

ŞEKİL 1: Sermaye Piyasasında Sermaye ve Bilgi Akışı.....	52
--	----

GRAFİK 1: Toplam Sermaye Maliyeti.....	61
--	----

GRAFİK 2: Kamuyu Aydınlatma Endeksinin Sıklık Grafiği.....	115
--	-----

GRAFİK 3 : Toplam Kamuyu Aydınlatma Endeksi İçin Dağılım Grafiği....	124
--	-----

GİRİŞ

İktisadi düşüncenin ilk okulu olan Fizyokrat'ların öne sürdüğü *doğal düzene* uyabilseydik, bugün yaptığımız bir çok tartışmayı yapmamıza gerek kalmayacaktı. Adam Smith'in de hararetle savunduğu doğal düzene göre, görünmeyen bir el tüm ekonomik yaşantımızı düzene sokabilecekti.

“Bu düşünceye göre devlet, ekonomik yaşantıya karışmaktan kaçınmalı, ve karışımını en az düzeye indirmelidir. Çünkü herkes, kendi çıkarlarını daha iyi izler. Kişi bir girişimde bulunurken, ortam, içinde yaşadığı koşullar hakkında da çok bilgiye sahiptir.(....) Toplumlar içinde, kişisel çıkarları uyarınca hareket eden insanın düşünceleri ve kararları görünmeyen bir el,güç tarafından yönetilir diyor, Smith.” (Talas, 1999: 75)

Tanrısal olan bu doğal düzenin, işlememe ihtimalini, günümüzde olduğu şekliyle, devlet müdahalesinin oldukça etkin olduğu, müdahaleci yapıya gelebileceğini, Adam Smith'in kendisi de hesaba katmıştır aslında. Demidir ki, girişimci yalnız kişisel çıkar nedeni ile hareket etmemeli, bu şekilde davranan bir girişimci rekabet yolu ile adalet sınırları içinde tutulmalıdır.

Dünyanın yaşadığı bir çok savaş, ekonomik bunalım, doğal düzene uyum konusunda başarılı olamadığımızı göstermiştir. Özellikle 1919-1929

döneminde yaşanan ekonomik ve yapısal bunalımlar, ekonomi bilimi için yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. Bundan sonra, araştırmacıların ve bilim adamlarının kaygısı, doğal düzeni bozan aksaklıkları ortaya koyarak çözüm yolları üretebilmektir.

Bilindiği gibi, menkul kıymet fiyatlarının, menkul kıymetlere ait tüm bilgileri yansıttığı piyasa, etkin piyasa olarak adlandırılmaktadır. Bu durumda piyasanın etkinliğini bozan önemli aksaklıklardan bir tanesi bilginin, eksik yanlış, veya geç sunulmasıdır.

Firma hisse senetleri, sermaye piyasalarında, firma faaliyetlerine göre yatırımcılar tarafından önerilen fiyatlar ile değerlendirilir. Yöneticiler yaptıkları yatırımlarla ve faaliyetleriyle ilgili aldıkları kararlarla firma değerini olumlu etkileyecek işler yaptıkları zaman, yatırımcıların onların performansını değerlendireceklerine ve bunu hisse senedi fiyatına yansıtacaklarına inanırlar. Bu durum uzun vadede doğru olmakla birlikte, kısa vadede yöneticiler ile yatırımcıların sahip olduğu bilgi farklılıkları nedeniyle, firmaların hisse senetleri aşırı veya düşük değerelebilmektedir. (Ercan ve Üreten, 2000:49) Yatırımcılarla iletişimin eksikliğinden kaynaklanan bu durum, sermaye piyasalarının etkinliğini bozucu bir etki olması nedeniyle de önemlidir. Alınan yatırım kararlarının etkin olabilmesi için, etkin bir fiyatlama sisteminin

oluşması gereklidir. Söz konusu durum firmaları, gönüllü olarak kamuya açıklama yapmaya özendirir. (Fishman ve Hagerty,1989: 633)

Aksaklığın en aza indirilerek, etkinliğin arttırılabilmesi için çalışmalar yapılarak, yatırımcı ile kurulan ilişkinin kalitesi ve sıklığının arttırılması yönünde öneriler getirilmektedir.

Yapılan çalışmalar göstermektedir ki, günümüzde yatırımcı ile ilişkiler politikası, firma değerini etkileyen unsurlar içinde yer almaktadır. Artık yatırımcılar, ve yatırımcıları yönlendiren analistler, firma hakkındaki değerlendirmelerini yaparken, firmanın yatırımcı ilişkileri çerçevesinde yapmış olduğu kamuyu aydınlatma uygulamalarını da dikkate almaktadır. Daha çok açıklama yapan firmalar için öngördükleri risk oranı düşmektedir. Bu da firmalara sermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti için avantaj sağlarken, sermaye piyasalarının da etkinliğine katkıda bulunmaktadır. (Senguptha, 1998)

Bu çalışmada da, piyasaların etkinliğini tehdit eden bir aksaklık olan bilginin paylaşımına ilişkin problemler ve bu problemlere karşı çözüm yolu olarak sunulmuş olan kavramlar incelenerek, bu çözüm yollarının yararları ve etkinliği araştırılacaktır.

İlk bölümde, bilgi paylaşımına ilişkin problemler ve yarattıkları maliyetler ayrıntılı olarak açıklanarak, ve bu problem için bir çözüm önerisi olarak sunulan kamuyu aydınlatma kavramı açıklanmıştır. Kamuyu aydınlatma kavramından hareketle, son yıllarda gerekliliği önemle vurgulanan kurumsal yönetim ya da bir diğer deyişle yönetim kavramına da değinilmiştir. Bu kavramların gelişebilmesi için yapılan düzenlemeler, bu düzenlemelerin etkileri, kamuya açıklama araçları ve bu konuda Türkiye’de yapılan düzenleme ve çalışmalara değinilmiştir.

İkinci bölümde ise, 2004 yılında İMKB’de işlem görmekte olan 136 firmanın faaliyet raporları üzerinden yapılmış bir araştırma ile Türkiye’nin kamuyu aydınlatma uygulamalarındaki durumu ile kamuyu aydınlatma uygulamaları ve firma değeri arasındaki ilişki ortaya konulmaya çalışılmıştır.

BÖLÜM I

KAMUYU AYDINLATMAYA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE UYGULAMALAR

BÖLÜM 1

KAMUYU AYDINLATMAYA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE UYGULAMALAR

1. PİYASA MEKANİZMASI, BİLGİ EKSİKLİĞİNE İLİŞKİN AKSAKLIKLAR

Sermaye piyasalarının temel amacı, ekonomideki tasarrufların, yeni yatırımlarda kullanılmasını sağlamaktır. Bireylerin ya da firmaların elinde bulunan tasarrufları, kendi yatırım fikirlerini gerçekleştirmek için kullanmak isteyen bir çok yeni firma ve girişimci bulunmaktadır.

Tasarruf ve yatırım kararlarının ayrı birimler tarafından alındığı böyle bir ekonomik yapılanmada, sermaye piyasası, bu kararların koordinasyonunu ve giderek kaynakların etkin dağılımını sağlayan bir mekanizma olarak önemli bir işlev üstlenmektedir. Burada yatırım kararını verecek olan tasarrufçu açısından sorun piyasadaki çeşitli yatırım fırsatları arasından bir seçim yapabilmektir. Alternatif yatırım fırsatları arasından bir seçim yapmak ise bunlar hakkında bir bilgi akımının varlığını gerekli kılmaktadır. Yatırımcı topladığı ve değerlendirdiği bilgiler ışığında tercihini belirleyecek ve yatırım portföyünü oluşturacaktır. (Ersel ve Sak,1985: 11)

Bu durumda, piyasadaki etkinliği bozabilecek önemli aksaklıklardan biri, taraflar arasındaki bilgi akışında olabilecek sorunlardır. Bilgi aktarımına ilişkin sorunlar, literatürde en yaygın biçimiyle aşağıdaki şekilde sınıflandırılarak açıklanmaktadır.

1.1. Bilgi Asimetrisi Problemi

Bu sorunu açıklayıcı ilk çalışma 1970 yılında George A.Akerlof tarafından yapılmıştır. İkinci el otomobil piyasası üzerine kurulan bir örnek üzerinde açıklandığı için literatürde “lemons¹ problem” olarak da anılmaktadır. Finans literatüründe, bilgi asimetrisinin önemli olmasının nedeni firmaya bir maliyeti olması ve sermaye piyasalarını olumsuz etkiliyor olmasıdır. Bu problemi sermaye piyasaları açısından aşağıdaki gibi özetleyebiliriz.

Girişimci, yapılacak olan yatırım veya projenin, değeri ve getirisi hakkında, söz konusu yatırıma fon sağlayan tasarruf sahibine göre daha çok bilgi sahibidir. Aynı zamanda, fon ihtiyacı olan girişimciler arasındaki rekabet ortamı, girişimcileri, projelerinin değerini olduğundan daha fazla göstermek gibi, dürüst olmayan bir çaba içine sokabilir. Bu davranış biçimi, tasarruf

¹ George A. Akerlof tarafından oluşturulan modelde, ikinci el piyasada satılan ikinci el otomobillerin, iyi durumda olanları ve kötü durumda olanları hakkındaki gerçek bilgiye sadece satıcıların sahip olduğu kabul edilir. Bu yolla alıcı ve satıcılar arasındaki bilgi farklılıkları açıklanmaktadır. Kötü durumdaki otomobiller için Amerikan halkı “Lemons” deyimini kullanmaktadır.

sahiplerinin, yatırım alternatiflerinin iyi ya da kötü olduğu konusunda yanlış kararlar vermesine sebep olabilir. Böyle bir durumda, tasarruf sahipleri “bilgi asimetrisi” problemi ile karşı karşıya kalırlar. (Healy ve Palepu,2001: 408)

Gerçekte başarısız olan bir yatırımı, bilgi asimetrisi nedeniyle, yanlış yorumlayan tasarruf sahibinin, yatırımın başarısızlığı nedeniyle karşılaştığı kayıp, bilgi asimetrisi probleminin bireysel bazda maliyetidir. Bu problemin bir de toplumsal yani piyasa bazında maliyeti söz konusudur.

Bilgi asimetrisinin var olduğu bir piyasada, bu piyasa sermaye piyasası olabileceğı gibi her hangi bir mal piyasası da olabilir, başarısız projeler veya kötü kalitedeki mallar, değerin üzerinde değeri lenirken, iyi proje ve mallar değerin altında kalabilir. Bu durum, bir süre sonra iyi projelerin ortaya konmasını ve iyi kalitede malların üretilmesini engelleyecek bir yapı oluşmasına neden olabilir. Böylece piyasalarda Gresham kanununda belirtilen duruma çok benzeyen, kötü yatırımların, iyi yatırımları kovduğı bir piyasa mekanizması ortaya çıkabilir. (Akerlof, 1970: 490) Bu duruma yanlış-tersine seçim (adverse selection) problemi de denilmektedir.

Asimetrik bilgi probleminin varolduğı bir ortamda, karşılaşılabilecek bir diğ er sorun ise ahlaki çöküş(Moral Hazard) tehlikesidir. Örneğ in, bir hisse senedi veya tahvilin satışının gerçekleşmesi ya da bir opsiyon sözleşmesinin

satılması gibi bir finansal aracın ihracı veya el değiştirmesi durumunda, imzalanan sözleşme ile bugünkü harcama gücü, bir bedel karşılığında yarınki harcama gücüyle değiştirilmektedir. Burada esas olan sözleşmede yer alan ilkelere tarafların uymasıdır. Ancak, asimetrik bilgi varsayımı altında, sözleşme sonrası (ex post) bilgi edinme bir sorun haline gelmektedir. Fiyat sistemi bu konuda bilgi iletmediğine göre, sözleşmede belirlenmiş olan ilkelere uygunluğun denetlenmesi gereği ortaya çıkmaktadır. Aksi takdirde, ex post bilgi problemi nedeniyle, borç alan taraf karşılıklı olarak üzerinde anlaşmaya varılandan daha fazla risk almayı deneyebilir ve bunun için daha fazla bir bedel ödemeyebilir. (Küçüksözen,1995: 12)

Her iki durumda da piyasa mekanizması çökmekte, işlevini yerine getirememektedir.

Bilgi eşitsizliğinin firma için maliyet unsuru olduğu bir diğer konu ise denetlenmiş finansal tablolarıdır. Şirketler, firma yöneticileri tarafından açıklanan genel kabul görmüş standartlara uygunluğunu ve doğruluğunu onaylatmak için piyasada saygınlığı olan denetim firmalarına önemli tutarlarda ödemede bulunmaktadır. Ancak maliyet yaratan bu uygulamaların, bilgi eşitsizliğini azaltıcı etkisi nedeniyle uygulanması şarttır. Uygun fayda- maliyet dengesini sağlayarak, bu faaliyetlerin düzenlenmesi gereklidir.

1.2. Vekalet – Temsil Problemi

Vekalet problemi, taraflar arasındaki bilgi farklılığının yarattığı bir diğer sorundur. Bu konu ilk olarak Berle ve Means'in (1932) yılında yaptıkları çalışmayla gündeme gelmiş daha sonra Jensen ve Meckling (1976) yılında yaptıkları çalışmalarla bu konuya ilişkin bulgular ortaya koymuşlardır.

Modern firma yapısının temelinde, yetki veren ve vekilin karşılıklı bağımlılığı yatmaktadır. Buna göre yatırımcılar (yetki veren) yapacakları yatırımlardan kar elde edebilmek için yöneticilerin (vekil) uzmanlaşmış beşeri sermayelerine, yöneticiler ise, kendilerine ait, yatırımlarda bulunacak sermayeye sahip olmadıkları için yatırımcıların fonlarına ihtiyaç duyarlar. Bir diğer ifadeyle; yetki veren - yeterince bilmediği firma ve piyasa koşulları nedeniyle- değer maksimizasyonuna ulaşabilmek için karar verme yetkisini, beşeri sermayeyi temsil eden profesyonel yöneticilere devretmek zorunda kalır. Bu durumda; firmanın yönetimi ve finansmanı yani sahiplik ve kontrolü arasında bir ayrım ortaya çıkmaktadır. Bu şekilde, yönetim, sahiplik ve sermayenin giderek birbirinden ayrılmasıyla, günümüzde firmalar çeşitli çıkar gruplarının mücadele ettiği bir ortam haline gelmiştir. Bu çıkar gruplarından; yöneticiler, hisse senedi sahipleri ve borç verenlerin genellikle nakit akımı biçiminde algılanan firma hak dağıtımında, kendi önceliklerini yerine

getirebilme mücadelesine girmelerinden kaynaklanan sorunlar Vekalet-Temsil Problemi (Agency Problem) olarak adlandırılmaktadır. (Turaboğlu, 2002,s.7)

Örneğin, firmanın önünde yeni bir yatırım fırsatı olduğunu varsayalım. Bu yatırımın, firma hisselerine oldukça değer kazandıracağı öngörülmekle birlikte, yatırımın riskli olduğu da bilinmektedir. Firma sahipleri yani hissedarları, yatırımın yapılması taraftarıdır, çünkü hisse değerleri yükselecektir. Ancak yöneticiler yatırımın yapılması konusunda hissedarlar kadar istekli değildirler, çünkü herhangi bir başarısızlık durumunda, yöneticilik görevlerini kaybetme riskleri mevcuttur. Böyle bir durumda, yöneticilerin yatırımı yapmama kararını alması, hissedarların firmaya değer kazandıracak bir fırsatı kaçırmasına neden olur. (Ross, Westerfield ve Jordan, 1998: 11)

Jensen ve Meckling (1976) vekalet maliyetlerini izleme maliyetleri (monitoring costs), tazmin edici- garanti sağlayıcı sözleşme maliyetleri (bonding costs) ve önlenemeyen kayıplar (residual costs) olarak sınıflandırmışlardır.

1.2.1 İzleme maliyetleri

Hisse senedi sahiplerinin yani yetki verenlerin, kendilerini yöneticilerin aşırı ölçüde imtiyaz kullanımını da içeren ahlaki çöküş, ve yukarıda

bahsettiğimiz yapılması gerekli yatırımlardan yoksun kalma gibi risklere karşı korumak için, yöneticilerin izlenmesi isteklerinden doğar. Bu izleme faaliyetini gerçekleştirecek olan denetçilere ödenen ücretler, ve izleme için harcanan zaman izleme maliyetlerini oluşturur. İzleme maliyetleri hisse senedi sahipleri tarafından yüklenildiği gibi borç verenler tarafından da yüklenilebilir. Örneğin; firmaya borç veren banka v.b. kreditorler, firmanın faaliyetlerini izlemekle görevli elemanlar istihdam edeceklerdir. Bu da borç veren tarafın yüklendiği izleme maliyetidir.

1.2.2.Tazmin Edici-Garanti Verici Sözleşme Maliyetleri

Vekillerce yetki verenlere yetki verenlerin zararına hareket edilmeyeceği, edildiğinde, ortaya çıkacak zararın tazminine yönelik sözleşmelerle somutlaştırılan güvenceler verilmesinden kaynaklanan maliyetlerdir. Örneğin, belirli bir projenin kabul edileceği yönünde tahvil sahiplerine güvenceler verilir, ya da belirli oranda kar payı ödeneceği veya hiç ödenmeyeceğine ilişkin yükümlülükler üstlenilir. Tazmin edici anlaşmalarda ise verilmiş güvencelerin yerine getirilmemesi durumunda tazminat ödemesi kabullenilir. (Turaboğlu,2002: 51)

Bu tür anlaşmaların yapılmasının getirdiği asıl maliyet, firmanın üretim, yatırım ve finansman politikalarının birbirine bağlantılı olmasından

kaynaklanır. Bu politikalardan birine getirilecek kısıtlama, diğer politikaların uygulanmasını direkt olarak etkileyecektir. Bu durum zaman zaman doğru ve etkin kararların alınmasını engelleyebilir.

1.2.3. Önlenemeyen Kayıplar

İzleme ve tazmin edici-garanti verici sözleşme maliyetlerine katlanılsa da, önlenemeyen bir takım maliyetler ortaya çıkacaktır. Bu durumda firma hem vekalet problemini ortadan kaldırmak için gerekli faaliyetlerde bulunmanın getirdiği maliyetleri yüklenmekte hem de bu maliyetlere katlanmak pahasına ortadan kaldıramadığı bir takım ek maliyetlerle karşılaşmaktadır. Bu maliyetler firma çıkar gruplarının önceliklerinin sıralamaya konulamamasının ve optimal dahi olsa seçilen projenin yürütülememesinin, firmaya yüklediği alternatif maliyetler olarak tanımlanabilir.

1.3. Bilgi Asimetrisi ve Acente Problemi için Çözüm Yolları Bulma Çabaları

Daha önce de belirtildiği gibi asimetrik bilgi dağılımı piyasa başarısızlığına yol açarken, vekalet-temsil sorununun yol açtığı maliyetler, günümüz rekabet koşullarında firmaları oldukça zorlamaktadır.

Bu durum bir çok ÷lkede, dñzenleyici otoriteleri, araştırmacıları hatta şirketlerin kendilerini, bilginin iletilmesine yñnelik, araştırmalar ve dñzenlemeler yapmaya yñneltmiřtir.

Geliştirilen cñz÷m yolları aslında yukarıda sñz÷n÷ ettiğimiz maliyet yaratan izleme faaliyetleri, garanti sağlayan- tazmin edici sñzleřme uygulamalarını içermektedir. Ancak bilgiye ilişkin problemin yarattığı olumsuz etki yadsınamayacağından, dñzenlemelerdeki amaç bu tñr maliyetleri en aza indirebilecek aynı zamanda en etkili olabilecek kuralları koyabilmektedir.

Acente-Temsil ve bilgi asimetrisi problemini azaltmaya yñnelik en bilinen yñntem izleme faaliyetleridir. Yñneticileri izlemedeki en temel uygulama, yñneticilerce, firmanın ve kendilerinin performansını gñsteren raporların hazırlanmasıdır. Hazırlanan raporların bağımsız denetim kuruluşlarının kontrolñnden geçerek sunulması uygulaması da bilginin doğruluğunu sağlamak için yapılan bir uygulamadır.

Ayrıca yapılan çalışmalarla, rapor içerikleri standartlaştırılmaya çalışılarak, hem bilginin niteliğine ilişkin yaşanacak sıkıntıların, hem de firmanın hangi bilgiyi verip vermeyeceği konusunda yaşayacağı kararsızlığın yaratacağı izleme maliyetleri azaltılmaya çalışılmaktadır.

Bir diğ er izleme y ontemi, firma bünyesinde hisse senedi sahiplerince seçilen Yönetim Kurulu  yelerinin izlenmesi görevini yerine getirir. Yönetim kurulu üyelerine de izleme maliyetini oluşturacak şekilde maaş ödenir. Ancak, zaman içerisinde yönetim kurulu  yeleri yöneticilerle karşı karşıya gelmek yerine, hisse senedi sahiplerinin hakları üzerinden çıkar ilişkisine girebilirler. Bunu önlemek için ise, çalışanlar arasında rekabet sağlayacak biçimde izlemeyi teşvik edici bir organizasyon kurulabilir. (Turaboğlu, 2002,s.47)

Piyasadaki rekabetin firmayı disipline ettiğinden hareketle ele alınabilecek bir diğ er izleme y ontemi, firmanın menkul kıymet piyasalarına açılmasıdır. Menkul kıymet piyasalarında yer alan firmalar bütün yatırımcılar tarafından izleneceğinden, firmanın piyasa değeri, özellikle yöneticiler açısından iyi bir göstergedir. Aynı zamanda firma kendi uygulayabileceğinden daha fazla düzenlemeye ve denetlemeye tabi olacağından, genel olarak firma çıkar gruplarının tümü hareketlerinde dikkatli olmak durumundadır.

Yine firmaya maliyet yüklemesine rağmen, vekalet- temsil probleminin  z m  için kullanılan bir başka araç da garanti sağlayıcı tazmin edici sözleşmelerdir. Bu ihtiya ı karşılamak için, finans piyasalarında klasik pay ve borçlanma senetleri yerine, daha özellikli, taraflara esneklik ve güvence sağlayan finansal araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Örneğin anonim şirketler, özel teminata sahip tahviller çıkarabilirler. şirketin belirli bir iktisadi değeri

(örneğin maddi duran varlıkları), tahvilin özel güvencesini oluşturabileceği gibi, verilen teminat kişisel de olabilir. (Akgüç, 1998: 649)

Günümüzde, özellikle firma sahipleri ile firma yöneticileri arasında yaşanabilecek vekalet-temsil problemini en aza indirebilmek için uygulanan yöntem, firma yöneticisini de belli oranda pay sahibi yapmaktır. Aksi takdirde görevi firma değerini maksimize etmek olan firma yöneticisi, işini kaybetmemek adına firmanın uzun dönemli getirisinden önce, kısa dönemli getirilere öncelik tanıyabilir. Weisbach (1988) yaptığı çalışmada, işletme değerini maksimize etmekte zorlanan firmalar ile yönetici devir hızı arasında pozitif güçlü bir ilişki tespit etmiştir. Bu durumda yöneticiyi firmaya bir anlamda ortak etmek, çıkarların ortak noktada buluşmasına yardım edecektir. Griffith (1999) Tepe yöneticinin (CEO) pay sahibi olmasının firma değeri üzerinde baskın bir etkisi olduğunu, yaptığı ampirik çalışmada göstermiştir. Dünyada pek çok gelişmiş ülkede, tepe yöneticinin de pay sahibi olması uygulaması, çıkar çatışmalarının önlenmesi için kullanılmaktadır.

Sonuç olarak, bilgi üretimindeki problemler ve bu nedenle bilgisel etkinliğin sağlanamaması sonucu piyasa mekanizmasının çökmesi, gerekli ve yeterli bilginin piyasaya sağlanması için kamuya görevler yüklemektedir. Yapılan düzenlemelerle firmalar, şeffaflık ve kamuyu bilgilendirilmeye yönlendirilmektedir. Bu tür uygulamalar, günümüzde kamuya aydınlatma ve

kurumsal yönetim gibi kavramların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Çalışmanın izleyen kısımlarında, bilgi üretimini desteklemek, piyasaya yeterli ve doğru bilginin zamanında sunulmasını sağlamak, yanlış ve yanıltıcı bilgi üretim ve dağılımını önlemek amacıyla yapılan düzenlemeler ve araştırmalar daha ayrıntılı olarak açıklanacaktır.

2. SERMAYE PİYASALARINDA KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ

2.1.Kamuyu Aydınlatma Kavramı

Sermaye piyasalarında yaşanan aksaklıkları gidermenin en temel çözüm yolunun, bilginin ihtiyacı olan taraflar arasında, adil, güvenilir, anlaşılır bir biçimde dağıtılması olduğu gayet açıktır. Bu nedenle, bilginin taraflara iletilmesini amaç edinen kamuyu aydınlatma ilkesi, hukuk, yönetim, denetim ve muhasebe gibi, sermaye piyasalarını ve firmayı inceleyen bir çok bilim dalında adı geçen bir kavramdır.

Türk yazınında, kamuyu aydınlatma deyimini olarak geniş kabul görmüş olan kavram, İngilizce literatürde “disclosure” olarak kullanılmaktadır. “Disclosure” kelime anlamı ile açma, açıklama, ifşa etme, bildirme, bilgi verme karşılığındadır.

Sözlük anlamı bu şekilde tanımlanan kavram için çeşitli kaynaklarda farklı tanımlar yapılmıştır. En yaygın olan tanım Tekinalp (1979) tarafından yapılmış olanıdır. Buna göre kamuyu aydınlatma;

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

Bu tanım, kamuyu aydınlatma ilkesinde her şeyden önce pay sahibine haklarını bilerek kullanması için, işletmenin durumunu, ekonomik faaliyetlerini ve şirkette birbirine girmiş olan çıkarları göstermek amacının ağır bastığını, ancak bununla sınırlı kalınmadığını, gelecekteki ortaklara, tahvil sahiplerine, alacaklılara ve genel olarak yatırımcı olan kamuya yapılması gerekli açıklamaları kapsadığını ifade etmektedir.(Kabaalioğlu,1985: 13)

Kavram ile ilgili olarak yapılan bir başka tanım ise şöyledir;

“ İç ve dış denetime rağmen ve onunla birlikte, gerek hisse senedi sahiplerinin, gerek katılmayı düşünenlerin –kamu- en iyi korunmalarının yolu,

anonim ortaklıklarının faaliyeti hakkında, gerçek, açık ve yeterli bilgi sahibi olmalarıdır. Anonim ortaklıklar, ticari sırlar istisna edilirse, camdan bir evde oturmalıdır. Bilanço, rapor, izahname, sirküler gibi belgeler gerçekler hakkında tam bilgi verecek usul ile yeterli ayrıntıları gösterecek modellere göre düzenlenmelidir, açıklanmalıdır.” (Çamoğlu, Poroy ve Tekinalp,1984: 210)

Bu tanımlar değişik yazarlara göre çeşitlendirilebilir. Kamuyu aydınlatma kavramını ne olduğu konusunda, ortak noktalarda buluşmaya çalışılsa da, kavramın soyut bir içeriğe sahip olması, amacının ve ilkeye ismini veren kamu ve aydınlatma kavramlarının, farklı düşünürler tarafından nasıl ele alındığının değişmesi nedeniyle, tanımlar arasında farklılıklar oluşmaktadır. Aynı zamanda, sermaye piyasası ve onun temel unsuru olan işletmelerin, dinamik bir yapıya sahip olması, rekabet koşulları, teknolojik gelişmeler, ilkenin genel olarak düşünüldüğü gibi yatırımcıyı korumaya yönelik yararlarının yanında artık işletmeye getirdiği yararlarının da yapılan araştırmalarla ortaya konmasıyla, kavramın içeriğinin eskiye göre sürekli değişmesi doğaldır.

Sonuç olarak, kamuyu aydınlatma kavramını açıklayabilmek için, bir takım sorulara makul yanıtların verilmesi gereklidir. Bunlar kabaca; kamu kimdir, aydınlatmadan kasıt nedir, kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kime aittir, aydınlatma hangi vasıtalarla yapılacaktır, aydınlatma yükümlülüğü kapsamına hangi hususlar girmektedir, yani nelerin kamuya açıklanması

gerekir sorularıdır. Tüm bunlara verilecek cevaplar belirlendikten sonra, sınırları oldukça belirsiz olan kavramın içeriği somutlaşacak, esasların ve hükümlerinin açıklanması mümkün olacaktır. (Göktürk, 2003: 16)

2.2. Kamuyu Aydınlatma Kavramının Ortaya Çıkışı ve Tarihsel Gelişimi

Anonim ortaklığın, yerini halka açık anonim ortaklığa bırakmasına paralel olarak bilgi alma hakkının kamuyu aydınlatma yükümüne dönüşmesi, oldukça sancılı bir dönemin mahsulüdür. Kamuyu aydınlatma kavramı genelde sanıldığı gibi aksine ilk kez ABD’de değil , İngiltere’de gündeme gelmiştir.

İngiltere'nin 1700'lü yıllarda kurduğu büyük sömürge imparatorluğundaki doğal kaynaklardan yararlanması, büyük ölçüde kendilerine kraliyet ailesi tarafından imtiyaz tanınan anonim ortaklıklar vasıtasıyla gerçekleşmiştir. Ancak bu ortaklıklar, sahip oldukları imtiyazdan yararlanarak ve biraz da kötü niyetle daha fazla kar ve sermaye birikimi peşine düşünce, halkın bu ortaklıklara pay sahibi veya borç verme suretiyle yaptıkları katılımı suistimal etmişler ve neticede tepki kanunlarıyla kamunun aydınlatılmasına ilişkin ciddi tedbirler alınmıştır. (Tekinalp,1979:21)

Kamunun aydınlatılmasına ilişkin bu ciddi tedbirler İngiltere’de Louisiana, Missisipi ve South Sea Company’lerinin 13.yy başlarında cereyan eden ve kamunun yanlış bilgilendirilmesinden kaynaklanan faaliyetlerine dayanır. Yanlış bilgilendirme bu şirketlere ait hisse senetlerinin gerçek değerinden oldukça fazla fiyata satılmasına ve sonradan eski fiyatlarına yada kıymetsiz kağıt parçalarına dönüşmelerine yol açmıştır. South Company olayından sonra, halkın istismarını önlemek amacıyla 1720 yılında oldukça sert hükümler içeren "Bubble Act" çıkarılmıştır. Anonim ortaklıkların işlem ve faaliyetlerini oldukça güçleştiren ve çok sert hükümler içeren kanun 1825 yılında yürürlükten kaldırılınca, anonim ortaklıklarda kontrolü sağlamak için yeni bir düzenleme yapılması ihtiyacı doğmuş, bu amaçla "Board of Trade"ın başkanı Gladstone’nin başkanlığında kurulan komisyon tarafından çalışmalar başlatılmış ve bir rapor hazırlanmıştır. Bu rapor, kamunun aydınlatılması ilkesinin ilk kez ciddi biçimde ele alındığı belgedir. Hazırlanan bu raporun içeriği, 1844 tarihli Companies Act düzenlemelerinde etkili olmuştur. Böylece hukuk literatüründe yerini bulan kamuyu aydınlatma ilkesi, sonraki yıllarda etkisini giderek arttıran biçim kanunlarda yerini bulmuş ve modern anonim ortaklıklar hukukunun temelini oluşturmuştur. (Göktürk,2003: 7)

İngiltere’de olaylar bu şekilde gelişirken, ABD’de 1900’lü yılların başlarında zengin yer altı kaynaklarından yararlanmak amacıyla kurulan

anonim ortaklıklar yeterli sermayeyi sağlamak için toplumsal tasarruflardan yararlanma yoluna gitmişler ve ihraç ettikleri menkul kıymetler ile gerekli birikimi oluşturmaya çalışmışlardır. Ancak, sermaye piyasasının temel fonksiyonu olan küçük tasarrufları yatırımlara kanalize etme işlevi, İngiltere’de 18.yy’de olduğu gibi kötüye kullanılmış ve piyasa spekülasyonlardan korunamamıştır. Zira bu dönemde kamu aydınlatılması ilkesi bir tarafa, ABD şirketleri için gizlilik esası benimsenmiştir.(Göktürk,2003: 8)

Menkul kıymetlerin halka geçmesinin, kontrolün halka geçmesi anlamına gelmeyeceği düşüncesiyle hareket edildiği için, ABD’de temel kamuyu aydınlatma yasaları olan 1933 ve 1934 kanunlarından önceki çok yakın dönemlerde bile şirketlerin gizlilik içerisinde çalıştığı gözlemlenmektedir. Bunun nedeni şirket faaliyetlerinin getirisinin bilgilerin sadece sahip olması gereken kimselerde bulunduğu takdirde fazlalaşacağı inancıdır. Ancak bu durum yatırımcıların bilgilerinin eksikliği ve yanlış bilgilerin etkisine kapılmaları nedeniyle piyasada çok büyük güvensizlik ortamının doğmasına yol açmıştır. ABD’de olayların geldiği bu durumu anlatmak için "neredeyse mavi göğün bile satılmaya kalkıldığı" ifadesi kullanılmaktadır. Mavi göğün satılmasını önlemek ve yatırımcıları korumak amacıyla federal bazda düzenlemeler yapılmıştır. 1852’de Massachussets eyaletinde yapılan düzenlemeyi diğer eyaletler izlemiştir. 1911’de Kansas’ta

yapılan federe kanun, diğ er pek çok federe devlet tarafından örnek kabul edilmiş ve 9 yıl içinde 36 federe devlet benzer yasal düzenlemelerde bulunmuştur. Yatırımcının korunması amaçlı bu kanunlar mavi gök kanunları (blue sky laws) olarak anılmaktadır. (Göktürk,2003: 8)

Bu kanunlar, kamuyu aydınlatma ilkesinden ziyade, denetim ve yasaklama suretiyle yatırımcıyı korumayı hedefler. Federe devletlere tanınan geniş yetkilere rağmen bunlar hileli işlemleri tümüyle engelleyememiş, arzu edilen başarıyı sağlayamamışlardır. ABD'de 1929 ekonomik bunalımı döneminde hileli işlemler ve komisyoncuların manipülasyonları sebebiyle sermaye piyasasına olan güven kaybolmuştu. Buna şirket çalışanlarının önceden sahip oldukları bilgileri kendi çıkarları doğrultusunda kullanmaları ve halkın bilgilendirilmesi amacıyla düzenlenen mali tablolarda yanlış bilgiler sunulması eklenince 1929 sonlarında büyük bir mali kriz baş göstermiştir. Federal düzenlemelerin sermaye piyasası yatırımcısını korumada yetersiz kalması ve 1929 ekonomik krizinin doğması  zerine Başkan Roosevelt 1933 yılında kongreye gönderdiği mesajda menkul kıymet ihraçlarında uygulanacak yeni bir kanun yapılmasını öneriyordu. Başkan mesajında menkul kıymetlere ilişkin federe düzenlemelerin yetersiz kaldığını ve konuyla ilgili federal düzenlemelere ihtiyaç olduğundan bahsediyor ve devletin bu sistem içerisinde garantörlük gibi bir fonksiyon icra edemeyeceğini vurguluyordu. Ayrıca

piyasaya devlet müdahalesinin- mümkün olduğu ölçüde sınırlı olması gereğine değiniyor ve ihraççıların verecekleri bilgiler sayesinde piyasada güveni sağlayacak bir mekanizma kurulmasını öneriyordu. Özetle, bu mesajın temelinde kamuyu aydınlatma ilkesi yatmaktadır. Başkanın mesajından sonra oldukça kısa bir süre içerisinde konuyla ilgili temel federal yasalar olan ve kamuyu aydınlatma ilkesini benimseyen 1933 Securities Act ve 1934 Securities Exchange Act çıkarılmıştır. (Göktürk,2003: 9)

2.3. Kamuyu Aydınlatma Uygulamalarının Amacı ve İşlevleri

Kamuyu aydınlatma ilkesi ile erişilmek istenen amaçları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Tekinalp, 1979:13-14);

- a) Pay sahibine haklarını bilerek kullanması için, işletmenin durumunu, iktisadi faaliyetini ve ortaklıkta birbirine girmiş olan menfaatleri göstermek;
- b) Sermaye piyasasına, işletme tarafından ihraç edilen menkul değerlerin alım satımı ile ilgilenen halka, kararlarını bilgi ile şekillendirmelerini sağlamak için gerekli aydınlatmayı sağlamayı gerçekleştirmek;
- c) Nihayet, toplumu herhangi bir işletmenin durumu hakkında, aynı işletme kolunda çalışan diğer işletmelerle karşılaştıracak kadar bilgi sahibi yapmaktır.

Amaçları yukarıda özetlenen kamuyu aydınlatma üç ana işleve sahiptir (William, 1985);

a) Koruyucu İşlevi (Protective Function) : Kamuyu aydınlatma amacı ile sermaye piyasasının taraflarına sunulan bilgi ve belgelerin eksiksiz ve mümkün olduğunca gerçeği yansıtmasını sağlamak, taraflar arasında bilgi dengesi kurarak, taraflardan birinin diğeri zararına haksız kazanç elde etmesini önlemek yoluyla gerçekleşir.

b) Caydırıcı İşlevi (deterrent function) : Bir menkul kıymetin halka arzı bir şirketin ele geçirilmesi veya açıklanmış bilgi ticareti gibi bir çok konuda kamunun ilgi ve dikkatini bu yöne çekerek, yöneticilerin, bu konularla ilgili diğeri kişi kuruluşların hileli, yasal olmayan, yanlış ve yanıltıcı uygulamalardan daha başlangıçta vazgeçmelerini sağlamak şeklinde ortaya çıkar.

c) Bilgilendirme işlevi (Informative Function) : Bir yatırımcının yatırım için gereksinim duyabileceği her türlü bilginin bir sistematik dahilinde ilgililere akışını sağlamak, mevcut ve potansiyel yatırımcıların hak ve çıkarlarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmalarına ve gözetmelerine ortam hazırlamak, kendilerine sunulan bilgi paketini analiz edebilmelerine olanak sağlamak, menkul kıymet arz edenlerin, menkul kıymet alım satımı ile

uğraşanların, belirli ortak ve yöneticilerin kısacası faaliyet gösteren herkesin faaliyetlerini, hukuk düzeni çerçevesinde kamuya ve ilgililere açarak yaratılan güven ortamında tarafların kazancını en çoklamak olabilir.

Aslında tüm bu işlevleri anlamak, yorumlamak, ve bu işlevlerin gerçekleşmesi için yapılacakları belirlemek, tanımlamada yaşanan belirsizliğe son verebilir.

2.4.Kamuyu Aydınlatma Uygulamalarının Kapsamı

Kamuyu aydınlatma kavramı ilk doğduğu yıllarda, bugünkünden daha dar kapsamlı sadece tescil işlemleriyle sınırlı tutularak algılanmış ve geleneksel amacı yatırımcıyı korumak olarak ele alınmıştır. Bu amaca ulaşmak için yapılan düzenlemelerde iki temel varsayım kabul görmüştür. Bunlar her yatırımın doğasında bir risk unsuru bulunduğunun kabulü ve yatırımcının korunması işleminin en düşük maliyetle gerçekleştirilmesidir.(Altıntaş,1989: 24)

Çağdaş kamuyu aydınlatma ilkesinde herhangi bir yatırımın ekonomik riskini ortadan kaldırmak gibi bir çaba yoktur. Ancak yatırımcının kararına etki edebilecek her türlü bilgiyi sağlayarak, mevcut riskin yatırımcı tarafından

algılanmasında ve ölçülmesinde ona yardım etme çabası vardır.(Altıntaş,1989: 24)

Kamuyu aydınlatma uygulamalarının kapsamı birincil ve ikincil piyasalarda farklılık göstermektedir. Kamuyu aydınlatma, birincil piyasalarda; menkul kıymetin halka arz ve satışı aşamasında ihraççı ortaklık ve aracı kurum tarafından yapılmakta, yatırımcılara izahname, sirküler ve ilan gibi yollarla bilgi sunma şeklinde gerçekleştirilmektedir. İkincil piyasalarda ise dönemsel rapor verme, mali tablo ve raporların dönemsel olarak yayımlanması, açıklanmış bilgi ticaretinin önlenmesi, vekaleten oy verme (Proxy) kurallarına uyulması, şirketlerin ele geçirilmesi ve birleşmelerinin kamunun bilgilendirilmesi şartıyla yapılması gibi konularda yürütülmektedir. (Altıntaş,1989: 23)

3. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KAMUYU AYDINLATMA

Kamuyu aydınlatma kavramı, tarihsel olarak oldukça eskidir. Ancak son yıllarda, hızla gelişen sermaye piyasalarının ihtiyaçlarına cevap verebilmek üzere, bu kavram daha da genişleyerek, kurumsal yönetim ve ya yönetim olarak anılan, daha kapsamlı uygulamaların bir parçası olmuştur. Temelini kamuyu aydınlatma anlayışından alan, kurumsal yönetim uygulamaları, pay sahiplerinin hakları, menfaat sahipleri ile ilişkiler ve yönetim kurulunun fonksiyonları, görev ve sorumlulukları ve faaliyetleri ile ilgili geniş kapsamlı düzenlemelerdir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, kurumsal yönetim uygulamalarının dört ana ilkesinden biridir.

3.1.Kurumsal Yönetim Kavramı, Düşünce Yapısı ve Ortaya Çıkış Nedenleri

Bir Anglo-Sakson deyimini olan "Corporate Governance" (CG), Türkçe'deki karşılığıyla "kurumsal şirket yönetimi", özellikle halka açık şirketler başta olmak üzere, şirketlerin yönetim ve denetimlerini belirleyen sistem olarak, doksanlı yıllardan itibaren tüm dünyada hukuk, ekonomi, ve bunların alt disiplin dallarında tartışılan bir kavramdır. Kurumsal yönetimin evrensel kabul

ve geçerliliği olan ana ilkeleri adillik, hesap verilebilirlik, şeffaflık ve sorumlulu olarak sıralanabilir.

Kurumsal Yönetimin (Corporate Governance) tüm düşünce yapısı, ünlü Fransız düşünürü Montesquieu'a ait olan güçlerin dengelenmesi, diğer bir deyişle gücün kötüye kullanılmasını engellemek amacıyla, karşı bağımsız bir dengeleme düşüncesine dayanmaktadır. Bu kavram daha sonra Amerikan Anayasası'na İngilizce deyimle "checks and balances" (kontrol ve denge) olarak alınmış ve güç dünyasında otorite bir ilke olarak belirlenmiştir. (Pulaşlı, 2003: 4)

Kurumsal yönetim serbest rekabet şartlarının kurumsallaştığı gelişmiş ülkelerde 1930'larda başlayarak önem kazanmış ve son yirmi yılda OECD, Dünya Bankası, kurumsal yatırımcılar, borsalar ve sermaye piyasalarının yönlendirmesiyle bir çok ülkede kurumların yönetiliş tarzını belirler hale gelmiştir. (TCMB, 2003:1)

Kurumsal yönetim ilkelerine olan önemin son yıllarda bu denli artmasının ardında, yaşanan muhasebe hilelerine dayalı şirket iflaslarının ortaya çıkması yatmaktadır. Anonim şirketlerin tüzel kişilik ve sınırlı sorumluluk ilkelerinin sağladığı özellikler sayesinde, gelişerek büyük bir ekonomik güç oluşturdıkları bir gerçektir. Ulusal ve uluslararası düzeyde sermaye piyasalarının gelişmesi,

kurumsal yatırımcıların kazançlarını en üst seviyeye çıkarmak istemeleri, sınır tanımazlığın etkisini daha da arttırmıştır. Ancak, son yıllarda özellikle Amerika merkezli sermaye piyasalarındaki muhasebe ve mali tablolarda yaşanan skandallar ve sahtekarlıklar yatırımcının güvenin büyük ölçüde sarsılmasına neden olmuştur. (Pulaşlı, 2003: 4)

Bu tür iflasların, şirket gücünü temsil eden, onu elinde bulunduran kişilerin, başka bir güç tarafından kontrol edilmemesinden doğduğu kabul edilmekte ve bu sorunun aşılmasının da Kurumsal Yönetim İlkeleri ile gerçekleşeceği düşünülmektedir. (Pulaşlı, 2003: 4)

Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin temel fonksiyonu, şirketlerin yıl sonu hesapları, raporları ve mali tablolarının, uzman, deneyimli ve bağımsız kişi veya kuruluşlar tarafından daha önceden belirlenmiş kurumsal ilkelere göre kontrol ve denetimi, yöneticilerle şirket arasındaki çıkar çatışmalarının ortadan kaldırılmasına ilişkin mekanizmalarının kurulup, uygulanması ve şirketlere ilişkin ticari sır dışında kamuoyunca bilinmesi gereken bilgiye ulaşmanın olanaklı olduğu, yönetim, denetim ve doğrudan çıkar sahiplerinin sahip oldukları gücün dengelenmesini ve bu konudaki tüm işlemlerin şeffaf olarak yapılmasını ve kamuya duyurulmasını sağlamaktır. (Pulaşlı, 2003: 4)

3.2.Kurumsal Yönetim İlkeleri, Kamuyu Aydınlatma Ve Şeffaflık İlkesi

Kurumsal Yönetim İlkeleri 1990'ların başında İngiltere, ABD ve Kanada'da şirketlerin performanslarında görülen bir takım problemler nedeniyle, yönetim kurullarının etkili çalışmaması ve kurumsal yatırımcılardan gelen baskılar sonucunda geliştirilmeye başlanmıştır. Amerikan Hukuku'nda Kurumsal Yönetim üzerindeki tartışmaların 80'li yıllara kadar geriye gittiği bilinmektedir. Ancak ilk ciddi başlangıç 1991 yılında İngiliz ekonomist Sir Adrian Cadbury başkanlığında oluşturulan kurul ile yapılmıştır. Bu kurul 1992 yılında "Cadbury Report" olarak anılan raporunda, "En İyi Uygulama Kodeksi'ni" (Code of Best Practice) yayımlayarak Ekonomik açıdan gelişmiş devletler arasında uluslararası bir tartışma dönemi başlamıştır. Bu rapordan sonra, anonim şirket tepe yöneticilerinin zararlarının tazminine ilişkin "Greenbury Report" ve 1998'de İngiltere'de "Hampel Report" yayımlandı. ABD'de "General Motors Yönetim Kurulu İlkeleri", Almanya'da "İşletmelerde Şeffaflık ve Kontrolün İyileştirilmesine İlişkin Kanun" ve Kanada'da "Dey Raporu", kurumsal yönetim ilkelerinin geliştirilmesinde rehber olmuşlardır. Daha sonraları başka ülkelerde de, borsalar, şirketler, kurumsal yatırımcılar ve yönetici birlikleri tarafından yönetim ilkeleri geliştirilmiştir. Bu çalışmalardan en sonuncusu ve en kapsamlı olanı Ekonomik

İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından, 1999 yılında “ OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” adıyla, OECD bakanlar kurulu tarafından onaylanmış olup bu tarihten sonra dünya genelindeki karar alıcılar, yatırımcılar, şirketler ve diğer paydaşlar açısından uluslar arası bir referans kaynağı haline gelmiştir.

Dünyada kurumsal yönetim alanında belli bir çerçeve oluşturmaya yönelik yapılan çalışmalar tüm hızıyla devam etmektedir. Bu konuda Dünya Bankası, OECD ve bu iki örgütün özel sektör temsilcilerinin katılımı ile birlikte oluşturduğu, Global Kurumsal Yönetim Forumu (GCGF) öncü olarak faaliyet göstermektedir.

Bunun yanında gelişmiş ekonomiler de dahil olmak üzere pek çok ülke mevcut düzenlemelerini gözden geçirmiş veya geçirmektedir. Örneğin, ABD ortaya çıkan şirket skandalları sonucunda, ülkedeki kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmek amacıyla yeni bir kanunu (Sarbanes-Oxley) yürürlüğe koymuştur. Benzer şekilde Almanya kurumsal yönetim ilkeleri rehberinde yer alan önerilerini yasalaştırmış, Japonya şirketler hukukunu gözden geçirerek iyileştirmiş, Rusya kurumsal yönetim düzenlemelerini açıklamıştır. Benzer şekilde, pek çok ülke, yürürlükte olan mevzuatını, en iyi kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde, yeniden şekillendirerek, sürekli güncelleme çabasıdadır.(SPK,2003)

32.1. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 27-28 Nisan 1998 tarihlerinde gerçekleştirilen bakanlar düzeyindeki OECD Konseyi Toplantısı'nda, hükümetler, ilgili diğer uluslararası kuruluş ve özel sektör temsilcileri ile birlikte, kurumsal yönetim ile ilgili bir dizi standart ve yol gösterici ilkenin geliştirilmesi çağrısının yapılması üzerine ortaya çıkmıştır. İlkeler 1999 yılında OECD Bakanlar Konseyi'nde kabul edilmiş ve onaylanmıştır. 2202 yılında yapılan bakanlar düzeyindeki konsey toplantısı, OECD üyesi ülkelerdeki gelişmelerin gözden geçirilmesine ve ilkelerin, kurumsal yönetimdeki gelişmelerin ışığında tekrar değerlendirilmesine karar vermiştir. Bu görev, OECD üyesi ülkelere temsilcileri barındıran OECD Kurumsal Yönlendirme Grubu'na verilmiştir.

Yönlendirme Grubu bünyesinde yapılan görüşme ve incelemeler sonucunda 1999 yılı ilkelerinin, yeni gelişmeler ve kaygılar dikkate alınarak yeniden düzenlenmesine karar verilmiştir. Bu ilkeler bağlayıcı nitelikte değildir ve ulusal yasama sistemine ayrıntılı reçeteler sunmayı amaçlamamaktadır. Asıl amaçlanan, hedeflerin belirlenmesi ve bu hedeflere ulaşılmasına yönelik çeşitli yolların önerilmesidir.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri beş ana başlıkta toplanır:

I. Hissedarların Hakları : Kurumsal yönetim çerçevesi, hissedarlık haklarını korumalı ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmalıdır. Bu ilke hemen hemen bütün OECD ülkelerinde kanunlarla tanınan, hissedarların temel haklarından bahseder.

II. Hissedarlara Eşit Muamele Yapılması : Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar hakların ihlali halinde yeterli bir telafi ya da tazminat elde etme hakkına sahip olmalıdır.

III. Kurumsal Yönetimde Doğrudan Çıkar Sahiplerinin (Paydaşların) Rolü : Kurumsal yönetim çerçevesi, paydaşların haklarını yasalarda veya ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ile menfaat sahipleri arasında etkin işbirliğini ve mali açıdan güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir.

VI. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık : Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dahil olmak üzere şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır.

V. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları : Kurumsal Yönetim Çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğünü taşımasını sağlamalıdır. Yönetim kurulu, konuyla ilgili tam bilgi sahibi olarak, iyi niyetle, gerekli dikkat ve özeni göstererek, şirketin hissedarlarının çıkarları doğrultusunda hareket etmelidir.

Bu çalışma kurumsal yönetim ilkelerinden, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesiyle yakından ilişkilidir. Bu sebeple, söz konusu ilkeyi daha kapsamlı açıklamak yararlı olacaktır.

3.2.1.1. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

A. Açıklamalar, aşağıdaki konular ile ilgili, ama bunlarla sınırlı olmamak kaydıyla maddi bilgileri içermelidir (OECD,2004: 22-23)

1. Şirketin mali ve faaliyet sonuçları ile işletme kar zarar hesabı
2. Şirket hedefleri
3. Büyük hissedarlar ve oy kullanma hakları
4. Yönetim kurulu üyeleri ve kilit yöneticilerle ilgili ödüllendirme politikası ile, vasıfları, seçim süreci, diğer şirketlerdeki üyelikleri ve yönetim

kurulu tarafından bağımsız olarak görülüp görülmedikleri de dahil olmak üzere yönetim kurulu hakkındaki bilgiler

5. İlgili taraf işlemleri

6. Öngörülebilir risk faktörleri

7. Çalışanlar ve diğer paydaşlarla ilgili konular

8. Kurumsal yönetim yapısı ve politikaları, özellikle de kurumsal yönetim kurallarının ve ya politikasının içeriği ve uygulama süreci

B. Bilgiler uluslararası muhasebe standartlarına, mali ve mali olmayan beyanat standartlarına uygun olarak hazırlanmalı ve açıklanmalıdır.

C. Mali tabloların şirketlerin mali durumunu ve performansını her açıdan doğru bir şekilde yansıttığı güvencesinin yönetim kuruluna ve hissedarlara objektif olarak verilebilmesi amacıyla yıllık denetim; bağımsız, yetkin ve uzman bir denetçi tarafından gerçekleştirilmelidir.

D. Dış denetçiler, hissedarlara karşı sorumlu olmalı ve denetimin gerçekleştirilmesinde gerekli mesleki özen göstermekle şirkete karşı yükümlü olmalıdır.

E. Bilgi yayma kanalları, ilgili bilgiye, kullanıcıların eşit şekilde, zamanında ve masrafsız olarak erişimini sağlamalıdır.

F. Kurumsal yönetim çerçevesi, analizciler, brokerlar, kredi derecelendirme kuruluşları ve diğer kişi ve kuruluşlarca, doğrudan yatırımcıların kararlarını etkileyecek olan analiz ve tavsiyelerinin güvenilirliğini zedeleyecek maddi çıkar çatışmalarından bağımsız bir şekilde hazırlanmasını sağlayan etkin bir yaklaşım sunmalıdır.

Etkili bir beyan sistemi, şirketlerin piyasa bazında denetiminin önemli bir dayanak noktasıdır ve hissedarların oy haklarını kullanmalarında büyük bir öneme sahiptir. Yani, ilk başta değindiğimiz, güçlerin dengelenmesi fonksiyonunu yerine getiren önemli bir araçtır. Bu ilke, hissedarların adil muamele görmesi ilkesini de desteklemektedir. Bunun için, bilgi beyanının bütün hissedarlara eş zamanlı olarak yapılması da gerekmektedir.

4. KAMUYU AYDINLATMA UYGULAMALARI KAPSAMINDA, BİLGİ, BİLGİ İHTİYACI OLAN TARAFLAR ve BİLGİNİN İLETİLMESİ

Daha önce de belirttiğimiz gibi kamuyu aydınlatma kavramı için yapılmış tanımlamalarda, kavramın soyut bir içeriğe sahip olması ve kamu ve

aydınlatma kavramlarının nasıl ele alındığına göre içeriğinin değişiyor olması nedeniyle, ortak bir sonuca varılamamaktadır. Benzer şekilde kurumsal yönetim uygulamaları için de aynı şey söylenebilir. Kamuyu aydınlatma ve kurumsal yönetim uygulamaları ile hızla gelişen günümüz piyasalarına, değişen taleplerine cevap verebilmek için, bu kavramların içeriğinin değişen ihtiyaçlara göre şekillenmesi kaçınılmaz olacaktır. Bu amaçla, özellikle FASB, S&P, OECD, AICPA v.b. düzenleyici organizasyonlar tarafından, kurumsal yönetim ve şeffaflık uygulamalarının, kapsamı, tarafları ve ihtiyaçları ile araçları yeniden gözden geçirilerek, kavramların günümüz ihtiyaçlarına uygun olarak somutlaştırılması sağlanmaya çalışılmaktadır.

4.1. Bilgi İhtiyacı Olan Taraflar

Özellikle 20.yy'ın başlarından itibaren piyasaların genişlemesi ve düzenleyici kamu otoritelerince firmaya sosyal sorumlulukların yüklenmesiyle birlikte, bir girişimci tarafından kurularak, genellikle bir aile şirketi tarafından yönetilen, şahıs firması ve adi ortaklık gibi dışa kapalı firma yapısından farklı olarak, profesyonel yöneticilerin istihdam edildiği ve dış kaynak bulmak için menkul kıymet piyasalarından yeni ortakların edinildiği dışa açık firma yapısı gündeme gelmiştir. Bu yapıyla birlikte işletmenin dış ve iç çevresi gittikçe genişlerken, işletmeyi faaliyetleri konusunda bilgi verme açısından daha geniş bir çevreyle ilişkili hale getirmiştir.

Bu durum kamuyu aydınlatma ilkesinin taraflarının, tanımlamalarda vurgulandığı gibi, sadece şirketin var olan ortakları ve gelecekteki yatırımcılarının olmadığını, bunların yanında çalışanlar, rakipler, müşteriler v.b. çeşitlendiğini göstermektedir.

AICPA (American Institute of Certified Public Accountants), yayınladığı çalışmada, firmaların ürettiği ve sunduğu bilgilerin kullanıcılarını Tablo 1’de gösterildiği gibi sınıflandırmıştır.

Tablo 1. Bilgi İhtiyacı Olan Taraflar

Kullanıcılar	Firma Raporlarını Kullanma Nedenleri
Yatırımcılar	Yatırım kararlarının verilmesinde kullanılır.
Kredi Verenler	Kredi kararlarının verilmesinde kullanılır
Yönetim ve Yönetim Kurulu Üyeleri	Firmanın yönetimi ile ilgili kararların alınmasında kullanılır
Çalışanlar	Firmanın politikasını daha iyi anlamalarına, firmanın gücünü görmelerine yardımcı olur.
Rakipler	Rakip firmaların, üstün ve zayıf yönleri ile iş stratejileri belirlenebilir.
Düzenleyici Otoriteler	Yapılmış düzenlemelerin etkinliğinin ve eksikliklerinin takip edilmesini sağlar.
Akademik Araştırmacılar	Araştırmalar için veri sağlar.
Basın ve medya	Makaleler için veri sağlar.
Farklı Sosyal Amaçlarla Kullanıcı olan Taraflar	Çeşitli sosyal amaçlar için firmanın nasıl bir politika izlediği değerlendirilebilir.

Benzer sınıflandırma Türkiye Finansal Raporlama Standartlarının (TFRS) kavramsal çerçevesinde de yer almaktadır. TFRS’de finansal tablo kullanıcıları ve kullanıcıların bilgi ihtiyacı aşağıdaki gibi sınıflandırılmıştır;

a) Yatırımcılar: Sermayeyi sağlayarak sermaye riskini üstlenenler ve onların fikir danıştığı kimseler yatırımların taşıdığı risklerle ve yatırımın getirisi ile ilgilenirler. Yatırımcıların satın alma, elde tutma veya satma kararlarını vermelerine yardımcı olacak bilgilere ihtiyaçları vardır. Bir işletmenin ortakları aynı zamanda bu işletmenin kendilerine kar payı ödeme gücünü anlamalarını sağlayacak bilgilere de ihtiyaç duyarlar.

b) Çalışanlar: Çalışanlar ve onları temsil eden gruplar işverenlerinin devamlılığı ve karlılığı ile ilgili bilgilere ihtiyaç duyarlar. Bunlar aynı zamanda çalıştıkları işletmenin kendilerine ücretlerini, emekli olmaları halinde emeklilikle ilgili yükümlülüklerini ödeme kabiliyetini ve işletmenin iş sağlama imkanlarını anlamalarına sağlayacak bilgilerle de ilgilenirler.

c) Borç verenler: Borç verenler verdikleri borçları ve borçlara ait faizleri zamanı geldiğinde tahsil edebilme imkanlarını belirlemek için bilgiye ihtiyaç duyarlar.

d) Satıcılar ve diğer ticari tedarikçiler: Satıcılar ve diğer ticari tedarikçiler

işletmenin kendilerine olan borçlarını zamanı geldiğinde ödeme gücünü belirlemelerini sağlayacak bilgilerle ilgilenirler. Ticari kreditorler, kendileri için önemli bir müşteri olmaması nedeniyle bir işletmenin devamlılığına ihtiyaç duymuyorlarsa, finansal borç verenlere nazaran bir işletmenin kısa vadedeki performansı ile daha çok ilgilenirler.

e) Müşteriler: Müşteriler, özellikle uzun süredir iş yaptıkları ve kendi işleri için devamlılığına ihtiyaç duydukları işletmenin devamlılığına ilişkin bilgilerle ilgilenirler.

f) Hükümetler ve kamu işletmeleri: Hükümetler ve kamu işletmeleri kaynakların tahsisi ile ilgilidirler. Dolayısıyla bunlar işletmenin faaliyetleri ile ilgilenirler. İşletmenin faaliyetlerine ilişkin yasal düzenleme yapmak, vergi politikasını belirlemek, ulusal gelir ve diğer istatistiki hesapları yapmak için de bilgi gereksinimi vardır.

g) Kamu: Bir işletme genel olarak kamu diye adlandırılan toplumu etkileyebilecek birçok şey yapabilir. Örneğin, bir işletme bulunduğu bölgenin ekonomik yaşamına o bölge insanlarını çalıştırmak ve bölgesel satıcılardan mal veya hizmet almak gibi birçok şekilde katkı yapabilir. Finansal tablolar işletmenin başarıları ile ilgili geçmişteki trendler, en son gelişmeler ve işletmenin faaliyet konuları hakkında bilgi sunarak kamuya yardımcı

olabilir.(TMS,2005)

Görüldüğü gibi kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde bilgiye ihtiyaç duyan taraflar oldukça çeşitlidir. Çalışmada firmaların kamuya açıklama performansı tarafların çeşitliliği göz önüne alınarak değerlendirilmektedir.

4.2. İşletme Çevresi, Bilgi ve Bilgi Türleri

Sözlük anlamıyla bilgi, öğrenme, araştırma ve gözlem yoluyla elde edilen her türlü gerçek, malumat ve kavrayışın tümüdür. Çalışmamızın konusu gereği, bilginin ne olduğuna ilişkin yapılmış aşağıdaki daha uygun olacaktır.

Bilgi, insanların ve organizasyonların etkin bir biçimde eylem gerçekleştirmeleri için sahip olmaları gereken kapasitedir. Bu tanım, bilgiye ihtiyacı olan tarafları da vurgulamaktadır.

Yukarıda saymış olduğumuz bilgi ihtiyacı olan tarafların çeşitlenmesi, açıklanması beklenen bilgilerin de niteliğini çeşitlendirmiştir. Örneğin sadece şirketin kar rakamlarıyla ilgilenen kısa vadeli bir yatırımcı için bilanço, gelir tablosu v.b. finansal tabloların açıklanması yeterli olurken, şirkete uzun vadeli yatırım yapmak isteyen, bu sebeple şirketi daha kapsamlı tanımak isteyen yatırımcı için sadece sayısal veriler yeterli olmayacaktır. Bu tür bir yatırımcı finansal tabloların yanında, şirketin daha etraflıca tanıyabilmek için, tarihi

verilerine, yatırım, pazarlama, yönetim, araştırma geliştirme politikaları gibi bilgilerine de ihtiyaç duyacaktır.

Yabancı kaynaklarda bilgi, istatistiksel verilerin oluşturduğu (information) ve bu verilerin yorumlanarak daha anlamlı ve bütüncül olarak ortaya konduğu (knowledge) iki farklı türden oluşmaktadır. (Odabaş,2003) Kamuyu aydınlatma uygulamaları çerçevesinde, birinci tür (information) bilgi, finansal tablolar aracılığıyla verilen, genellikle firmanın sayısal verileri niteliğindedir. Diğerisi ise bu verilerin yorumlanarak sunulmasıdır. Bu çeşitlilik kamuyu aydınlatmada, gönüllü kamuyu aydınlatma ve zorunlu kamuyu aydınlatma olarak adlandırılan iki farklı uygulamaya yol açmıştır.

4.2.1. Zorunlu Kamuyu Aydınlatma (Mandatory Disclosure)

Zorunlu kamuyu aydınlatma dediğimiz şey, aslında hukuki anlamda kamuyu aydınlatmanın kendisidir. Çünkü tarihsel gelişimine baktığımızda, kamuyu aydınlatma kavramı zaten yapılan yasal düzenlemelerle birlikte, bir zorunluluk olarak ortaya çıkmıştır.

Zorunlu kamuya aydınlatma uygulamaları, ülkenin ilgili düzenleyici kurumu tarafından düzenlenerek, bir kanun ile yaptırım gücü kazandırılarak sunulmaktadır. Kamuya aydınlatmanın devlet tarafından zorunluluk getirilen

kısmına ilişkin, dünya sermaye piyasalarında başlıca iki yaklaşımın egemen olduğu söylenebilir;(Kabaalioğlu, 1985:9)

i) Menkul kıymetlerin halka arzında belli bir resmi makama takdir yetkisinin tanındığı, ve menkul kıymetlerle onları ihraç eden şirketin incelenmesinden sonra bunların, sağlamlığı, güvenilirliği ve tatminkar bir gelir sağlayıp sağlayamayacağı hususlarında, olumlu bir kanaate varıldıktan sonra izin verilemesini öngören sistem,

ii) Devletin müdahalesini daha kısıtlı tutan, koyulan kurallar ile sadece satılacak halka arz edilecek menkul kıymete ilişkin tam ve ayrıntılı bilgilerin yatırımcılara sunulmasını sağlayan sistemdir. Bu sistemde devlet, yatırımcıya karar verirken gerekli tüm bilgilerin sağlanıp sağlanmadığını kontrol ettikten sonra, yatırımın başarı ve başarısızlığına ilişkin riski yatırımcıya bırakır. Bu sistem tam kamuya aydınlatma olarak da adlandırılmaktadır.

Ülkelerin tercihiine göre, bu sistemlerden biri benimsenerek,söz konusu ülkenin sermaye piyasası kanunu ve ticaret kanunlarında, kamuyu aydınlatma öncelikle birincil piyasalara ilişkin düzenlemelere geniş yer vermektedir. Bu tür düzenlemelerde, halka arzın şekli, halka arz için gerekli belgeler(izahname, sirküler v.b.), ve bu belgelerin içeriği v.b. hakkında konulan kurallara uygun olarak firmadan bilgi talep edilir.

Menkul kıymetin halka arzı sonrasında, ikincil piyasalarda aynı menkul kıymetlerle işlem yapılmaya devam edilmektedir. Üç ay, on ay veya iki yıl önce halka arz edilen menkul kıymetlere ilişkin izahnamede yer alan bilgiler eskimiş olacağından, bu menkul kıymetleri satın alacak veya satacak kişilerin bilmeleri gerekli çok çeşitli bilgiler olacaktır. (Kabaalioğlu, 1985:9) Bu nedenle ikincil piyasalar da zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamaları devam etmektedir.

Sermaye piyasası kanunu, ikincil piyasalarda, kamuyu aydınlatmayı sağlamak için, firmalardan yıllık mali tablo ve raporlarını yayınlamalarını istemektedir. Yıllık raporların, izleyen yılın üçüncü ayında yayınlanması ve eskimiş bilgi içermesi nedeniyle, ara tablolar dediğimiz üç aylık mali tablo ve raporların yayınlanmasını, ve gerektiğinde özel durum açıklamaları adı altında anında açıklama yapılmasını gerektiren kurallar geliştirmektedir.

Her iki piyasa için yapılacak raporlama standartlarının belirlenmesi için muhasebe standartları geliştirilerek, zorunlu kamuyu aydınlatma desteklenmektedir.

Zorunlu kamuyu aydınlatma yaklaşımının kullanıldığı bir diğer alan da, şirket genel kurullarında vekaletle oy verme uygulamalarıdır. Kendisinden vekalet istenerek, onun adına oy verecek yöneticilerin gündemde yer alan

konular hakkında pay sahibine ayrıntılı açıklamalar yapmaları gerekmektedir. Yapılması gerekli bu açıklamalar kanun tarafından kural olarak konulduğunda zorunlu hale gelmektedir.

Sonuç olarak yukarıda verdiğimiz örneklerden yola çıkarak, zorunlu kamuya aydınlatma kavramını şu şekilde tanımlayabiliriz. Sermaye piyasalarını düzenlemek ile görevli otoriteler tarafından konulan ve yaptırım gücünü, sermaye piyasalarına ilişkin çıkarılmış kanunlardan alan, firmaları asgari düzeyde bilgi verme konusunda zorunlu tutan kuralların uygulanması sonucu elde edilen bilgilerdir.

4.2.2. Gönüllü Kamuya Aydınlatma (Voluntary Disclosure)

Zorunlu kamuya aydınlatma uygulamalarıyla, tüm halka açık firmalar arasında, bilgilerin açıklanması konusunda eşitlik sağlanmış olur. Daha öncede belirttiğimiz gibi, zorunlu aydınlatma kapsamındaki bilgilerin çoğu, işletmelerin finansal tablolarına dayanan, genellikle muhasebe kuramına dayanan finansal verileridir. Bilgi ihtiyacı olan tarafların, sadece finansal verilere ihtiyaç duymadığı açıktır. İşletme ile ilgili kararlar almak durumunda olan taraflara finansal bilgiler ile birlikte finansal olmayan bilgilerin de sunulması, firma faaliyetleri ve performansı hakkında yapılacak değerlendirmelerin doğruluğu ve alınacak kararların etkinliği bakımından

önemli olmaktadır.(Çelik, 2002: 77)

Karar alıcıların gereksinimleri ile muhasebe kuramı arasındaki diğer farklılık ise muhasebe teorisinin ve dolayısıyla uygulamalarının maliyet esasına dayalı olmasıdır. Maliyet esasına bağlı olarak, finansal tablolarda raporlanan bilgiler “tarihi bilgi” niteliğindedir. Özellikle günümüz ekonomik koşullarındaki hızlı değişim, işletme faaliyetlerini anlamak ve geleceğe yönelik tahminler yapmak için tarihi verilerin yanı sıra bugüne ve geleceğe yönelik bilgilerin de kullanılmasını gerektirmektedir. (Çelik, 2002: 77)

Bu nedenlerle firmalar, herhangi bir yasal zorunluluk olmadan, finansal veya finansal olmayan, firmanın uyguladığı stratejiler, firmanın faaliyetleri, performans değerlendirmesine ilişkin ölçütler, hedefler, firmanın yapısına ilişkin bilgiler v.b. bilgileri açıklama isteği duyarlar.

Gönüllü kamuya açıklama, finansal tablolarda yayınlanan bilgiler dışında, sermaye piyasası kanunu ve genel kabul görmüş muhasebe standartlarının açıklanmasını zorunlu tuttuğu bilgiler dışında kalan, firmaya ilişkin bilgilerin, firmanın karar vereceği bir açıklama stratejisi ile isteğine bağlı olarak kamuya açıklanmasıdır. Bu sayede firmalar, yaptıkları gönüllü açıklamalarla, kendilerini yatırımcının gözünde farklılaştırma fırsatı da bulurlar.(FASB, 2001:6)

4.2.2.1. Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Kapsamında Açıklanan Bilgiler

FASB (2003) tarafından yayınlanan araştırma raporlarında, gönüllü olarak kamuya açıklanan bilgiler, ana hatlarıyla aşağıdaki şekilde sınıflandırılmıştır;

Faaliyet Verileri (Business Data) : Satış, yatırım v.b. faaliyetlere ilişkin operasyonel veriler, performans ölçümleri v.b. veriler bu grupta yer alır.

Şirket Yönetiminin Faaliyet Verilerine İlişkin Analizleri : Örneğin, operasyonel verilerdeki değişimin nedenlerini belirten analizler, uygulamalar ve bunların etkileri açıklanır.

Geleceğe-Yönelik Bilgiler (Forward-looking Information) : Geleceğe yönelik hedefler, yönetim planları, risklerin ve fırsatların değerlendirilmelerini içeren bilgilerdir.

Şirketin Çevresine–Geçmişine İlişkin Bilgiler (Background about the Company): Yapılan işin tanımı, hizmet edilen pazar, sunulan ürünler, içinde faaliyet gösterilen endüstrinin firma üzerindeki etkisi, ülkede ve dünyadaki ekonomik gelişmelerin faaliyetlere etkisi, firmanın tarihi süreci, başarıları gibi bilgilerin sunulmasıdır.

Finansal Tablolarda Yer Almayan Maddi Olmayan Duran Varlıklar ile

İlgili Bilgiler (Unrecognized Intangible Assets): Araştırma-geliştirme faaliyetlerine , insan kaynakları ve müşteri ilişkilerine ilişkin bilgi ve verilerin açıklanmasıdır.

İşletme tüm bu bilgileri gönüllü olarak açıklarken, bir takım hususları göz önünde bulundurarak, gönüllü açıklama yapmaktan sağlayacakları yararı arttırabilirler. Bu nedenle, gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamalarında aşağıda belirtilen hususlara uyulması, şirketlerin yararına olacaktır. İşletme için önemli başarı faktörlerinin belirlenmesi;

İşletme kamuya açıklama yaparken öncelikle, işletme faaliyetleri açısından özellikle işletme başarısına etkisine göre önemli olan unsurların belirlenmesi gerekir. Bu unsurlar şirketten şirkete değişme göstermektedir. Örneğin bir ilaç firması için araştırma geliştirme faaliyetleri önemli iken, bir üretim firması için yapılan makine ve teçhizat yatırımlarının açıklanması, yatırımcıların kararlarına yön vermek açısından daha yararlı olacaktır.

- Yöneticilerin strateji ve planları;

Ardından belirlediği başarı faktörlerinin uygulanmasına ilişkin yönetimin strateji ve planlarını ortaya koymak gereklidir. Çünkü, işletme yöneticilerinin uygulayacakları strateji ve planlar, işletme başarısı üzerinde doğrudan etkiye

sahiptir.

- Performans ölçütleri (metrics);

İşletmenin pazar payı, faaliyet etkinliği, tedarikçi ve tüketicilerle ilişkiler, çalışanların iş tatmini gibi performans ölçütlerinin açıklanmasıyla, bilgi ihtiyacı olan taraflar, yönetimin strateji ve planlamadaki başarısını izleyebilmektedir. Bu nedenle, bu tür ölçütlerin neler olduğu, gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamaları çerçevesinde açıklanmalıdır.

- Rekabette dezavantaj oluşması riski (Competitive Disadvantage);

İşletme, gönüllü olarak, yukarıda saydığımız bilgileri açıklamaya karar verirken, açıkladığı bilginin rekabet avantajını elinden alıp almayacağını belirlemesi konusunda oldukça dikkatli olmalıdır. Bilgiyi açıklarken ne derece ayrıntıya girileceği belirlenmelidir. Firma için stratejik öneme sahip bir bilginin açıklanması, gönüllü aydınlatmanın sağlayacağı yararı zarara çevirebilir.

Gönüllü kamuyu aydınlatma kapsamında açıklanacak bilginin niteliği konusunda varolan bir başka tartışma da, firma hakkındaki olumsuz haberlerin de açıklanıp açıklanmamasıyla ilgilidir. Firmaların açıkladıkları bilgileri yıllar itibari ile izleyen Skinner (1994), iyi haberlerin daha ayrıntılı olarak, niceliksel

veriler aracılığıyla açıklanırken, kötü haberlerin daha genel, kısa süreli olduğu vurgulanarak ve niteliksel yorumlar şeklinde açıklandığına dikkat çekmektedir. Bunun nedeni, piyasalarda, hisse fiyatlarının kötü haberlere, iyi haberlere göre daha fazla tepki veriyor olmasıdır. Ancak yine de, kötü haberler sonucunda meydana gelen fiyat dalgalanmaları nedeniyle parasal kayıp yaşamaktan hoşlanmayan yatırımcılar ve fon yöneticileri, benzer şekilde kötü haberi saklayan yöneticilerden de hoşlanmamaktadırlar. Sadece iyi haberleri açıklayan yöneticiler, yatırımcının gözündeki güvenilirliğini yitirmektedir.

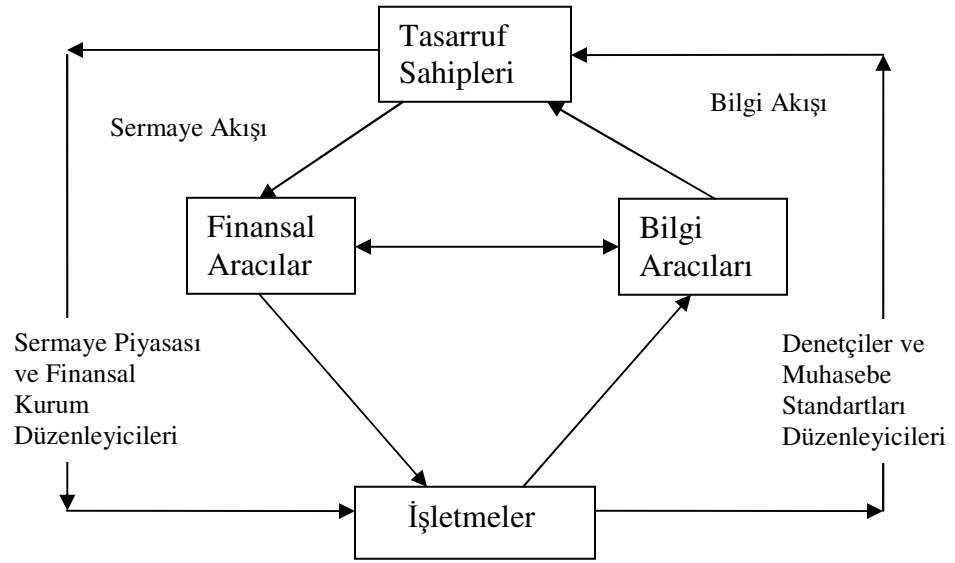
Firma yöneticilerin, gönüllü aydınlatma kapsamında, bu konuyu da dikkate almaları, kötü haberlerin açıklanmasında, zamanlamaya dikkat ederek, yatırımcısının minimum zararla, bu süreci aşmasını sağlamalıdır.

4.3. Bilginin İletilmesi ve Bilgi Aracıları

Rekabetin oldukça yoğun yaşandığı günümüz koşullarında, firmanın kendisi ile ilgili bilgileri sunma isteği rasyonel bir davranıştır. Çok sayıda firmanın olduğu bir piyasada, firma faaliyetlerini açıkça gösteren raporlar aracılığıyla yatırımcıları bilgilendirmek, firmanın ihtiyaç duyduğu fonların

sağlanmasına yardımcı olur. Bu güdü ile hareket eden firmanın bilgiyi sunmak için bir takım araçlara ve araclara ihtiyacı vardır.

Şekil1. Sermaye Piyasasında Sermaye ve Bilgi Akışı



Yukarıdaki şekil firmalar ve yatırımcılar arasındaki sermaye ve bilgi akışını göstermektedir.

Şeklin sol tarafında görüldüğü gibi, tasarruflar, işletmelere başlıca iki yolla akar. Birincisi, tasarruf sahiplerinden direkt olarak işletmelerin eline geçer, ikincisi ise tasarrufların finansal aracilar yoluyla işletmelere aktarılmasıdır. Aynı şekilde bilginin aktarımı için de iki yol söz konusudur. Bu da şeklin sağ tarafında gösterilmektedir. İşletme medya, basın, veya kendi yayımlanmış

olduğu finansal raporlar, faaliyet raporları aracılığıyla yatırımcıya ve çevresine bilgi sunabileceği gibi, bilgi aracıları dediğimiz kurumlar vasıtasıyla da iletişim kurabilirler.(Healy ve Palepu, 2001: 408)

Daha önce bilgi türlerini ikiye (information- knowledge) ayırarak açıklamıştık. Firma yayınlamış olduğu rapor ve tablolarla, her iki tür bilgiyi de kullanıcılara sunmaktadır. İşletme zorunlu kamuyu aydınlatma kurallarının öngördüğu finansal tablo ve raporları, gönüllü kamuyu aydınlatma kavramı içerisinde belirttiğimiz bilgilerle, detaylandırıp genişletilerek, kamuya sunar.

İşletmenin bilgilendirme çevresinin oldukça geniş olduğunu düşünürsek, veri olarak sunulan bilginin tüm ihtiyaç sahiplerine ulaştırılmasında güçlüklerle karşılaşılabilir. Bunun yanında, bilgi tüm ihtiyaç sahiplerine ulaşsa dahi, söz konusu tarafların özellikle birinci tür bilgiyi (information) yorumlayıp, ikinci tür bilgi (knowledge) haline getirmesi için gerekli bilgi birikimi mevcut olmayabilir. Bu aşamada bilgi aracıları devreye girer.

Bilgi aracılarının en yaygın örneği, finansal analistlerdir. Finansal analistler, özellikle brokerlar, fon yöneticileri ve kurumsal yatırımcılara, getiri tahminleri, alım/satım önerileri gibi sermaye piyasasına ilişkin çeşitli yorumlanmış bilgi sunan kişi veya kurumlar olarak, sermaye piyasasının önemli unsurlarındandır.(Lang ve Lundholm, 1996) Analistlerin

değerlendirmelerinde kullandıkları bilgilerin çoğu, doğrudan firmadan alınmaktadır. Yatırımcıların çoğunun ulaşamadığı bilgiye erişebilmeleri, elde edilen bilgileri yorumlama bilgisine sahip olmaları nedeniyle, yatırımcılar için analistlerin yapmış olduğu tavsiye ve değerlendirmeler büyük önem arz etmektedir. Analistlerin sermaye piyasası içerisinde bulundukları konum gereği, temel faaliyetlerinin bilgi toplamak olması ve aynı zamanda bilgiye doğrudan ulaşabilecek olmaları, analistlerin sundukları bilgileri daha cazip hale getirmektedir.(Kros ve Schroder,1990)

Finansal analistlerin etkinliği Botosan (1997) tarafından yapılan çalışmada açıkça görünmektedir. Bu çalışmada, işletmelerin kamuya aydınlatma düzeyleri ve sermaye maliyetleri arasındaki ilişki araştırılırken, kamuya aydınlatma aracı olarak yıllık faaliyet raporları incelenmiştir. Daha az analist tarafından incelenen şirketler (low analyst following) için kamuyu aydınlatma ve sermaye maliyeti arasında anlamlı bir ilişki bulunurken, daha fazla analist tarafından izlenen (high analyst following) şirketler için anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bunun nedeni, analistler tarafından izlenen şirketler için yatırımcıların, iletişim sürecinde faaliyet raporu gibi bilgi araçlarından ziyade, finansal analistler tarafından sunulan bilgileri kullanarak karar vermeleridir.

Lang & Lundholm (1996), firma ne kadar çok bilgiyi açıklamaya yönelirse, firmanın açıkladığı bilgileri kullanarak, firma hakkında önerilerde

bulunan analist sayısının arttığını ortaya koymuşlardır. Bu durum firmaları açıklama yapmaya teşvik eden bir başka unsurdur.

4.4. Bilginin İletilmesi ve Kamuyu Aydınlatma Araçları

İşletmeye ait bilgilerin, kullanıcıların ihtiyaçlarına göre hazırlanmasının yanında, kullanıcılara zamanında, ve doğru iletim yolları kullanılarak iletilmesi de önemlidir. Günümüz iş dünyasında, kamuyu aydınlatma uygulamalarında, hızla değişen, muhasebe düzenlemelerini ve teknolojik gelişmeleri yakalamayı başaran işletmeler başarılı olabilirler (Wallman, 1996). Dolayısıyla aşağıda sayılan bilgi araçlarının, bilgi ihtiyacı olan taraflara ulaştırılmasında, gereken özenin gösterilmesi gereklidir.

4.2.4.1.Finansal Tablolar, İzahname ve Sirküler

İşletmeye ait bilgilerin iletilerek, kamunun aydınlatılmasında en çok kullanılan araç kuşkusuz finansal tablolardır. Ancak, finansal tablolar muhasebe kuramı gereği, sadece tamamen veya kısmen finansal nitelikte olan değer hareketlerine yer verir. Aynı zamanda, muhasebe teorisinin ve uygulamalarının maliyet esasına dayalı olması nedeniyle finansal tablolarda açıklanan bilgiler tarihi bilgi niteliğindedir.

Finansal tablolar zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamalarının temel aracıdır. Bir finansal tablo seti normal olarak bilanço, gelir tablosu, nakit akış tablosu, özkaynaklar değişim tablosu, kar dağıtım tablosu, dipnotlar ile finansal raporların ayrılmaz bir parçası olan açıklama kısımlarını içerir. Finansal tablo seti, finansal tablolara ek olarak tamamlayıcı listeleri, bazı bilgileri içeren veya bazı bilgilerin ede edilmesine yarayan tabloları ve finansal tablolar ile birlikte dikkate alınması gereken diğer tabloları da içerebilir. Bu tür liste ve tablolar, örnek olarak endüstriyel ve coğrafi bölümlere ilişkin finansal bilgileri ya da fiyat değişikliklerinin etkisini gösteren açıklamaları içeriyor olabilir.(TMS, 2006)

İzahname ve sirküler ise, firmaların daha çok halka açılma esnasında, kendini tanıtmak ve halka açılma süreci ile ilgili yatırımcıyı bilgilendirmek amacıyla yayınladıkları, yayınlanması zorunlu, bilgilendirme araçlarıdır.

3.4.4. Yıllık Faaliyet Raporları

Günümüzde işletmeler, artan ve sürekli değişen bilgi talebini karşılayabilmek için, asgari bilgilendirme zorunluluğunun ötesinde bilgi sunumuna başlamışlardır. Çünkü, finansal tablo, izahname ve sirküler gibi

araçlarda yer alan, muhasebe teorisi gereği tarihi olan veriler, geleceğe yönelik bilgi ve verilerle desteklenerek, daha kullanışlı hale getirilmelidir.(Wallman, 1996)

Yıllık faaliyet raporu, yayınlanması zorunlu finansal tablo setinin yanında, yönetim kurulu faaliyet raporunu, yönetim kurulu başkanının açıklamalarını, yönetimin durum değerlendirmesi ve analizlerini ve benzeri dokümanları içermektedir.

Yıllık faaliyet raporunun içeriğinin firma tarafından belirlenmesi, ve bu nedenle firmanın açıklamak istediklerini sunabilmesi için uygun bir mecra olması nedeniyle, içeriği ve niteliği her geçen gün değişmektedir. Önceleri yıllık faaliyet raporları, sadece finansal tablo seti ve bunlara ilişkin notları içerirken, artık açıklama ve anlatım bölümlerinin (narrative part) , çeşitli grafik ve fotoğrafların olduğu birer bilgi paketi haline gelmişlerdir. Akademik veya akademik olmayan çalışmalarda yaygın olarak “finansal rapor” olarak anılırken, artık “iş-işletme raporu (business report)” olarak anılmaya başlanmıştır. Yani, faaliyet raporunun içeriğine ilişkin olarak, artık odak noktası sadece finansal bilgiler değildir. (Beattie,2000:15)

Faaliyet raporları firma hakkında hem zorunlu hem gönüllü bilgilerin sunulduğu bir araç olması nedeniyle, bir çok çalışmada, firmanın bilgilendirme

politikasına ve düzeyine ilişkin karar verilirken, araştırmacıların sıklıkla tercih ettiği bir araç haline gelmiştir. Bunun nedenini şöyle açıklayabiliriz. Faaliyet raporu, raporlama için kullanılan araçlardan sadece biri olmasına rağmen, bir işletmenin kamuya aydınlatma derecesini tespit edilmesi için kullanılabilecek en iyi araçtır. Çünkü faaliyet raporunun kamuyu aydınlatma derecesi ile diğer kamuya aydınlatma araçları tarafından yapılan aydınlatma arasında pozitif korelasyon vardır. (Lang ve Lundholm, 1993)

Kamuyu aydınlatmaya ilişkin literatürün bir kısmı da taşıdığı önemden ötürü, doğrudan faaliyet raporları ile ilgilidir. Bir çok çalışma faaliyet raporlarının içeriğinin değişen yüzüne dikkat çekmektedir.(Lee,1994), (McKinstry,1999), (Preston ve ark.,1999), (Graves ve ark.,1999). Bu çalışmalarda faaliyet raporlarının içeriklerini, belli bir zaman aralığı içerisinde incelenmiş, günümüze doğru yaklaştıkça, faaliyet raporlarındaki, gönüllü kamuya açıklamaların ve görsel öğelerin sayısının gittikçe artmakta olduğu gösterilmiştir.

Bu değişim, faaliyet raporlarının, finans ve muhasebe alanı dışındaki araştırmacıların da ilgisini çekmeye başlamasına neden olmuştur. Faaliyet raporları, pazarlama, imaj yönetimi, politik ekonomi alanlarında yapılan araştırmalarda da kullanılmaktadır. (Stanton ve Stanton, 2002) Faaliyet

raporunun, içeriği, kalitesi ve sunumu ile işletmenin imaj-etki yönetimine (impression management) de katkısı olduğu vurgulanmaktadır.

5. KAMUYU AYDINLATMANIN YARAR VE MALİYETLERİ

Kamuyu aydınlatma uygulamaları, taşıdığı maliyetlere rağmen karar vericiler için gereklidir. Kamuyu aydınlatmayı temel alan bir çok çalışmada, kamuyu aydınlatma uygulamalarının yararını ve maliyetlerini tam olarak ölçmenin mümkün olmadığını vurgulamaktadır. Yarar ve maliyetler ekonomik, sosyal, politik, ve etik olabilir. (Eliot ve Jacobson, 1994)

Yarar ve maliyetleri etkilenen taraflara göre sınıflandırırsak;

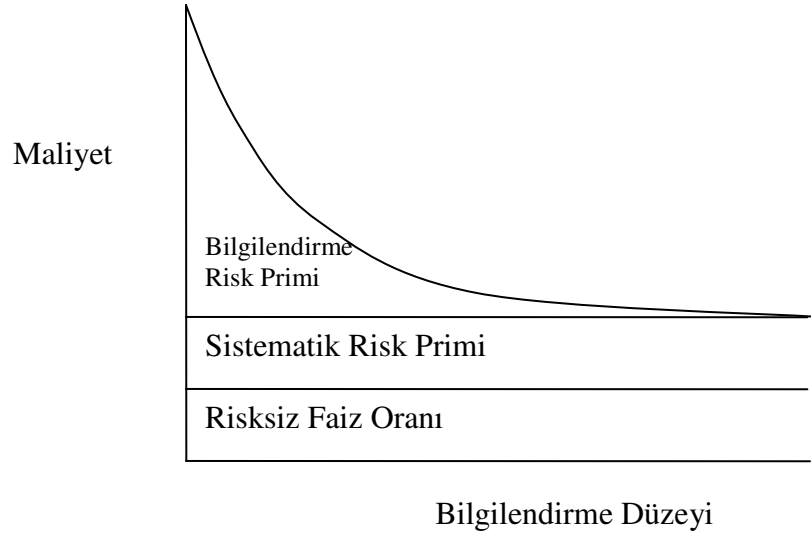
1. İşletmeler için yarar ve maliyetleri
2. Ortaklar dışındaki, yatırımcıların yarar ve maliyetleri
3. Ekonomiye olan katkısı ve maliyetleridir.

Kamuyu aydınlatma uygulamalarının işletmeler için en önemli yararı, işletmenin sermaye ve borç maliyetini düşürücü etki yapabilmesidir. Ekonomi teorisi ile  ağdaş muhasebe düşüncesi arasında temel bir bağlantı kurulmasını sağlayan bu görüş, firmaların kamuyu aydınlatma uygulamalarını arttırdıkça, sermaye maliyetini oluşturan parçalara ait bilgi asimetrisinin azalacağını

düşünür. (Verrecciha ve Leuz, 2000) Grafik 1’de, yatırımcıların, yatırım araçlarını değerlendirirken öngördüğü risk faktörleri yer almaktadır. Yatırımcılar, risksiz faiz oranı ve sistematik risk dediğimiz, faiz oranı riski, enflasyon riski ve piyasa riskini hesaba kattıktan sonra, sistematik olmayan, finansal risk, yönetim riski ve iş riskini de değerlendirirler.

Kısaca açıklamak gerekirse; finansal risk, işletmenin yüklendiği mali yükümlülüklerini yerine getirememesi, yönetim riski, var olan yönetimin aldığı yanlış kararlar sonucunda işletmenin başarısızlığa sürüklenme olasılığı, iş riski ise, işletmenin rekabet, tüketici, teknolojik, v.b. iç ve dış çevre faktörlerinin, işletme faaliyetlerini olumsuz etkileme riskidir. Bu tür risklerin hesaplanabilmesi için, diğerlerinde olduğu gibi, matematiksel hesaplamalar mevcut değildir.(Akgüç,1998:867) Yatırımcıların bu riskleri izleyebilmesi için işletmeyi yakından takip etmesi gerekmektedir. İşte bu noktada işletmelerin, yatırımcıya sundukları bilgiler çoğaldıkça, sistematik olmayan riskler için öngörülen risk primi düşecektir.

Grafik 1: Toplam Sermaye Maliyeti



Belli bir zaman dilimi için çizilen bu grafikte (Elliot ve Jacobson,1994), risksiz faiz oranı ve sistematik risk primi sabittir. Bilgilendirme risk primi olarak adlandırılan, sistematik olmayan risk primini yansıtan eğri ise, bilgilendirme düzeyi arttıkça azalmaktadır. Öngörülen toplam riskin azalması toplam sermaye maliyetini de azaltacaktır. Böylece benzer sistematik riske sahip firmalar arasında, bilgilendirme düzeyi, değerlendirme açısından önemli farklılıklar yaratacaktır.

Bu konuda, Botosan (1996), Sengupta (1998) tarafından yapılan çalışmalarda, söz konusu ilişki ortaya konmuştur.

Artan kamuyu aydınlatma uygulamaları, kredibilitesini ve yatırımcılarıyla kurduğu ilişkinin düzeyini de arttıracaktır.(FASB,2001) Aynı zamanda,

kamuyu açıklama arttıkça, yatırımcılar daha sağlıklı karar verebileceğinden, piyasalardaki fiyat etkinliği ve dolayısıyla piyasaların likiditesi artacaktır.(Fishman ve Hagerty,1989)

Kamuyu aydınlatma uygulamalarının yararlarının yanında, maliyetleri de düşünülmelidir. Fayda- maliyet dengesi düşünülerek, kamuyu aydınlatma stratejisi belirlenmelidir. En belirgin maliyetlerin şunlar olduğu düşünülmektedir;

- Kamuyu aydınlatmaları uygulamalarını gerçekleştirmek için, bilginin işletme tarafından derlenmesi, denetlenmesi ve bilginin sunulması için geliştirilen araçlara, teknolojik sisteme, istihdam edilen personele v.b. yapılan harcamalar,

- Dava maliyetleri (litigation costs); yatırımcıyı koruma kanunlarının gelişmiş olduğu ülkelerde, firma açıkladığı bilgiden dolayı hukuki sorumluluk üstlenmektedir. Açıkladığı bilgiden dolayı mağduriyet yaşanması durumunda, olası hukuki dava maliyetlerine katlanmak durumundadır.

- İşletmelerin, teknolojik ve yönetsel stratejilerini, yeniliklerini, planlarını, satış ve üretim gibi operasyonel faaliyetleri hakkındaki stratejilerini,

ayrıntılılarıyla açıklamaları, rekabette dezavantaj yaratabilir. Burada maliyet, açıklanan bilgiden rakiplerin sağlayacakları kazançları da içermektedir.

Tüm bu maliyetlerin dışında, kamuyu aydınlatmanın kullanıcılara yüklediği maliyetler de vardır. Bunlar, yatırımcıların sunulan bilgileri yorumlayıp, anlama süreci yatırımcı açısından maliyeti oluşturur. Yatırımcıların, açıklanan bilgilere, işletmeler tarafından hızlı ve kolay ulaşılabilir araçlar tarafından dağıtılıyorsa, ulaşması oldukça kolay ve maliyetsiz olacaktır. Ancak açıklanan bilgi ne kadar çok ve ayrıntılı olursa, özellikle sermaye piyasaları gelişmiş, işletme sayısının çok olduğu ülkelerde, yatırımcı için bilgiyi takip etmek ve değerlendirmek o kadar zor olacaktır. Böyle bir durumda yatırımcılar, maliyetlerini düşürmek için tek bir sektörü izlemeye yönelebilirler. Yatırımcı en çok bilgi sahibi olduğu, en çok bilgiyi sunan, kısaca en çalışılabilir sektörü ve firmaları takip etme eğilimindedir. Bu da firmaların, yatırımcıyı çekmek adına, kamuyu aydınlatma harcamalarını arttırmasına neden olabilir. (Fishman ve Hagerty,1989)

Bazı çalışmalar maliyetleri nedeniyle özellikle küçük firmaların, kamuyu aydınlatmadan yarar sağlamadığını da ortaya koymaktadır. (Gore,2004, Gomes ve ark. 2004)

Sonuç olarak, firma kendi kamuyu aydınlatma stratejisini belirlerken, fayda maliyet dengesini göz önünde bulundurur. Bunun yanında, diğer firma ve sektörlerin kamuyu aydınlatma uygulamaları da, firmanın bilgilendirme politikasını etkilemektedir.

6. TÜRKİYE’DE KAMUYU AYDINLATMAYA İLİŞKİN DÜZENLEME VE UYGULAMALAR

Türkiye’de sermaye piyasalarının genel özelliklerine bakıldığında kurumsal, hukuksal ve teknolojik altyapının gelişmiş ülke ve AB standartlarıyla uyum içinde olduğu görülmektedir. Türkiye son yıllarda, kurumsal yönetim ve kapsamlı kamuyu aydınlatma uygulamaları konusundaki yasal çerçevesini, yapılan uluslararası çalışmaları takip ederek sürekli yenilemektedir.

Ancak sermaye piyasalarında işlem görmekte olan Türk şirketleri, bu düzenlemeleri takip etme, kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma kültürünü geliştirme konusunda geri kalmıştır. Bu durum, tarihsel süreçte, yasaların, muhasebe ve denetleme prensibine sahip olması konusunda oldukça geç kalınmış olmasından kaynaklanıyor olabilir.

Türkiye’de Ticari hukuk ile ilgili ilk yasama Osmanlı İmparatorluğu’nda 1850 yılında yapılmıştır ve temeli 1807 tarihli Fransız Ticaret Kanununa dayalıdır. 1926 yılında yapılan hukuki reformlar altında bu yasama, İsviçre medeni kanunu ve Yükümlülükler Kanunu, İtalyan Ceza Kanunu ve Alman Ceza Kanuna dayalı bir sistem ile değiştirilmiştir. Ne bunlar ne de 1957 yılından beri yürürlükte olan mevcut Türk Ticaret Kanunu, muhasebe ve denetleme prensiplerine dayalı değildir ve dolayısıyla, mali raporlama konusunu düzenlemezler. Bunlar, Türk iş kültüründeki zayıf kurumsal yönetim, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamalarına yol açması beklenen medeni hukuk geleneğinin gücünün, kuralların yetersiz uygulanmasının ve bilgilendirme felsefesi eksikliğinin altını çizerekler. (Aksu ve Köseadağ,2005)

Finansal raporlama, kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatmaya ilişkin ayrıntılı ve etkili düzenlemeler, 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’nun yasalaşması, 1985 yılında ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın kurulması ile birlikte başlamıştır. Yapılan düzenlemeleri aşağıdaki gibi sıralanabilir;

1982 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi Anonim Ortakların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ yayınlandı.

1987 Aralık; işlem gören şirketlerde bağımsız dış denetim yaptırma zorunluluğu getirildi.

1992, Mayıs; İzin sisteminden kayda alma sistemine geçildi. İçerden Öğrenenlerin Ticareti, yapay fiyat oluşumu, arz ve talebin etkilenmesi, yanlış ve yanıltıcı bilgi verilmesi gibi manipülatif nitelikli eylemler manipülasyon suçu kapsamına alındı.

1993 Temmuz, Sermaye Piyasasında kamunun aydınlatılması amacıyla “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ” yayımlandı

1995 Nisan; Daha önce özet olarak yayınlanan şirket bilanço ve gelir tablolarının, dipnotlarıyla beraber ayrıntılı olarak yayınlanması zorunluluğu getirildi.

1996 Mart; Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ yayımlandı.

1998 Aralık; Muhasebe Standartları Dairesi ile Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi faaliyete geçti.

2001 Kasım; Sermaye Piyasasında Konsolide Mali Tablolara ve İştiraklerin Muhasebeleştirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ yayımlandı

2002 Ağustos; Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün tam olarak yerine getirilmemesi ve sağlıklı bir piyasa teşekkül etmesini engelleyen belirsizliklerin oluşması nedeniyle işlem sıraları kapatılan hisse senetleri, Sermaye Piyasası Kurulu'nun "İMKB'de işlem sırası kapatılan şirket hisse senetlerinin Borsa-dışında alış/satışına ilişkin esaslar" hakkındaki 19 Temmuz 2002 tarihli düzenlemesine istinaden Borsa dışında işlem görmeye başladı.

2003 Temmuz; Kurumsal Yönetim İlkeleri yayımlandı.

2004 Haziran; Kamuyu Aydınlatma (Elektronik İmza) Projesi testlerine başlandı.

2005 Şubat; İMKB'de Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmasına ilişkin gerekli altyapı hazırlandı.

Görüldüğü gibi, Türkiye’de kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma uygulamalarına ilişkin yasal düzenlemelere, ancak doksanlı yıllarda başlanmış, 2000’li yıllarda hız kazanmıştır. Bu konuda yapılan en önemli çalışma 2003 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleridir. Sermaye Piyasası Kurulu, başta halka açık şirketler olmak üzere, özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilecek “Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri”ni (İlkeler) belirlemiş ve kamuya duyurmuştur.

İlkeler, halka açık anonim ortaklıklar tarafından isteğe bağılı olarak uygulanacaktır. Ancak ilkelere uymayan şirketler, uymama gerekçelerine yıllık faaliyet raporunda yer vereceklerdir. Şirketlerin İlkelerle uyum düzeyi duruma göre zorunlu ve isteğe bağılı olarak Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenmiş derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilebilecektir.

Ülkeleri, kamuyu aydınlatma düzeyleri, ve kurumsal yönetim uygulamaları açısından değerlendiren, uluslararası organizasyonlar tarafından düzenli olarak tekrarlanan ve yayınlanan bir çok araştırma yapılmaktadır. Yapılan çalışmalarda, Türkiye'nin kurumsal yönetim, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamalarında, araştırmalara dahil edilen ülkeler arasındaki yeri aşağıdaki gibi özetlenebilir.

Standart&Poor's, mülkiyet yapısı yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi hakkında çeşitli ülkelerde faaliyet gösteren firmaları değerlendirerek, firmalara verdikleri puanlar üzerinden ülkeler arasındaki farklılıkları ortaya koyarak, kurumsal yönetim konusunda, zayıf olan ülkeleri bu konuda özendirmeye çalışmaktadır.(Standart&Poor's,2002) İMKB' nda işlem gören 45 şirket, bu çalışma kapsamında incelenmektedir. Türkiye'nin kurumsal yönetim uygulamaları konusunda zayıf olduğu, ancak her geçen bir düzelme olduğu kaydedilmektedir.

Bir başka uluslararası araştırma, Kurtzman-Group tarafından yapılan “saydamlık-şeffaflık endeksi”(opacity endex), ülkelerin saydamlık-şeffaflık derecelerini, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası Ülke Risk Rehberi, Uluslararası Menkul Kıymet Hizmetleri Birliği (ISSA) ve ülkelerin kendi düzenlemelerini gibi 41 farklı kaynak incelenerek, 65 değişkenin varlığı araştırılarak hesaplamaktadır. Uluslararası işletmelerin yatırım yapacağı ülkeleri belirlemede önemli bir gösterge olan bu endeks, ülkelerin yolsuzluk oranını, ekonomi politikalarını, yasal sistemlerinin etkinliğini, muhasebe denetimi ve kurumsal yönetim uygulamalarını, ve düzenleyici yapılarını inceleyerek, her bir bölüm için puanlama yapmaktadır. Puanlar yükseldikçe, ülkenin saydamlık-şeffaflık derecesi düşmektedir. (Kurtzman-Group,2004)

48 ülkenin değerlendirildiği bu çalışmada Türkiye, toplam puanlamada 43 puanla, 35. sırada yer almaktadır. En kötü puanını yolsuzluk ve yapısal bozukluk endeksinden alan Türkiye’nin ikinci en kötü puanı ise muhasebe ve kurumsal yönetim uygulamaları kategorisinde elde edilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesinin ve uygulamanın izlenmesinin, ülkemizdeki yatırım ortamının iyileştirilmesinde, Türk sermaye piyasalarının küresel likidite sisteminin bir parçası olarak yapılandırılmasında ve uluslararası finansal piyasalardan fon sağlama olanaklarının artırılmasında büyük önem arz ettiğine inanılmaktadır.

Sermaye piyasaları, yapılan düzenlemelerle, uluslararası standartları yakalamaya çalışmaktadır. Ancak düzenlemelerin, sadece halka açık anonim ortaklıkları kapsaması, ve kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının şirketlerin inisiyatifine bırakılması, kamuyu aydınlatma kültürünün gelişmesini geciktirebilir. Ancak daha önce de bahsettiğimiz gibi, kamuyu aydınlatma uygulamaları benimsendikçe ve yatırımcılar tarafından, değerlendirilme sürecinde dikkate alınmaya başlandıkça, uygulamalar yasal zorunluluk olmadan da yaygınlaşacaktır.

BÖLÜM II

İMKB’DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN KAMUYU AYDINLATMA DÜZEYLERİNİ VE KAMUYU AYDINLATMA DÜZEYLERİ İLE FİRMA DEĞERLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİYİ TESPİT ETMEYE YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA

BÖLÜM II

İMKB’DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN KAMUYU AYDINLATMA DÜZEYLERİNİ VE KAMUYU AYDINLATMA DÜZEYLERİ İLE FİRMA DEĞERLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİYİ TESPİT ETMEYE YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA

1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI

Bu bölüme kadar, kamuya aydınlatma hakkında geniş bilgiler verilmiş ve bu konuda yapılan çalışmalardan bahsedilerek, kamuya aydınlatmanın önemi ve firma üzerindeki etkileri anlatılmaya çalışılmıştır.

Bu bölümde yapılacak olan araştırmanın amacı, hem sermaye piyasaları hem de özel olarak işletme için önemli olan, kurumsal yönetim, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamalarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem görmekte olan firmalar açısından ne düzeyde olduğunu tespit etmek ve söz konusu firmaların kamuyu aydınlatma uygulamalarının firma değerleri ve bazı seçilmiş firma karakteristikleri ile olan ilişkisini incelemektir.

Bu amaçla, firmalar tarafından yatırımcıyı bilgilendirme amacıyla yayınlanan yıllık faaliyet raporları içerik yönünden incelenerek, elde edilen

sonuçlar ile firma değerleri ve bazı firma karakteristikleri arasındaki ilişki incelenecektir.

2. ÖNCEKİ ARAşTIRMALAR ve TEORİK TARTIşMA

Kamuyu aydınlatma ve uygulamalarına ilişkin literatür, 1930-1970 yılları arasında piyasa aksaklıklarını ortaya koyan çalışmalarla, (Berle& Means (1932), Jensen&Meckling (1976), Akerlof (1976)), başlamış, 1980’li yıllardan sonra, aksaklıklara gidermeye yönelik önerilerin sunulduğu ve düzenlemelerin test edildiği çalışmalar ağırlık kazanmıştır.

Yaşanan finansal raporlama ve denetim skandalları, bir çok ülkede kanun ve standartların kurumsal yönetim uygulamalarına yer verecek şekilde değişmesine neden olmuştur. Kurumsal yönetim ilkeleri OECD tarafından ayrıntılı olarak maddelenerek, ilk olarak 1999 yılında sunulmuş, ardından OECD ve OECD üyesi olmayan ülkelerin katkı ve tavsiyeleriyle 2004 yılında tekrar düzenlenerek, dünya ülkeleri için kurumsal yönetim uygulamaları konusunda temel bir kaynak olarak yayınlanmıştır. şeffaflık ve kamuyu aydınlatma kurumsal yönetim kalitesinin önde gelen göstergelerinden biridir. Bu nedenle, kurumsal yönetim ile ilgili yapılan araştırma kadar, akademik veya akademik olmayan bir çok araştırma da özellikle kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamaları üzerine yapılmaktadır.

Akademik olmayan, muhasebe, denetim ve düzenleme kuruluşları tarafından yapılan çalışmalarda genellikle, kamuya aydınlatma araçları ve içeriklerinin nasıl olması gerektiğine ve geliştirilmesine ilişkin çalışmalar yapılmaktadır. Bu tür çalışmalar genellikle sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerin kuruluşları tarafından gerçekleştirilmektedir. Çalışmalarda kaliteli, doğru ve güvenilir zorunlu kamuyu aydınlatma gerekliliğinin vurgulanmasının yanı sıra, işletmeler, gönüllü kamuyu aydınlatma yapmaya teşvik edilmektedir. Bu amaçla hangi bilginin nasıl açıklanması gerektiği konusunda ayrıntılı bilgilere yer verilmektedir. FASB (2001), tarafından yapılan çalışmada gönüllü kamuya aydınlatma kalemleri benzer bir çalışma olan AICPA (1994)'den de yararlanılarak geliştirilmiş, gönüllü kamuya açıklamanın yararları ve maliyetleri açıklanmış, ve oluşturulan bir çalışma komitesi (Steering Comitee) ile farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların gönüllü kamuya aydınlatma uygulamaları çerçevesinde hangi kalemleri açıklamaları gerektiğine ilişkin ayrıntılı bilgiler sunulmuştur.

Kamuyu aydınlatmanın temel araçları olarak saydığımız, finansal tabloları faaliyet raporları v.b. araçların içeriğine yönelik benzer çalışmalar, CFA (Chartered Financial Analyst), ACCA (Association of Chartered Certified Accountants), Standart and Poor's gibi kuruluşlar tarafından da yapılmıştır. Aynı kuruluşlar, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile ilgili yapılan

düzenlemelerin etkinliğini ve kullanışlı olmasını sağlamak açısından yapmış oldukları anket çalışmalarıyla da bilgi kullanıcıları ve düzenleyici otoriteler arasında bir köprü görevi görmektedirler. Yapılan anketler sayesinde bilgi kullanıcılarının ihtiyaçlarının karşılanıp karşılanmadığı test edilerek, gelecekte yapılacak çalışmalara yön verilmektedir. Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının (IFRS), uygulanabilirliği, etkisi, fon yöneticilerinin görüşlerine ilişkin düzenlenen anket çalışmasını, bu tür çalışmalara örnek olarak gösterebiliriz. (PriceWaterHouse Coopers, 2006)

Tüm bunların yanında, akademik olmayan kuruluşlar tarafından yapılan çalışmalarla, ülkeler kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamalarında gösterdikleri performanslar açısından değerlendirilerek, endeksler oluşturulmakta ve karşılaştırmalar da yapılmaktadır. Bu konuda en bilinen çalışma Standart&Poor's (2002) tarafından yapılan yapılan çalışma ile yatırımcılar için ülkelerin şeffaflık derecelerini ölçen "Saydamlık Endeksi" (Opacity Indeks)'dir. (Kurtzman Group Study, 2004)

Yapılan bu çalışmalar, zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamalarıyla birlikte gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamalarına da bir düzenleme getirmeye çalışmaktadır. Özellikle oluşturulan endeksler ve kamuyu işletmenin aydınlatma düzeyinin derecelendirme notuna dahil edilmesi sayesinde ülkelere tavsiye niteliğinde geliştirilen kurallar yaygınlaştırılmaya çalışılmaktadır.

Bu tür çalışmalar, kamuyu aydınlatma sürecinin düzenlenmesi gerektiği yönündeki düşünceleri desteklemektedir. Ancak bir diğer taraftan, bilgiyi açıklamanın bu şekilde düzenlenmesine, özellikle devletçe düzenlenmiş olan, zorunlu kamuya aydınlatma düzenlemesine karşı olan görüşlerde mevcuttur. Benston (1934) tarafından yayınlanan makalede, devletçe yapılan düzenlemelerin, piyasada var olan bilgiye dayalı aksaklıkları gidermede, verimli bir yol olmadığını savunmaktadır. Buna göre, zaten çok sayıda şirketin, ilgili düzenleyici kuruluşlar kendilerine herhangi bir zorunluluk yüklemese de, sermaye piyasasındaki rekabet ortamı içinde, kendi menkul kıymetleri için daha yüksek fiyat almak amacıyla bilgilerini açıklayacaklarını savunmaktadır. Ancak tarihsel süreçte, yaşanan muhasebe skandallarını göz önünde bulundurursak, bu düşüncenin bilginin açıklanmasında olmasa da, doğru bilginin açıklanması için geçerli olmadığını görmekteyiz. Kaldı ki kamuyu aydınlatma kültürü açısından değerlendirdiğimizde ülkeler arasında büyük farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Sermaye piyasası yeteri kadar gelişmemiş ülkelerde, kamuyu aydınlatma düzeyi düşük çıkmakta, bu durum ülkelerin belirsizlikten kaçınma kültürlerinin gelişmemiş olmalarına bağlanmıştır. (Salter, 1998) Dahası, bazı çalışmalarda, düzenlemenin yeterli olmadığı, işletmelerin yapılan düzenlemeleri, hızla uygulamaya koyma konusunda da başarılı olmalarının gerekliliği üzerinde durulmaktadır. (Wallman, 1996)

Bu konuda yapılan akademik çalışmalar ise oldukça çeşitlidir. Akademik çalışmalarda genel olarak, işletmelerin kamuya aydınlatma ve şeffaflık uygulamaları incelenerek, bu uygulamaların, sermaye piyasaları ile olan ilişkileri üzerinde durulmaktadır.

Sengupta (1998), Botosan (1996) ve, Ashbaugh ve ark.(2004) doğru ve zamanında, ayrıntılı olarak açıklanan bilginin, yatırımcıların açıklama yapan firma hakkında öngördükleri riskin daha düşük olacağı ve dolayısıyla firmanın borç ve sermaye maliyetinin görece daha düşük olacağı fikrinden yola çıkarak, sermaye ve borç maliyetiyle kamuyu aydınlatma arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Botosan, yüksek kamuyu açıklama derecesine sahip firmaların, düşük sermaye maliyetine sahip olduklarını, ortaya koymuştur. Ancak bu ilişki, sadece daha az analist tarafından izlenen firmalar arasında geçerlidir. Sengupta (1998) ise, kamuyu aydınlatmanın, işletmenlerin borç alma maliyetlerini de düşürdüğünü kanıtlamaya çalışmıştır. Benzer şekilde, Gomes ve arkadaşları (2004) ile Gore (2004), özellikle zorunlu kamuyu aydınlatma uygulamaları ve sermaye maliyeti üzerine çalışmışlardır. Yapılan çalışmaların genelinde, kamuyu aydınlatmanın, sermaye piyasaları üzerinde olumlu etkileri tespit edilmiş, ancak işletmelerin, sermaye, borçlanma, kamuyu aydınlatma maliyetleri açısından istisnaları olduğuna değinilmiştir. Bazı işletmeler için,

kamuyu aydınlatma uygulamalarının maliyetlerinin, yararının üzerinde olduğunu vurgulamışlardır.

Sonuç olarak, son yıllarda yapılan çalışmalarda, kamuyu aydınlatma uygulamalarının, sermaye piyasasına yarar sağladığı konusunda genel olarak görüş birliğine varılmasına rağmen, işletmeler bazında istisnaları olduğu da vurgulanmaktadır.

Kamuyu aydınlatma konusu üzerine yapılan akademik çalışmaların bir kısmı da, işletmelerin kamuyu aydınlatma stratejileri ve bu stratejileri etkileyen faktörler üzerinedir. Bu amaca yönelik çalışmaların bazıları, kamuyu aydınlatma uygulamalarında, ülkeler arasındaki farklılıkları ortaya koymaya çalışırken (Meek ve ark., 1995), (Salter, 1998), (Santema ve ark.,2005), (Patel ve ark.,2002), bazıları da (Alsaeed,2005), (Naser, 2003), (Cooke,1993), (Chow&Wog-Boren,1987), (Wallace,1988), (Wallace ve ark.,1994) ülke bazında, firmaların kamuyu aydınlatma uygulamalarını ve bu uygulamaları etkileyen faktörleri incelemişlerdir..

Bu araştırmalarda, işletmenin kamuyu aydınlatma uygulamalarının, işletmenin tarihi, finansal performansı, üst yöneticilerin tercihleri, işletmenin büyüklüğü, yönetim stratejisi, sermaye piyasasının gelişmişliği, firma ortaklık yapısı v.b. faktörlerden etkilendiği belirtilmiştir.

2.1. Türkiye İçin Yapılmış alışmalar ve Bulgular

Yukarıda bahsi geçen çalışmaların büyük oğunluğ gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında faaliyet gösteren işletmelerden elde edilmiş veriler ile yapılmıştır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için ise, bu verileri elde etmek, gelişmiş ülkelerdeki kadar kolay olmamaktadır. Aynı zamanda, bu ülkelerde yönetim konusunda ekonomik ve finansal teorinin az gelişmiş olması ve elde edilen finansal bilgilerin muhasebe ve denetim yetersizliğinden dolayı karşılaştırılabilirlik endişesi taşıyor olsa bile, bu ülkelerde yapılan çalışmaların da gelişmiş pazarların incelenmesinde kullanılan değişkenleri kullanmasına yol açmıştır.(Ararat, 2006)

Türkiye’de kurumsal yönetim düzeyini sorgulayan, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma derecesini ve bu ilkelerin şirketlerin performanslarına yansımaya ilişkin en kapsamlı alışma İMKB Araştırma Müdürlüğü tarafından yapılmıştır.(Varış ve ark.,2001).

1998-1999 dönemini inceleyen ve aracı kurumların yanı sıra yaklaşık 275 borsa şirketini kapsayan çalışmada, öncelikle kurumsal yönetim ilkeleri konusunda genel bilgiler verilmiş, en yaygın referans niteliğindeki OECD kurumsal yönetim ilkeleri baz alınarak hazırlanan anketlerin değerlendirilmesi suretiyle İMKB’de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile

piyasa karakteristikleri, piyasa ve finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çerçevede, uluslararası literatürde sıkça kullanılan piyasa değeri, volatilité, birikimli düzeltilmiş getiri piyasa performansını ölçmek için kullanılırken; finansal performansın belirlenmesi için borçlanma, kârlılık, likidite oranları kullanılmıştır. Yapılan anket ile amaçlananın Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlke ve Standartlarının İMKB’de işlem gören şirketlerde ve İMKB üyesi (Üyeler) kurumlarda uygulanma derecesini belirlemek ve bu ilkeleri uygulamanın şirket performanslarında etkisini irdelemek olduğu vurgulanmıştır. Kurumsal yönetim ilke ve standartlarını göreceli olarak daha fazla uygulayan şirketlerin gerek finansal, gerekse piyasa getirisi performansı daha az uygulayanlara göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye’de yönetim ve şirket değeri veya performansı konusunda sistematik araştırmalar çoğunlukla Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu ve ilişkili araştırmacıları tarafından yapılmaktadır.

Halka açık olmayan şirketlerle ilgili veri eksikliği ve muhasebe standartlarının yetersizliğinden kaynaklanan karşılaştırılabilir olmama sorunları Türkiye üzerine yapılan ampirik çalışmalarda önemli bir sorun olmaktadır. Sınırlı sayıda yapılmış olan çalışmalarda, yönetim kavramı üç ana başlık altında incelenmiştir. Bu kategoriler şöyledir: (i) hissedar hakları, (ii) yönetim kurulunun etkinliği, (iii) kamuya açıklama ve şeffaflık.

Bu araştırmalardan elde edilen bulgular ise şöyle özetlenebilir;

Daha çok yönetim kurulu, yönetimin yapısı ve işleyişi, mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkilerinin incelendiği, Standart&Poor's tarafından düzenlenmiş bir form üzerinden yapılan, Aksu ve Köseadağ (2005) tarafından en büyük 52 firmanın verileri ile yapılmış çalışmada; Türkiye'de kamuyu aydınlatma derecesinin pek parlak olmadığı, ancak zorunda olunca kamuya açıklama yaptıkları ve gönüllü bilgilendirme bakımından zayıf oldukları gözlemlenmiştir. Genel Kurul ve Yönetim bilgilendirmesi yüksek olan şirketlerin, getiri ve muhasebe karlılıklarının da daha yüksek çıktığı tespit edilmiştir. Ancak yapılan modellemelerde genel olarak, hiçbir performans ölçütüyle, kamuyu aydınlatma puanları arasında açıklayıcı bir sonuç elde edilememiştir.

Aynı çalışma firmaların 2005 ve 2006 yılı kamuyu aydınlatma faaliyetlerini değerlendirmek amacıyla tekrarlanmıştır. İşletmelerin, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum konusunda gösterdikleri ilginin arttığı, kamuyu aydınlatma puanlarının giderek yükseldiği dikkat çekmiştir.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konusunda, işletmelerin teknolojiye olan yakınlığını da ölçen, kamuya açıklamaların internet web siteleri üzerinden yapılmasını da değerlendiren çalışmalar da mevcuttur. Şirketlerin önemli bir

bölümünün kendi internet sitesi vardır (%84). Ancak internet siteleri kamuyu aydınlatma konusunda yeterince etkili kullanılmamaktadır. İnternet sitelerinde dönemsel mali tablolarını açıklayan şirketlerin oranı %51, yönetim kuruluna yer verenlerin oranı %44, ortaklık yapısına ve faaliyet raporlarına yer ayıranların oranı ise %39'da kalmaktadır. İMKB-30 Endeksi kapsamındaki şirketlerin kendi internet sitesine sahip olduğu, bu şirketlerce kurumsal yönetime ilişkin bilgilere internet sitelerinde daha fazla yer verildiği anlaşılmaktadır. (Gürbüz,2005)

Ergincan ve Gürbüz (2004) tarafından yapılmış çalışmada, kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan şirketlerin borsa performanslarının, bu ilkeleri yeteri kadar uygulamayan şirketlere göre daha yüksek olduğu, kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan şirketlerin özsermaye kârlılığının daha yüksek olduğu, yüksek halka açıklık oranlarına sahip şirketlerin ileri derecede kurumsal yönetim ilkeleri uyguladıkları, daha iyi yönetilen şirketlerin kreditörlere güven duygusu verdikleri ve bu şekilde dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağı buldukları sonuçlarına ulaşılmıştır. Sonuçta, kurumsal olarak iyi yönetilen şirketler, borçlanmak ve dışarıdan öz sermaye derlemek suretiyle dış finansman kaynaklarından daha fazla yararlanma olanağına sahip olabilmektedirler.

Bir diğ er çalışma ise, Churaev (2003) tarafından yapılmıştır. Bu  alışma İMKB-30 Endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının performansa olan etkisini incelemektedir. Çalışmada yapılan anket, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayımladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi'ni esas almış ve İMKB-30 Endeksine dahil 30 şirkete uygulanmıştır.

Churaev, görece daha gelişmiş kurumsal yönetim düzeyine sahip şirketlerin, kredit rlerde/alacaklılarda daha fazla güven uyandırdığı yorumunda bulunmaktadır. Başka bir deyişle, daha iyi yönetilen şirketler daha fazla borçlanma olanağına sahiptir. Ancak  rneklemenin küçük olması; kurumsal yönetimin, şirketlerin mali yapısı üzerindeki etkisi hakkında kesin yargıda bulunmaya izin vermemektedir. Araştırmacı, “ zsermaye k rlılığı” ile Kurumsal Yönetim Endeksi arasında (0,1 anlamlılık düzeyinde) istatistiksel açıdan orta düzeyde anlamlı bir ilişki bulmuştur. Regresyon ve korelasyon analizleri kurumsal yönetim, birikimli düzelti miş getiriler ve sermaye k rlılığı arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır. Finansal kaldıraç ile kurumsal yönetim arasında bulunan pozitif ilişki ise, kurumsal yönetimin şirkete yatırımcı güveniyle itibar kazandırdığı hipotezini desteklemektedir.(Gürbüz,2005)

Kurumsal Yönetim ve şeffaflık alanında yapılmış diğ er çalışmalar ise, (Yurtoğlu,2003), (G nen ,2004), (Orbay ve Yurtoğlu 2005), (Demirağ ve

Serter,2003) çoğunlukla, Türk işletmelerin sahiplik ve yönetim kurulu yapısı ve performansı arasındaki ilişki üzerine odaklanmıştır.

Sonuç olarak, Kurumsal Yönetim konusu ile ilgili bilimsel araştırmaların Türkiye için oldukça yeni olduğu görülmektedir. Verilere ulaşmanın zorluğu ve karşılaştırılabilirlik konusunda duyulan endişe nedeniyle, bir çok araştırmada örneklem sayısı düşük kalmaktadır. Bu da sonuçlar hakkında kesin yargılara ulaşılmasını zorlaştırmaktadır. Gün geçtikçe, yatırımcıların şeffaflığa olan talebinin ve dolayısıyla işletmelerin de bu konuya olan ilgisinin artmasıyla, yapılacak olan çalışmaların daha geçerli sonuçlar verebileceğini söylenebilir.

3. ARAŞTIRMANIN ALANI ve YÖNTEMİ

Firma değeri açısından düşündüğümüzde, firmaların daha çok yatırımcı tarafından izlendiği, günlük ya da saatlik gibi çok kısa süreli değerlemeleri ile birlikte, yıllık gibi geleceğe yönelik uzun süreli değerlemelerin de sürekli yapıldığı piyasalar, sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasalarının, kaynakların etkin dağılımını üstlenen önemli bir mekanizma olarak, bu piyasada işlem gören menkul kıymet fiyatlarının, menkul kıymetlere ait tüm bilgileri yansıttığı etkin piyasalar olması gerekmektedir. Bu sebeple, bu piyasalarda var olan bilgi aksaklıklarının giderilmesi gerekmektedir.

Bu nedenle, araştırmanın alanı, özellikle sermaye piyasasından fon talep eden firmaları incelemek amacıyla, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası olarak belirlenmiştir. Söz konusu işletmelerin kamuyu aydınlatma düzeylerinin ölçülmesi için, düzenlenen bir bilgi değerlendirme formu aracılığıyla toplanan verilerin, puanlamaya çevrilmesi (endeks) yöntemi kullanılmıştır. Diğer değişkenler içinse, firmaların finansal tabloları ve yatırım hizmeti veren bazı kuruluşların, firmalar hakkındaki yayınladıkları bilgilerden veri setleri oluşturulmuştur. Değişkenler arasındaki ilişki, en küçük kareler yöntemi kullanılarak oluşturulan regresyon modeli aracılığıyla analiz edilmiştir.

3.1.Araştırma Nüfusuna Ait Bilgiler:

Çalışma yıllık faaliyet raporları kullanılarak gerçekleştirildiği için, yayınlanmış en son yıllık faaliyet raporları olarak 2004 yılı faaliyet raporlarına ulaşılmaya çalışılmıştır.

29.12.2004 yılı itibariyle, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem görmekte olan firma sayısı 297 adettir.

Aşağıdaki tablo araştırmanın örneklemini özetlemektedir

Tablo 2: Araştırmada Kullanılan Firma Sayısı

29/12/2004 Tarihi İtibari İle	Adet
İMKB'de İşlem Gören Toplam Şirket Sayısı	297
Mali Sektör Şirketleri	(72)
Holdingler	(16)
Kot Dışı (#)	(7)
Kalan	202
Yıllık Faaliyet Raporuna Ulaşılanlar	145
2004 Yılında Borsada İşlem Görmeye Başlayan Şirketler	(9)
Uygulamanın Örneklemine Oluşturan Şirket Sayısı	136

İMKB verilerine göre, 2004 yılında borsada faaliyet göstermekte olan 297 şirketten, mali sektör şirketleri, holdingler, şirketlerin kamuyu aydınlatma derecelerinin ölçülmesi için hazırlanan “Açıklanan Bilgi Değerlendirme Formu”ndaki soruların bir kısmı için uygun olmadığından inceleme dışı bırakılmıştır. Benzer şekilde, tabloda # simgesi ile gösterilen, hisse senetleri Borsa Yönetim Kurulu'nca Kot Dışı Pazar kaydına alınıp geçici olarak işlem görmekten men edilen ve 19.07.2002 tarih ve 35/1059 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri kapsamında Borsa dışında aracı kurumlar vasıtasıyla alım-satıma konu olan 7 şirketin, firma değerine ilişkin hesaplamalarda ihtiyaç duyulan şirket verilerine ulaşamadığı için inceleme dışı bırakılmıştır. Kalan 202 şirketten ancak 145 tanesinin 2004 yılı faaliyet raporuna ulaşılabilmiştir. Ancak bu firmaların 9 tanesinin 2004 yılında borsada işlem görmeye başlayan şirket olması, 2003 yılına ait verilerin eksikliğine yol açmıştır.

Sonuç olarak, araştırma İMKB’de işlem gören 136 şirkete ait (Bk.Tablo 3) faaliyet raporu ve sayısal verilerinden yararlanılarak sürdürülmüştür.

3.2. Verilerin Toplanması ve Değerlendirilmesi

Birinci bölümde de bahsedildiği gibi faaliyet raporları, borsalarda faaliyet gösteren firmaların yayınlamak zorunda oldukları, içlerinde hem finansal bilgilerin hem de Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür gibi üst düzey yöneticilerin görüşlerinin de yer aldığı, resmi belgelerin başında gelmektedir. Hem gönüllü hem de zorunlu kamuyu aydınlatma kapsamında yer alan bilgilerin açıklandığı araçlar olması nedeniyle, benzer araştırmalar için literatürde en sık kullanılan kamuyu aydınlatma aracıdır.

Araştırmaya dahil edilmeye uygun olan 202 firmanın hepsine ait yıllık faaliyet raporlarına ulaşabilmek için, işletmelere ait web siteleri ziyaret edilmiş, web siteleri olmayan ya da yıllık faaliyet raporunu internet ortamında yayınlamayan işletmelerden faks ve telefon yoluyla istekte bulunulmuştur. Ancak 136 firmanın faaliyet raporuna ulaşılabilmiştir.

Araştırma nüfusunu oluşturan firmaların, yıllık faaliyet raporlarında yer alan bilgilerin toplanıp niceliksel veri haline getirilebilmesi için açıklanan bilgi

değerlendirme formu oluşturularak, kamuyu aydınlatma endeksi elde edilmiştir.

3.2.1. Açıklanan Bilgi Değerlendirme Formu

Bilginin, özellikle de gönüllü olarak açıklanmış olan bilginin, direkt olarak sayısını, yoğunluğunu, kalitesini ve kapasitesini tam olarak ölçmek kolay değildir. Bu nedenle, yapılan bir çok çalışmada, bilgi düzeyini ölçmek için bilgi değerlendirme formları oluşturulmaktadır.

Çeşitli ülkelerde, özellikle sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren, muhasebe ve finans alanında araştırma ve düzenlemeler yapan bir çok kuruluş tarafından, kamuya açıklanması gerekli bilgilere ilişkin belli bir standart belirlenmeye çalışılmaktadır.

Bu çalışmalar ışığında, oluşturulan bilgi formlarında, varlığı incelenen bilgi kalemlerinin sayısı 400'e kadar çıkmaktadır.(Schleicher, 1996). İncelenen kalem sayısı çalışmanın amacına göre değişmektedir. Özellikle tek bir sektöre odaklanmış çalışmalarda, bu sayı sektöre özel bazı performans ölçümlerinin de ayrıntılı olarak eklenmesiyle artabilmektedir.

Bu çalışmada da, önceki çalışmalarda yapılmış olan bilgi değerlendirme formları incelenerek, çalışmanın amacına uygun bir “Açıklanan Bilgi

Değerlendirme Formu” oluşturulmuştur. Toplam 109 kalemden oluşan bu formun oluşturulmasında Tablo 4’de listelenen çalışmalar kaynak olarak alınmıştır. Söz konusu çalışmaların çoğu, belli bir sektörü esas aldıklarından, bu çalışmalarda yer alan bazı bilgi kalemleri, firmaların organizasyon yapısı, faaliyet gösterdiği sektör v.b. farklılıklar nedeniyle incelenen tüm firmalar için geçerli olmadığı için, bilgi formundan çıkarılmıştır.

Form, özellikle AICPA(1996) tarafından yapılan çalışmada kullanılan ve Botosan (1997)’nın yapmış olduğu çalışmada kullanmış olduğu form ile paralellik göstermektedir. Genel olarak altı ana bölümden oluşan form yardımıyla firma faaliyet raporlarında özetle, aşağıdaki bilgilerin varlığı araştırılarak, açıklanan bilgiler için firmaya 1 puan, açıklanmayan bilgi için ise 0 puan verilmiştir. Ancak, bilgilerin ayrıntılı olduğu, daha kesin veriler halinde rakamlarla sunulduğu ve ya tarihi bilgilere yer verildiği durumlarda firmaya 2 puan verilmektedir.

Ek 1’de ayrıntılı olarak sunulan form özet olarak aşağıdaki gibidir.

Tablo 5: Açıklanan Bilgi Değerlendirme Formu (Özet)

A.FİRMAYA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER
I.İşletme Stratejileri
II.İşletme Faaliyetlerinin Genel Tanımı
III.İşletmenin Rekabet Çevresi
IV.Araştırma Geliştirme Faaliyetleri
B.YÖNETİCİ VE HİSSEDARLARA İLİŞKİN BİLGİLER
I.Yöneticilere İlişkin Bilgiler
II.Hissedarlara İlişkin Bilgiler
C.FİNANSAL VERİLER
I.Muhasebe Politikasına İlişkin Bilgiler
II.Yabancı Para Bilgileri
III.Hisse Senedi Fiyatı Bilgileri
IV.Finansal Genel Görünüm
V.Gelir Tablosuna İlişkin Bilgiler
VI.Diğer Mali Tablolar ve Açıklanması Gerekli Bilgiler
D. FİNANSAL OLMAYAN VERİLER
VII.Çalışanlara İlişkin Bilgiler
VII.Sosyal Sorumluluk Politikası ile İlgili Bilgiler
E.YÖNETİMİN VERİLERE İLİŞKİN ANALİZ VE GÖRÜŞLERİ
F.GELECEĞE YÖNELİK TAHMİN VE ÖNERİLER

A.Bölümü: Firmaya İlişkin Genel Bilgiler: Bu bölümde firmanın, strateji ve amaçlarını, rekabet çevresine ilişkin analizlerini, ekonomik durum hakkındaki yorumlarını, müşteri ve tedarikçileriyle olan ilişkilerini, sunmakta olduğu temel ürün ve hizmetler ile hedef aldığı pazara ilişkin vb. finansal tablolarında yer almayan bilgilerini açılayıp açıklamadığına bakılmıştır. Bu bilgiler genellikle faaliyet raporlarının sözel-anlatımsal (narrative) kısmında yer almaktadır. Bu tür bilgiler, yatırımcıya, elinde bulunan diğer ayrıntılı ve

rakamsal verileri yorumlanması için bir altyapı oluşturması bakımından oldukça önemlidir.(Botosan 1997) Bu bölümde müşteri ve tedarikçilerle olan ilişkiler hakkında verilen bilginin ayrıntılı ve rakamsal verilerden oluşması, firmaya 2 puan kazandırmaktadır. Örneğin, müşteri memnuniyeti anketi sonuçları, tedarikçilerle ilişkilere ilişkin oluşturulmuş bir sistemin sonuçları v.b.

B.Bölümü: Yönetici ve Hissedarlara İlişkin Bilgiler : Bu bölümde şirketin ortaklık yapısına yönetim kurulu yeleri ve st yöneticilerin niteliklerine, sermaye yapısındaki değişim ile çoğunluk hisse senedi sahiplerine ilişkin bilgiler incelenmiştir. Yönetici ve hissedarların hakları, kurumsal yönetim uygulamalarının önemli bir parçasıdır. Kurumsal yönetim ilkelerinin beşinci, yönetim kurulunun sorumluluklarına ayrıntı olarak açıklamaktadır. Standart&Poors (2002) tarafından yapılan çalışmada yönetim kurulu ve yönetimin yapısını ölçmeye ilişkin ayrıntılı bir form bulunmaktadır. Bu formda bulunan bir çok açıklama kalemine ait bilgiler, kurumsal yönetim uyum raporunda yer aldığı için, bu çalışmada yönetici ve hissedarlara ilişkin genel bilgi veren açıklama kalemlerine yer verilmiştir.

C.ve D. Bölümü: Finansal ve Finansal Olmayan Veriler : Bu bölümde incelenen bilgilerin bir kısmı direkt olarak finansal tablolarda açıklanan bilgilerdir. Finansal tablolar, zorunlu aydınlatma kapsamına girmesi, içeriğinin

gitgide standartlaştırılması, denetim mekanizmaları sayesinde kalitesinin artırılması nedeniyle, yatırımcılar için temel bilgi kaynağıdır. Bu nedenle finansal tablolar ve dipnotları firma faaliyet raporunun en önemli parçasıdır. Bu bölümde, açıklanan faaliyet raporları ve bunlara ilişkin ayrıntılı bilgiler incelenmiştir. Özellikle finansal genel görünüm başlığı altında verilen bilgilerin tarihi olup olmadığına dikkat edilmiştir. Açıklanan bilgilerin tarihi olması, kullanıcıya, firmanın gelişimi hakkında daha net bilgi vereceği için oldukça önemlidir. Tarihi verilerin önemini vurgulamak için Botosan (1997) yaptığı çalışmada, en az 10 yıllık verilere puan vermiş, 10 yıl ve daha fazla yıla ait veri için 2 puan kullanmıştır. Benzer şekilde bu çalışmada da tarihi veriler için 2 puan verilmiştir. Ancak örnekleme yer alan firmaların çoğunun genç firmalar olması nedeniyle, 2-5 yıl arası tarihi veriyi açıklayanlara 1 puan, 5 yıl ve daha fazlası için 2 puan verilmiştir.

Bu bölümde finansal tablolara dayalı bilgilerin dışında, sosyal sorumluk ve insan kaynakları politikalarına ilişkin finansal olmayan, ancak kurumsal yönetim uygulamalarında önemi gittikçe artan bilgiler de incelenmiştir.

E.Bölümü: Yönetimin Verilere İlişkin Analiz ve Görüşleri: Yönetim kuşkusuz firma faaliyetleri konusunda en ayrıntılı ve güvenilir bilgiye sahip olan taraftır. Yöneticilerin verecekleri kararlar, firmanın gelecekteki faaliyetlerini doğrudan etkiler. Bundan dolayı yönetimin bakış açısının ve

geleceğe yönelik planlarının anlaşılması, firmanın geleceği hakkında önemli ipuçları vermektedir. Bu nedenle, firmanın faaliyetlerine ilişkin verilerdeki değişmelerin nedenlerine, sonuçlarına ve yönetimin önerilerine ilişkin bilgilerin sunulduğu bu bölüm oldukça önemlidir(Botosan,1997). AICPA, bu bölümde sunulan bilgilerde, tarihi verilerin de değerlendirilmesini beklemekte, analizlerin en azından işletmenin son bir yılına ait veriler üzerinden yapılmasını önermektedir. Bu bölümde incelenen açıklama kalemlerine örnek olarak, üretilen ürün veya sunulan hizmetin maliyetlerine ilişkin analizleri, veya satış rakamlarındaki değişimin nedenlerine ilişkin analizleri gösterebiliriz.

F.Bölümü: Geleceğe Yönelik Tahmin ve Öneriler: Profesyonel yatırımcılar işletmenin yayımladığı finansal tablolar ile, geleceğe yönelik bir takım tahminleri kendileri yapabilmektedirler. Ancak geleceğe yönelik tahmin, öneri ve analizlerin, bizzat işletme tarafından faaliyet raporunda da açıklanması tüm bilgi kullanıcılarının ihtiyaçlarının karşılanması açısından önemlidir. Aynı zamanda, yapılan tahminlere ilişkin varsayımların açıklanması, işletmenin risklerinin, fırsatlarının ve geleceğe yönelik planlarının daha net anlaşılmasına yardımcı olur. Bu bölümdeki açıklama kalemleri, tahmin ve varsayımlar açıklanıyorsa birer puan, yapılan tahminlerde sayısal hedef belirtiliyorsa iki puan verilerek değerlendirilmiştir.

3.2.2. Kamuyu Aydınlatma Endeksinin Hesaplanması

Kamuyu aydınlatma endeksi, bir işletmenin elde edeceği (gerçekleşen) “toplam puanın” o işletmece “elde edilmesi beklenen” maksimum puana bölünmesi sureti ile hesaplanan bir orandır (Çürük,2004). Bir firmanın elde edeceği (gerçekleşen) “Toplam Açıklanan Bilgi Puanı”(TABP) şu şekilde hesaplanmıştır.

$$TABP = \sum_{i=1}^n di$$

$di = 1$, eğer, açıklanan bilgi değerlendirme formunda yer alan madde ile ilgili açıklama varsa

0, eğer açıklanan bilgi değerlendirme formunda yer alan madde ile ilgili açıklama yoksa

2, eğer açıklanan bilgi değerlendirme formunda yer alan madde ile ilgili ayrıntılı açıklama varsa

$n= 109$, Açıklanan bilgi değerlendirme formunda yer alan madde sayısı

Bir firmaca elde edilmesi (gerçekleşmesi) “Beklenen Maksimum Açıklanan Bilgi Puanı” (BMABP) ise şu şekilde hesaplanmıştır.

$$BMABP = \sum_{i=1}^n di$$

di = Açıklanan bilgi değerlendirme formunda yer alan maddelerin açıklanması halinde alınabilecek puan

$n = 109$, Açıklanan bilgi değerlendirme formunda yer alan madde sayısı

Bir işletme için kamuyu aydınlatma derecesinin göstergesi olan “Kamuyu Aydınlatma Endeksi” (KAE) şu şekilde hesaplanmıştır.

$$KAE = \frac{TABP}{BMABP}$$

Tüm bu hesaplamalar sonucunda her işletme için kamuyu aydınlatma derecesini gösteren bir endeks değeri elde edilmiştir. Bu değer işletmenin kamuyu aydınlatma faaliyetleri sonucu almış olduğu puanı göstermektedir. Bu nedenle bu değer “Açıklama Puanı” olarak adlandırılmıştır, yapılan modelleme işlemlerinde ise (APUAN) kısaltmasıyla gösterilecektir.

3.2.3. Firma Değerinin Hesaplanmasında Kullanılan Veriler

Yatırımcılar varlıkları estetik ve duygusal nedenlerle satın almazlar. Özellikle finansal varlıklar, gelecekte beklenen nakit akımlarından dolayı satın alınıp elde tutulurlar. Yatırımcılar beklentilerine göre işletmelere ve dolayısıyla hisse senetlerine bir değer biçerler. Bir menkul kıymetin ya da yatırım aracının değeri, o aracın fiyatını belirler. (Gürbüz ve Ergincan, 2004:7)

İşletme değerini tespit etmede kullanılan çeşitli değerlendirme yöntemleri mevcuttur. Damodaran (1996: 502), firma değerlendirme yöntemlerini üçe ayırarak sınıflandırmıştır. Belirli bir anda şirketin değerine gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerini hesaplayarak ulaşmayı amaçlayan, “indirgenmiş nakit akımları yöntemleri”, fiyat katsayılarını esas alan “karşılaştırmalı değerlendirme modelleri”, işletmenin özsermayesi, doğal kaynağı veya ürünlerini temel alan “opsiyon fiyatlama modelleri” olarak gruplandırılmıştır.

Tüm bu yöntemlerin kullanılmasında, yatırımcıların temel ihtiyacının, firma hakkında toplayacakları bilgiler olduğundan bahsedilmiştir. Yatırımcılar elde ettikleri bilgileri, sayılan yöntemler yardımıyla analiz ederek, firmaya bir değer biçerler. Bu çalışmada da firma değeri bu katsayılar yardımıyla hesaplanıp, saptanan açıklama puanı ile arasındaki ilişki ortaya konulacaktır.

Bu değerlendirme yöntemlerinden çabuk ve kolay uygulanabilir olması nedeniyle, en çok kullanılan ve yatırımcıların da en iyi bildiği yöntem, fiyat katsayılarını kullanan yöntemleridir. Fiyat katsayıları kullanılarak yapılan değerlemenin çabukluğu ve basitliği, bir taraftan bu değerleme yöntemlerinin çekiciliğini artırırken, diğer taraftan pek çok gerçeğin hasır altı edilmesi ve pek çok sorunun cevapsız kalmasına yol açabilir. Fiyat katsayılarının kullanılması, firma değerinin benzer özelliklere sahip başka firmalarla karşılaştırılmasını temel alır. (Ercan ve üreten,2000:121) Bu çalışmada herhangi bir karşılaştırma yapılmayacağı için, katsayılarla hesaplanan firma değerleri üzerinde şirketler arası farklılıkların kontrol edilebilmesi için, katsayılardaki yıllık değişim hesaplanarak analize dahil edilmiştir.

Çalışmada firma değerini hesaplamak için Tobin'in q oranı ile hisse senedi piyasasına yönelik yapılan çalışmalarda en çok rastlanan fiyat katsayıları hesaplanmıştır.

3.2.3.1 Tobin'in Q Değeri

Gerek firmaların büyüme fırsatlarının gerekse etkin kaynak kullanımı ve yönetim etkinliğinin bir göstergesi olarak yorumlanan Tobin q değeri ilk kez 1969 yılında James Tobin tarafından hesaplanış ve daha sonra Lindenberg ve Ross (L&R), Lewellen ve Badrinath (L&B) tarafından geliştirilmiştir. Daha

sonra L&R modelinin hesaplanmasındaki güçlüklerin ortadan kaldırılması amacıyla Chung ve Pruitt (1994), yaklaşık q değerini önermişlerdir. Benzer şekilde Lee&Tompkins (1999), L&B yaklaşımının hesaplama güçlüğünü gidermek amacıyla bu yöntem üzerine bazı düzeltmeler yaparak yaklaşık Tobin q değeri hesaplamışlardır. (Canbaş ve ark.,2004)

İktisatçı James Tobin'in ortaya koyduğu q değeri şu şekilde formüle edilmektedir.

$$\text{Tobin'in } q \text{ değeri} = \frac{\text{Varlıkların Piyasa Değeri}}{\text{Varlıkların Tahmini Yerine Koyma Maliyeti}}$$

Tobin'in q değerinin belirlenmesinde en önemli güçlük yerine koyma maliyetinin hesaplanmasıdır. Bu zorluğu aşmak için, bu çalışmada Chung&Pruitt tarafından geliştirilen yaklaşık q değeri kullanılmıştır. L&R modelinin basitleştirilmiş hali olan yaklaşık q değeri ile hesaplanan q değerleri %99.6 oranında, L&R modeli ile hesaplanan q değerine yakın çıkmaktadır. (Chung ve Pruitt,1994)

Bütün yöntemler içerisinde varlıkların yerine koyma maliyetinin defter değerine eşit olacağını varsayması nedeniyle Chung&Pruitt'in yaklaşık q değeri, hesaplanması en kolay yöntem olmaktadır. Özellikle veri toplama ve hesaplama güçlüğü yaşanan ülkeler için araştırmacılara kolaylık sağlamaktadır.

$$\text{Yaklaşık } q \text{ değeri (Approximate } q) = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA}$$

MVE= Hisse senedinin Pazar fiyatı ile çıkarılmış hisse adedinin çarpımı,

PS = Tercihli hisse senedinin fiyatı ile hisse sayısının çarpımı,

DEBT= Firmanın kısa süreli yükümlülükleri ile kısa süreli varlıkları arasındaki farka işletmenin uzun süreli borçlarının eklenmesi,

TA= Firma aktif toplamının defter değeridir.

Tobin'in q değerine ilişkin bazı değerlendirmeleri şöyle sıralayabiliriz(Gürbüz ve Ergincan,2004:177);

- Şirketler $q > 1$ ise, yatırım yapma isteği duyarlar. Çünkü sermaye donanımı, onu yerine koyma maliyetinden daha fazladır.
- “ q ” büyüme fırsatlarına ilişkin bir sinyal üretir. Yüksek q 'lu şirketlerin güçlü bir rekabetçi avantajları olduğu düşünülür.

Görüldüğü gibi q değerinin yüksek olması, firmanın finansal performansının yüksek olduğunu gösterir, bu durum hem yatırımcılar hem de

firma açısından önemlidir. Kamuyu aydınlatma uygulamaları açısından baktığımızda, yüksek performansın firma yöneticilerini daha fazla kamuyu açıklama yapmaya yönelteceği düşünülmektedir.(Grossman ve Hart,1998) Bir çok çalışmada Tobin q değeri, şirket performansının ölçütü olarak kullanılmaktadır. Morck, Shleifer ve Vishny (1988), Griffith M.J.(1999), Kuznetsov ve Muravyev (2001), firma performansı ile kurumsal yönetim kriterlerinden biri olan sahiplik yapısı, bağımsız yöneticiler, ve yönetici sahipliği ile ilişkilendirdikleri çalışmalarında, firma performansının ölçütü olarak Tobin q değerini almışlardır. Bu çalışmalarda, Tobin q değeri ile söz konusu değişkenler arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Benzer şekilde, Klapper ve Love (2003) ve Black ve ark. (2002), bir endeks yardımıyla ölçtükleri kurumsal yönetim kalitesi ile performans arasındaki ilişkiyi ölçerken, Tobin q değeri ile yaptıkları modellemelerde, kurumsal yönetim ve şirketlerin Tobin q değeri arasında pozitif ilişki bulmuşlardır. Türkiye için yapılmış az sayıdaki çalışmada ise, firma karakteristikleri içinde, Tobin q değeri henüz bir değişken olarak yer almamıştır.

Bu durumu Türk firmaları açısından test eden hipotez aşağıdaki gibidir;

H₁: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri ile Tobin q değerleri Arasında Pozitif Bir İlişki Vardır.

Çalışmada 2004 ve 2003 yılına ait yaklaşık Tobin q değerleri hesaplanarak, analizlerde iki yıl arasındaki yüzde değişim (TOBINQD) kullanılmıştır.

3.2.3.2. Piyasa Değeri/ Defter Değeri oranı

Yatırımcıların ve analistlerin firmaları değerlemede en çok kullandıkları oranlardan biri Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranıdır. Defter değeri şirketin bilançosunda yer alan özkaynak tutarını ifade etmektedir. Bu katsayının yatırımcılar tarafından tercih edilmesinin sebebi, firmanın piyasa değerinin bilançodaki defter değerinin ne kadar altında veya üstünde olduğuna bakarak, hisse senedi fiyatının aşırı değerlendirildiği veya ucuz kaldığı konusunda kolaylıkla bilgiye sahip olmaktır. Yatırımcıların, hakkında daha çok bilgi sahip olabildikleri, daha şeffaf firmalar için daha yüksek fiyat verecekleri düşünülmektedir. Bu durumda firmaların piyasa değerleri görece daha yüksek çıkacaktır. Gompers ve ark.(2003), 1500 şirketi kapsayan çalışmalarında, piyasa değeri/defter değeri oranını ile kurumsal yönetim düzeyi arasında pozitif ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Benzer sonuçlar Black ve ark.(2002) tarafından Kore için yapılan çalışmada da elde edilmiştir. Benzer sonuçların Türk firmaları için de geçerli olup olmadığını görebilmek için şu hipotez test edilecektir.

H₂: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranları Pozitif Bir Arasında İlişki vardır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı, çalışmada 2003 ve 2004 yılları için hesaplanarak, iki yıl arasındaki yüzde değişim (PDDD) analize dahil edilmiştir.

3.2.3.3. Fiyat /Kazanç Oranı

Fiyat/ Kazanç oranı da, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı gibi, kolay hesaplanabilmesi ve hissenin pahalı mı ucuz mu olduğunu göstermesi nedeniyle yatırımcılar arasında sıkça kullanılmaktadır. Bu oran yatırımcıların, firmanın 1 liralık hisse başına karına karşılık, ne kadar fiyat ödemeye razı olduklarını gösterir. Özellikle büyüme potansiyeli olan, ve geleceği parlak gözüken şirketlere, yatırımcıların daha fazla fiyat ödemeyi kabul etmeleri sonucunda F/K oranı yükselir. Bu durumda yatırımcılar firma ve geleceği hakkında daha fazla bilgi sahibi olması, ödemek isteyeceği fiyatta etkili olmaktadır. Bu çalışmada kullanılan F/K oranı aşağıdaki formülle 2003 ve 2004 yılı için hesaplanarak, yüzde değişim oranı (FKD) analize dahil edilmiştir.

$$F/K = \text{Dönem Sonu Hisse Fiyatı} / (\text{Net Kar} / \text{Hisse Adedi})$$

Test edilecek hipotez ise şöyledir;

H₃: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Fiyat/Kazanç Oranları Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

3.2.4. Finansal Performans ve Riskin Ölçümünde Kullanılan Veriler

Yapılan bir çok çalışmada firma karakteristikleri ve firma performansı ve firma riski ile kamuya aydınlatma arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çalışmada da kamuyu aydınlatma ile ilişkisi incelenen firma performansı ve riskine ilişkin değişkenler;

- Net Kar/ Özsermaye formülü ile hesaplanan, özsermaye karlılığı (ROE)
- Net Kar/ Toplam Aktifler formülü ile hesaplanan, aktif karlılığı (ROA)
- Yabancı Kaynak/ Varlık Toplamı Oranı; Kaldıraç oranı olarak da nitelendirilen bu oran varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini belirler. Oran bir bakıma, firmanın riskini de ortaya koyar. Söz konusu oranın yüksek olmasıyla, firma sahip ve sahipleri az bir sermaye ile çok geniş kaynakların kullanımına ulaşabilecekleri gibi, firmanın borç yükünün yüksek olması nedeniyle, kredi verenler açısından emniyet marjı daralacak, firmanın riski de artacaktır. Batılı ülkelerde bu oranın %50'nin

üzerine yükselmesi genellikle tehlike işareti olarak algılanmaktadır. Ancak ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomilerde , özsermaye sağlanmasındaki kurumsal güçlükler (sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması, firmaların görece olarak küçük olmalarının sonucu oto-finansman olanaklarının dar oluşu gibi) nedeniyle bu oranın %50'nin üzerinde olmasını da normal karşılamak gerekir. Yani sözü edilen oran değerlendirilirken, firmaya ilişkin bir çok bilginin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Bu nedenle, firmaların, özellikle yüksek kaldıraç oranına sahip firmaların, kamuya daha fazla gönüllü açıklama yaparak, faaliyetlerini kamuya duyurarak, borç ödeme yeterlilikleri hakkında daha fazla bilgi sunmaları beklenir. Mitchell ve ark.(1995) ve Hossain ve ark. (1995) tarafından yapılan çalışmalar bu görüşü desteklerken, Chow ve Wong Boren (1987) çalışmasında kamuyu aydınlatma düzeyi ile kaldıraç oranı arasında herhangi bir ilişkiye rastlanmamıştır.

- Net Kar; işletmelerin elde ettikleri net kar tutarı, bir diğer performans değişkeni olarak kullanılmıştır. İşletmeler arasında sağlıklı karşılaştırma yapılabilmesi için, 2003 ve 2004 yılına ait net kar rakamları arasındaki değişim yüzdesi dikkate alınmıştır.

Özsermaye karlılığı, aktif karlılığı, ve net kar oranları, firma performansının ölçütü olarak sıkça kullanılan değişkenlerdir. Karlı bir faaliyet dönemi geçiren firmaların, ellerindeki bu iyi haberi, gönüllü olarak kamuya

açıklamak konusunda daha istekli davranacağını savunulmaktadır. Grossman ve Hart (1998) ve Shingvi ve Desai (1971) , karlı firma yöneticilerinin, yatırımcılar tarafından tercih edilebilmek ve değerinden düşük değeri riskini azaltabilmek için, gönüllü kamuya aydınlatmayı tercih edeceklerini belirtmişlerdir. Benzer şekilde, Botosan(1997) ve Sengupta (1998), kamuya aydınlatmanın sermaye maliyeti üzerindeki azaltıcı etkisini ortaya koydukları çalışmalarında, kamuya aydınlatmanın, firmanın sistematik riskini düşürdüğünü söylemektedirler. Bir başka görüş ise, kötü performans sergileyen firmaların, kötü haberin açıklanmasını engellemek adına, kamuyu açıklama düzeylerini azatlıklarını söylemektedir. Yani firma, kötü haberi açıklamak yerine, bu konuda hiç açıklama yapmamayı tercih edebilmektedir. (Alsaced, 2005)

Araştırmaların sonuçları, ülkeden ülkeye, hatta ülke içinde sektörden sektöre değişiklik göstermektedir. Cafferan ve Cooke (2002), Hollanda ve İngiltere firmaları üzerinde yaptıkları araştırmalarında, özsermaye karlılığı, karlılık ile kamuyu aydınlatma derecesi arasında herhangi bir ilişki bulamamışlardır. Wallace ve ark.(1994) tarafından İspanya için yapılan araştırma da benzer sonuçlar elde edilmiştir. Buna karşılık Klapper ve Love (2003) tarafından , 14 farklı ülke üzerinde yapılmış çalışmada aktif karlılığı ve kamuyu aydınlatma arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

- İşlem oranı; Bu çalışmada likidite oranı olarak, yatırımcıların İMKB'deki tercihlerinin bir göstergesi olarak, işletmenin hisse senetlerinin 2004 Aralık ayı toplam işlem hacimleri dikkate alınmıştır. Daha çok işlem gören hissenin daha likit olduğu varsayılmıştır.

- Piyasa Değeri; Benzer şekilde, hisse senedi sayısı ile piyasa fiyatı çarpımı ile hesaplanan piyasa değeri ile sadece firmanın halka açık kısmının piyasa değeri de, performans ölçütü olarak kullanılmıştır.

- Hisse Senedi Getirileri; İşletmenin Pazar performansının bir ölçütü olarak da 2004 yılı yıllık getirileri hesaplanmıştır. Kamuyu açıklama düzeyi, yatırımcı açısından önemli ise, yatırımcının firmanın hisse fiyatına biçtiği değer de bundan etkilenmelidir. Mitton (2002) ve Gomsper ve ark.(2003) tarafından yapılmış çalışmalarda, kamuyu aydınlatma ve hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir.

Tüm bu değişkenlerin, Türk firmalarının kamuyu aydınlatma düzeylerinde ne kadar etkili olduğunu ölçmek için oluşturulacak modelde aşağıdaki hipotezler test edilecektir.

H₄: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Özsermaye Karlılığı Oranları Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

H₅: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Aktif Karlılığı Oranları Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

H₆: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Yabancı Kaynak/Toplam Aktif Oranları Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

H₇: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Karlılıkları Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

H₈: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Borsadaki İşlem Miktarları Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

H₉: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Piyasa Değerleri Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

H₁₀: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Halka Açık Kısım Piyasa Değerleri Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

H₁₁: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Yıllık Hisse Getirileri Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

3.2.5. Firma Büyüklüğü Değişkeninin Ölçümünde Kullanılan Veriler

Firma büyüklüğü, kamuyu aydınlatma konusunda yapılan araştırmalarda en çok kullanılan değişkendir. Büyük işletmeler, çeşitli nedenlerden dolayı daha çok kamuya açıklama yapmak durumundadırlar. Bunlar; (i) Büyük firmalar, daha çok tanındıkları ve göz önünde oldukları için yatırımcılar ve halk tarafından daha fazla izlenirler, (ii) daha fazla bilgi açıklamak, daha düşük maliyetle fon bulmalarını kolaylaştıracaktır (Botosan,1997), (iii) büyük firmaların, kamuyu aydınlatma uygulamalarında ihtiyaç duyulan altyapı ve araçlara sahip olma şansları daha yüksektir, (iv) büyük firmalar, daha fazla temsil maliyetiyle karşı karşıyadırlar, çünkü, daha fazla hissedara sahiptirler.

Bir başka görüşe göre küçük firmalar için de, kamuyu aydınlatma oldukça önemlidir. Küçük firmalar hakkında, firmanın açıkladığının dışında açıklanmış bilgiler çok az olduğundan, firma açıklayacağı bilgi, büyük firmalara göre çok daha önemlidir. Aksi takdirde, küçük firmanın fon bulma olasılığı azalacaktır.(Atiase ve ark,1988)

Yapılan araştırmaların çoğunda, firma büyüklüğü ile kamuyu aydınlatma derecesi arasında pozitif ilişki bulunmuştur.(Meek ve ark.1995, Cooke 1995, Wallace 1994)

Bu çalışmada, firma büyüklüğünün göstergesi olarak Toplam Aktifler kullanılarak aşağıdaki hipotez test edilecektir.

H₁₂: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Firmaların Büyüklükleri Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

3.2.6. Ortaklık Yapısı Değişkeninin Ölçümünde Kullanılan Veriler

Firma ortaklarının sayısı arttıkça, hissedarlar arasında bilgi asimetrisi problemi doğacağından, firmanın karşı karşıya kalacağı temsil maliyeti artacaktır.(Watts ve Zimmerman, 1983) Ortaklık yapısı değişkeni için, işletmelerin 2004 yılı halka açıklık oranları dikkate alınmıştır.

H₁₃: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Halka Açıklık Oranları Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

3.2.7. Yatırımcı Profili Değişkeninin Ölçümünde Kullanılan Veriler

Yatırımcı profili, bu konuda yapılmış araştırmalarda çok sık kullanılmayan bir değişken olmasına rağmen, kamuyu aydınlatma düzeyini belirleyen önemli bir etkidir. Özellikle kurumsal yatırımcılar, bilgiye önem veren, daha profesyonel yatırımcılar olmalarından dolayı, tercih ettikleri firmaların kamuyu açıklama düzeylerinin yüksek olması beklenmektedir.

Bu çalışmada yatırımcı profilinin etkisini ölçebilmek için, aşağıdaki değişkenler kullanılmıştır.

- Yabancı Yatırımcı; Toplam yatırımcılar içinde, kurumsal ve gerçek yabancı yatırımcıların oranı dikkate alınmıştır.

H₁₄: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Yabancı Yatırımcı Oranları Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

- Kurumsal Yatırımcı; Toplam yatırımcılar içinde kurumsal yatırımcıların oranı dikkate alınmıştır.

H₁₅: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Kurumsal Yatırımcı Oranları Arasında Pozitif Bir İlişki vardır.

3.2.8. Faaliyet Gösterilen Endüstri/Sektör Değişkeninin Ölçümünde Kullanılan Veriler

Wallace ve ark. (1994), kamuyu aydınlatma düzeyinin sektörden sektöre farklılaştığını öne sürmüş ancak, çalışmalarında bu görüşü destekleyecek bir sonuç elde edememişlerdir. Camfferman and Cooke (2002), sektör farklılıklarının, kamuyu aydınlatma düzeyini etkileyen bir değişken olduğu sonucuna varmışlardır.

Bu çalışmada, kukla değişken olarak kullanılan sektör değişkeni için, işletmeler faaliyette bulundukları sektörlerle göre, imalat ve imalat dışı sektörler olmak üzere ikiye ayrılmıştır.

H₁₆: Türk Firmalarının Kamuyu Aydınlatma Düzeyleriyle, Firmaların Faaliyet Gösterdikleri Sektör Arasında Bir İlişki vardır.

3.3. Araştırmanın Sınırlılıkları

Araştırmanın metodolojisi ve değerlendirilmesi aşamasında bir takım sınırlılıklar söz konusudur. Bunlar;

- Araştırma için kullanılacak verilerin elde edilmesinde güçlük yaşanmıştır. Faaliyet raporlarına ulaşılan şirket sayısı hedeflenilenin altında kalmıştır. Firma değeri ve karakteristiklerini oluşturan veri setlerinin elde edilmesinde, eksik açıklanmış bilgiler, farklı kaynaklardan yararlanılmasını gerektirmiştir. Bu da veriler arasında karşılaştırılabilirlik şüphesi doğurmuştur. Bu güçlük, özellikle hisse senedi adetlerinin elde edilmesinde yaşanmıştır.

- Literatürde, gelişmiş ülkelerde yapılan benzer çalışmalarda, tek bir sektöre odaklanılabilmekte, bu da araştırmanın kalitesini arttırmaktadır. Bu çalışmanın örneklemini oluşturan şirket sayısı, benzer çalışmalarda kullanılan

şirket sayısından azdır, aynı zamanda, ancak faaliyet raporuna ulaşılan şirketler analize dahil edilebildiği için sağlıklı bir örneklem dağılımı yapılamamıştır.

- Sadece 2004 yılı raporlarına ulaşılabildiği için, elde edilen sonuçlar sadece 2004 yılı verileri için geçerli olacaktır. Yıllar itibari ile karşılaştırma yapma imkanı vermemektedir.

- Özellikle, yöneticilerin verilere ilişkin görüş ve analizleri gibi, faaliyet raporlarının, öyküsel (narrative) kısmından toplanan veriler için, aynı ifadelerin, bilgilendirme açısından, farklı yorumlarına yönelik tartışmalar olabilir.

4. ARAŞTIRMA BULGULARI VE DEĞERLENDİRİLMESİ

Araştırma sonucu elde edilen bulgular, araştırmanın amacına uygun olarak iki ana bölümde incelenmektedir. İlk bölümde, araştırma yapılan İMKB’nda işlem gören işletmelerin, açıklanan bilgi değerlendirme formu yardımıyla ölçülmüş, kamuyu aydınlatma düzeyleri ele alınarak değerlendirilmektedir. İkinci bölümde ise, firma değeri ve diğer değişkenlerin de dahil edildiği regresyon modeli ve sonuçları tartışılmaktadır.

4.1. Kamuyu Aydınlatma Endeksine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

İMKB yer alan firmaların, kamuyu aydınlatma derecelerini ölçmek için oluşturulan Açıklanan Bilgi Değerlendirme Formu ile yapılan değerlendirme sonucunda, açıklanan toplam bilgi puanı ortalaması 0.41 puana yakın çıkmaktadır. Alınan en yüksek puan yaklaşık 0.65 iken, en düşük puan 0.09'dur. En yüksek ve en düşük puanları alan ilk ve son 10 şirket Tablo 6'da gösterilmektedir.

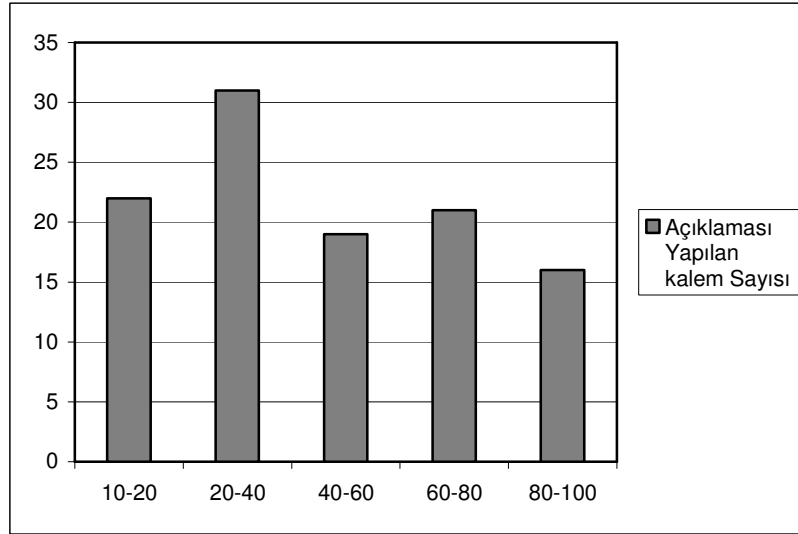
Söz konusu form, açıklanan bilgilerin niteliğine göre altı bölüm halinde tasarlanmıştır. Sonuçlara ilişkin ayrıntılı veriler Tablo 7'de sunulmuştur.

Bölmelere ait sonuçları ayrı ayrı incelediğimizde, ilk üç bölüme ait ortalamaların, hem diğerlerine göre daha yüksek olduğunu hem de ortalamaya oldukça yakın olduğunu görmekteyiz. Bunun nedeni ilk üç bölümde yer alan bilgilerin çoğunun zorunlu kamuyu aydınlatma kapsamında yer alması, özellikle C bölümünü oluşturan finansal bilgiye ilişkin açıklama kalemlerinin çoğunlukla, işletmeye ait finansal tablo ve dipnotlarında açıklanan bilgiler olmasıdır. Diğer üç bölüm ise, daha çok gönüllü kamuyu aydınlatma kalemlerinden oluşmaktadır. Bu bölümlerde ortalamaların düşük olması Türkiye'de faaliyet göstermekte olan işletmelerin çoğunun, gönüllü kamuyu aydınlatma uygulamalarında yetersiz olduğunu göstermektedir. Özellikle,

geleceğe yönelik veri ve değerlendirmelerin açıklanmasının beklendiği F bölümünde, 0,13 puanla, en düşük ortalamanın kaydedilmiş olması, işletmelerin, bu alanda bilgi vermek konusunda isteksiz davrandıklarını göstermektedir. Bu durum, benzer şekilde, çalışanlara ve sosyal sorumluluk faaliyetlerine ait ayrıntılı bilgilerin beklendiği D bölümü ve yöneticilerin işletme verilerine ilişkin değerlendirmelerinin varlığının araştırıldığı E bölümünde de gözlenmektedir.

Bu durum, açıklama kalemleri, bu kalemlerin her birini açıklayan firma sayısı ve toplam firma sayısı içindeki yüzdelerinin, daha ayrıntılı olarak ortaya konduğu sıklık tablosu, Tablo 8’ de gözlenebilir. Söz konusu sıklık tablosundan üretilen aşağıdaki Grafik 2’de gösterildiği gibi, 109 açıklama kaleminden sadece 16 tanesine, işletmelerin %80 ve daha fazlası tarafından cevap verilmiştir. Buna karşılık 52 kaleme işletmelerin %40 ve daha azı tarafından cevap verilmiştir. Tarihi verilerin ya da bilgilerin rakamsal olarak daha net açıklanmasının beklendiği, kalemler için ise puanlar oldukça düşük kalmaktadır. Ayrıntılı açıklama, işletmelerin ancak %10 ve çok daha azı tarafından yapılmıştır.

Grafik 2: Kamuyu Aydınlatma Endeksinin Sıklık Grafiği



Tablo 9’ da ise en çok ve en az açıklanan faaliyet raporu bilgilerini sıralamaktadır. Burada da en çok açıklanan bilgilerin daha çok zorunlu aydınlatmanın, en az açıklanan bilgilerin ise gönüllü kamuya aydınlatmanın alanına girdiği görülmektedir.

Sonuç olarak, elde ettiğimiz veriler ışığında değerlendirecek, Türk işletmelerinin, kamuyu aydınlatma uygulamalarına, özellikle gönüllü kamuyu açıklama uygulamalarına, henüz yeteri kadar önem vermediğini söyleyebiliriz. Bunun nedeni, daha önce de vurgulandığı gibi, Türkiye sermaye piyasasının henüz çok genç olması, kurumsal yönetim ve şeffaflık kültürünün henüz tam anlamıyla yerleşmemiş olmasıdır. Ararat ve Uğur (2003) Türkiye’nin sivil

hukuk geleneği ile bunun etkisiz ve tutarsız düzenleyici çerçevesini ve bu nedenle ortaya çıkan hukuk ve yürütme düzeni yetersizliğini; aileler tarafından yönetilen, kapalı mülkiyet yapısına sahip işletmelerin varlığını, tutarsız ve şeffaf olmayan muhasebe ve vergi düzenlemeleri ile enflasyon ve konsolidasyon muhasebelerinin eksikliğini, yetersiz yatırımcı bilgilendirmelerinin kaynağı olarak göstermektedirler.

Benzer aksaklıkların varlığı, Uluslararası Finans Enstitüsü (The Institute of International Finance, IFF)’n n Nisan 2005 tarihinde yayınladığı raporda da belirtilmiştir. Rapora göre Türkiye’nin zayıf kurumsal yönetim özelliği  u nedenlerle açıklanmaktadır;

- En büyük 500 Türk firmasından, sayıca yaklaşık 300 tanesi, toplam gelir açısından değerlendirdiğimizde ancak beşte biri, halka açık anonim  irket olarak sermaye piyasasında işlem görmektedir. Bu firmaların çoğu da, aynı grup şirketleri olduğundan, piyasadaki işlem hacminin dörtte üçü, yaklaşık 25 firma üzerinden yapılmaktadır. Bu sermaye piyasalarının etkinliğini azaltıcı bir unsurdur.
- Bu durumda, Türkiye’nin serbest piyasa ekonomisinin ve sermaye piyasası oluşumunun çok yeni olmasının payı büyüktür. Ekonomi, 1980 yılına kadar devlet kontrolünde geli mi tir. Ancak bu tarihten sonra,

özel girişim ve dolayısıyla sermaye piyasaları gelişme fırsatı bulmuştur. Bu tarihten günümüze kadar yaşanan bir çok ekonomik kriz ve yüksek enflasyon ortamı da özel sektörün gelişmesini engellemiştir. Dolayısıyla özel girişim ve sermaye piyasası ile ilişkili yasal düzenlemeler konusunda da geç kalınmıştır.

- Firmaların halka açılma konusundaki isteksizliğinin bir nedeni de zayıf ve etkin olmayan vergi düzenlemeleri ve denetimi konusundaki yetersizlik nedeniyle, halka açık olmayan firmaların takip edilmesi zorlaşmaktadır. Bu da firmalara bilgilerini açıklamamak yada doğru açıklamamak konusunda esneklik tanımaktadır. Bu nedenle firmalar halka açılmamayı tercih etmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri esas alınarak hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri, halka açık anonim ortaklıklar tarafından isteğe bağlı olarak uygulanacaktır. Ancak İkelere uymayan şirketler, uymama gerekçelerine yıllık faaliyet raporunda yer vereceklerdir. 2005 yılı faaliyet raporlarında, kurumsal yönetim ilkeleri bu amaçla yer alacaktır. Şirketlerin İlkelere uyum düzeyi duruma göre zorunlu ve isteğe bağlı olarak Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenmiş derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilebilecektir. (SPK,04.07.2003)

2004 yılı faaliyet raporlarının incelendiği bu araştırmada, 102 firma, yani incelen firmaların % 75'i SPK kurumsal yönetim ilkelerini uyum raporunu faaliyet raporlarında yayınlamışlardır. Bu da en azından halka açık Türk firmaları tarafından bu konunun önemsendiğini göstermektedir.

4.2. Çoklu Regresyon Modeli

Kamuyu aydınlatma uygulamalarının, şirket değeri üzerindeki etkilerini, ve bununla birlikte yukarıda sayılan seçilmiş bazı firma karakteristiklerinin, kamuyu aydınlatma düzeyi üzerindeki etkisini ortaya koyabilmek için, regresyon modeli oluşturulmuştur.

Bu modelde kullanılan bağımsız değişkenler ve gösterimleri şöyledir; 2003 ve 2004 yılları arasındaki yüzde değişim olarak hesaplanmış; Tobin'in q değeri (TBQD), Fiyat/Kazanç Oranı (FKD), Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranı (PDDD), ile 2004 yılı için hesaplanmış; Piyasa Değeri (PD), Halka Açık Kısmın Piyasa Değeri (HAPD), Kurumsal Yatırımcı Oranı (KRM), Yabancı Yatırımcı Oranı (YBC), İşlem Hacmi (ISLM), Halka Açıklık Oranı (ORT), Aktif Karlılığı (ROA), Özsermaye Karlılığı (ROE), Yabancı Kaynak/Toplam Aktif Oranı (YKTA), Yıllık Getiri (GTR), Net Kardaki Değişim (NKARD), Toplam Aktifler (TA) ve Sektör (SEKT) olarak modelde yer alması planlanmıştır.

Bağımlı değişkenler ise, Toplam Kamuyu Aydınlatma Endeksi, (APUAN), firmaya ilişkin genel bilgilerin sunulduğu A bölümü için, (BÖLÜMA), yönetici ve hissedarlara ilişkin bilgilerin sunulduğu B bölümü için (BÖLÜMB), finansal verilerin sunulduğu C bölümü için (BÖLÜMC), finansal olmayan verilerin sunulduğu D bölümü için (BÖLÜMD), yönetimin verilere ilişkin analiz ve görüşleri için (BÖLÜME), geleceğe yönelik bilgiler için (BÖLÜMF) değişkenleri için modelleme yapılması düşünülmüştür.

Öncelikli amaç toplam kamuyu aydınlatma endeksi (APUAN) bağımlı değişkeninin , hangi değişkenlerle açıklandığını ortaya koymaktır. APUAN bağımlı değişkenine ilişkin planlanan regresyon denklemi aşağıdaki gibidir;

$$\begin{aligned} \text{APUAN} = & \alpha + \beta_1 (\text{TBQD}) + \beta_2 (\text{FKD}) + \beta_3 (\text{PDDD}) + \beta_4 (\text{PD}) + \beta_5 \\ & (\text{HAPD}) + \beta_6 (\text{KRM}) + \beta_7 (\text{YBC}) + \beta_8 (\text{ISLM}) + \beta_9 (\text{ORT}) + \beta_{10} (\text{ROA}) + \\ & \beta_{11} (\text{ROE}) + \beta_{12} (\text{YKTA}) + \beta_{13} (\text{GTR}) + \beta_{14} (\text{NKARD}) + \beta_{15} (\text{TA}) + \beta_{16} \\ & (\text{SEKT}) + \varepsilon \end{aligned} \quad (\text{Formül 1})$$

4.2.1. Toplam Kamuyu Aydınlatma Endeksi İçin Regresyon Modeli

İlk regresyon modellemesi, formül 1’de verildiği gibi, firmaların aldıkları toplam puanları temsil eden kamuyu aydınlatma endeksi için yapılmıştır. Tüm

bağımsız değişkenler girildiğinde elde edilen sonuçlar Tablo 10'da gösterilmektedir.

Tablo 10: Toplam Kamuyu Aydınlatma Endeksine Ait Regresyon Sonuçları

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.411299	0.022383	18.37521	0.0000
TBQD	-0.001437	0.002379	-0.604223	0.5468
YBC	-0.018955	0.018304	-1.035549	0.3025
İSLM	-1.96E-11	7.22E-11	-0.271868	0.7862
ROA	5.16E-05	0.000774	0.066691	0.9469
YKTA	-0.005076	0.014104	-0.359920	0.7195
GTR	-0.024180	0.016667	-1.450727	0.1495
NKARD	-0.000121	4.74E-05	-2.546312	0.0122
AKTF	8.56E-12	1.19E-11	0.717045	0.4747
ROE	-3.28E-05	8.30E-06	-3.946138	0.0001
PD	-2.93E-11	7.12E-12	-4.109037	0.0001
HAPD	1.81E-10	7.74E-11	2.339220	0.0210
ORT	-0.146767	0.049067	-2.991154	0.0034
KRM	0.106063	0.037602	2.820683	0.0056
FKD	0.005310	0.002105	2.522540	0.0130
PDDDDE	0.001308	0.000734	1.781420	0.0774
SEKT	0.001965	0.026523	0.074080	0.9411
R-squared	0.364714	Mean dependent var		0.407693
Adjusted R-squared	0.279297	S.D. dependent var		0.105478
S.E. of regression	0.089545	Sum squared resid		0.954171
Log likelihood	212.2749	F-statistic		4.269819
Durbin-Watson stat	2.096657	Prob (F-statistic)		0.000002

Tablo 10 incelendiğinde, 4.269819 olarak hesaplanan F istatistiğine karşılık gelen P değerinin yaklaşık 0 olduğu görülmektedir. Bu durumda, P değeri < 0.05 olduğuna göre istatistiksel olarak kurulan modelin anlamlı olduğunu söyleyebiliriz.

Bu modele göre kamuyu aydınlatma endeksi, yani firmaların kamuyu aydınlatma düzeyleri için düzeltilmiş $R^2 = 0.27$ olmasına karşılık, bir çok değişkenin anlamlı olmamasına rağmen modelde yer aldığı görünmektedir. Bu nedenle bir kısmının modelden çıkarılması gerekmektedir.

Bağımsız değişkenlerin anlamlılığının tespitinde şu geriye doğru seçim yöntemi kullanılmıştır.

İlk aşamada, Tablo 10'da en büyük P değerinin elde edildiği sonuçlara bakıldı. Bu sonuçlarda, en büyük P değeri, ($P = 0.9469$) ROA bağımsız değişkenine aitti. Bu değişkenin modele katkısının önemsiz olduğu görüldü ($P > 0.05$). bu değişken modelden atılıp, işlemler baştan yenilendi. Yeni elde edilen sonuçlara göre P değeri en büyük olan değişkenin modelden çıkarılması uygun bulundu.

Modelin bağımsız değişkenlerinin anlamlılığı için kurulan hipotezler,

$$H_0: \beta_i = 0$$

$$H_1: \beta_i \neq 0$$

Örneğin, ilk bağımsız değişken TBQD için hesaplanan $t = -0.604223$ istatistiğine karşılık gelen P değeri = 0,5468 dir. P değeri < 0.05 olduğunda H_0

hipotezi ret edilir. Yani istatistiksel olarak β_1 sabit terimi anlamlıdır, bu nedenle modele alınır. Bu yöntemle incelendiğinde, bir çok değişkenin anlamlı olmadığı görülmektedir.

Anlamsız olan değişkenler, geriye dönük seçim yöntemiyle, modelden ayıklanarak, Kamuyu Aydınlatma Endeksi için düzeltilmiş regresyon sonuçları elde edilmiştir. Bu sonuçlar, Tablo 11’de sunulmuştur.

Tablo 11: Kamuyu Aydınlatma Endeksi ait Düzeltilmiş Regresyon Sonuçları

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.403927	0.020449	19.75256	0.0000
NKARD	-9.76E-05	4.32E-05	-2.261122	0.0254
ROE	-1.72E-05	3.49E-06	-4.924984	0.0000
PD	-2.70E-11	6.92E-12	-3.901851	0.0002
HAPD	1.77E-10	5.60E-11	3.153783	0.0020
ORT	-0.138982	0.046009	-3.020759	0.0030
KRM	0.102844	0.030294	3.394913	0.0009
FKD	0.004350	0.002154	2.019775	0.0455
R-squared	0.342722	Mean dependent var		0.407693
Adjusted R-squared	0.306777	S.D. dependent var		0.105478
S.E. of regression	0.087821	Sum squared resid		0.987202
Log likelihood	209.9608	F-statistic		9.534645
Durbin-Watson stat	2.070137	Prob(F-statistic)		0.000000

Bu modele göre, firmaların toplam kamuyu aydınlatma dereceleri için, düzeltilmiş $R^2 = 0.30$ olup, NKARD, ROE, PD, HAPD, ORT, KRM, FKD değişkenleriyle açıklanmaktadır. Model, aşağıdaki şekilde ifade edilebilir;

$$APUAN = \alpha + \beta(1)*NKARD + \beta(2)*ROE + \beta(3)*PD + \beta(4)*HAPD + \beta(5)*ORT + \beta(6)*KRM + \beta(7)*FKD \quad (\text{Formül 2})$$

$$APUAN = 0.403927 - 9.756E-05 (NKARD) - 1.72e-05 (ROE) - 2.70e-11 (PD) + 1.77e-10(HAPD) - 0.138982 (ORT) + 0.102844 (KRM) + 0.004350 (FKD) \quad (\text{Formül 3})$$

4.2.2. Çoklu Regresyon Modelinin Açıklayıcılığının Test Edilmesi

Çoklu regresyon modelinin sonuçlarına geçmeden önce, modelin geçerliliğinin birkaç yöntemle sınanması, sonuçların sağlıklı olması için gereklidir.

Öncelikle, toplam kamuyu aydınlatma endeksi için düzeltilmiş regresyon modelimiz için, Tablo 11 incelendiğinde, 9.534645 olarak hesaplanan F istatistiğine karşılık gelen P değerinin 0 olduğu görülmektedir. Bu durumda, P değeri < 0.05 olduğuna göre istatistiksel olarak kurulan modelin anlamlı olduğunu söyleyebiliriz.

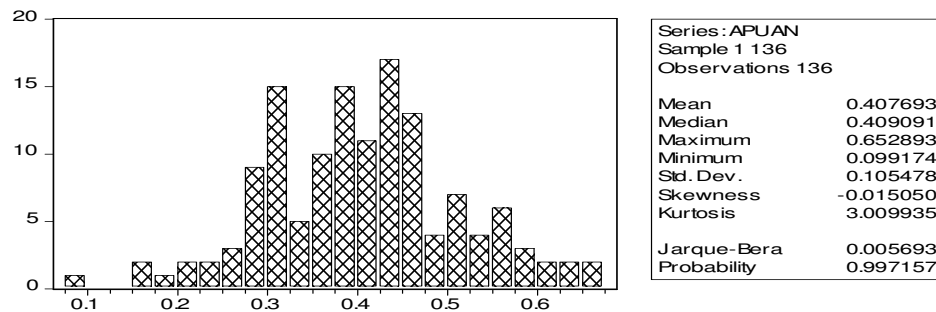
Çoklu regresyonda en çok karşılaşılan önemli sorunlardan biri, değişkenler arasında çoklu doğrusallığın (Multicollinearity) varlığıdır. Bu modele dahil edilen değişkenler arasında yüksek oranda korelasyon olması durumuna ortaya

çıkar. Bunun için Tablo 12’ da yer alan değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde, hiç bir değişken korelasyon katsayısı $r > \%90$ değildir, yani çoklu doğrusallık yaratacak düzeyde değildir.

Bir diğer sorun olan ardışık bağımlılığı sınamak için ise Durbin-Watson d istatistiğini kullanmak gereklidir. Genel kanı, 1’den küçük 3’den büyük değerlerin sorun modelin anlamlılığını bozan değişkenlerin olduğunu iddia eder.(Gujarati, 2001:143) Bu araştırmada kurulan çoklu regresyon denkleminde, Durbin-Watson değeri, ideal olan 2’ye oldukça yakındır.

Tablo 13’de yer alan değişken istatistikleri incelendiğinde ise, bağımsız değişkenimiz olan Toplam Kamuya Aydınlatma Endeksini gösteren (APUAN) değişkeni için , normal dağılım için çarpıklık (skewness) sıfır, basıklık (kurtosis) 3 olduğundan normal dağıldığını söyleyebiliriz. Ayrıca Grafik 3’de de, normal dağılımın varlığı açıkça görülmektedir.

Grafik 3 : Toplam Kamuyu Aydınlatma Endeksi İçin Dağılım Grafiği



Tüm bu hesaplamaların sonucunda; oluşturulan hipotezlerden, H_3 , H_{10} ve H_{15} dışındaki hipotezlerin ret edildiği görülmektedir.

Ancak, elde ettiğimiz sonuçlardan, Türkiye'deki firmaların kamuyu açıklama düzeyleri ile bu firmaların halka açık kısım piyasa değerleri ile kurumsal yatırımcı oranları arasında pozitif bir ilişki vardır diyebiliriz. Firma değerinin hesaplanmasında değişken olarak kullandığımız fiyat/kazanç oranı da pozitif yönlü ilişkiyi doğrulamaktadır.

Yani başta savunduğumuz gibi, kurumsal yatırımcılar, daha profesyonel yatırımcılar olduğundan, yatırım kararlarını verirken, kamuyu aydınlatma konusunda daha başarılı Türk Firmaları'nı tercih etmektedirler. Bunun yanında, yatırımcılar, yüksek kamuyu aydınlatma düzeyi olan Türk Firmaları'nın hisse başına kazançları için daha fazla fiyat ödenmektedir. Bu iki sonucu destekleyen bir başka sonuç ise, yüksek kamuyu aydınlatma düzeyleri nedeniyle tercih edilen firmaların, dolayısıyla halka açık kısımlarının piyasa değerlerinin daha yüksek olduğu görülmektedir.

H_3 , H_9 , ve H_{14} dışındaki diğer tüm hipotezler ret edilmiştir. Bu durum şaşırtıcı olmasına karşın, Türkiye'nin gelişmekte olan ülkeler kategorisinde

olduğu ve daha önce saydığımız yapısal eksiklikler ve kurumsal yönetim anlayışıyla yeni tanışıyor olduğu düşünülürse, aslında sonuçlar çok şaşırtıcı değildir. Benzer sonuçlar, bir çok gelişmekte olan ülkede elde edilmektedir.

Bu durumun bir nedeni de nedeni firma değerinin hesaplanmasında kullanılan katsayıların, İMKB’de oluşan fiyatlar üzerinden hesaplanıyor olması olabilir. Sermaye piyasasında oluşan fiyatların kimi zaman, spekülatif etkilere maruz kalması, politik ekonomik dalgalanmalardan etkilenmesi, yada fiyatların, alternatif yatırım araçlarına olan talebi, işletme içi faktörler olarak sayabileceğimiz, kar dağıtım politikası , sermaye artırımını v.b. faktörlerin fiyatın belirlenmesinde görece daha önemli etkilerinin olması nedeniyle, menkul kıymetin fiyatı firma performansı hakkında tam doğru bilgiyi veremeyebilir. Hisse fiyatını etkileyen değişkenleri inceleyen başka bir çalışmada , firmanın kamuyu aydınlatma derecesinin hisse fiyatını ne derece etkilediği ortaya konulabilir.

4.2.3. Bölümler Bazında Oluşturulan Regresyon Modelleri

Aynı yöntem kullanılarak, Açıklanan Bilgi Değerlendirme Formunda yer alan altı bölüm için, ayrı ayrı regresyon modeli kurularak, değişkenlerin bölümler bazında anlamlılığı test edilmiştir. Elde edilen sonuçlar değerlendirildiğinde, sadece firmaya ilişkin genel bilgilerin incelendiği Bölüm

A ve finansal olmayan, çalışanlara ve sosyal sorumluluk faaliyetlerine ait bilgilerin araştırıldığı Bölüm D için anlamlı regresyon modelleri kurulabilmiştir. (Tablo 14 ve Tablo 15)

Tablo 14: BÖLÜMA İçin Düzeltilmiş Regresyon Sonuçları

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.465699	0.032773	14.20991	0.0000
PIYASAD	-4.7E-11	1.25E-11	-3.758018	0.0003
HAPD	2.74E-10	1.1E-10	2.48627	0.0142
ORTAKLK	-0.223355	0.078044	-2.861891	0.0049
ROE	-0.0000336	0.00000433	-7.765629	0.0000
GETIRI	-0.053419	0.026093	-2.047243	0.0427
FKD	0.008184	0.003761	2.175998	0.0314
KURUMSAL	0.206096	0.056643	3.638481	0.0004
R-squared	0.326661	Mean dependent var		0.4849
Adjusted R-squared	0.289838	S.D. dependent var		0.1975
S.E. of regression	0.166411	Sum squared resid		3.5447
Log likelihood	123.0345	F-statistic		8.8711
Durbin-Watson stat	2.00609	Prob(F-statistic)		0.0000

Tablo15: BÖLÜMD İçin Düzeltilmiş Regresyon Sonuçları

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.274536	0.01631	16.83237	0.0000
PIYASAD	-2.80E-11	1.06E-11	-2.642825	0.0092
PDDDE	-0.00404	0.000204	-19.82353	0.0000
HAPD	2.23E-10	7.19E-11	3.102688	0.0024
YKTA	-0.050534	0.017715	-2.852622	0.0050
TA04	4.26E-11	1.44E-11	2.959255	0.0037
R-squared	0.340281	Mean dependent var		0.2887
Adjusted R-squared	0.314907	S.D. dependent var		0.1533
S.E. of regression	0.126881	Sum squared resid		2.0928
Log likelihood	158.8656	F-statistic		13.411
Durbin-Watson stat	2.120484	Prob(F-statistic)		0

Bölüm A için kurulan modelde de, Toplam Kamuyu Aydınlatma Endeksi için elde edilen sonuçlara benzer değerler elde edilmiştir. Bölüm A’ da yapılan kamuyu aydınlatma kalemleri ile, firmaların halka açık kısım piyasa değerleri, fiyat/kazanç oranları ve kurumsal yatırımcı oranları arasında pozitif ilişki görülmektedir. Bölüm D için ise, yine firmaların halka açık kısım piyasa değerleri ve büyüklükleri (toplam aktifler) ile kamuyu aydınlatma düzeyleri arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur.

Bölüm A ve Bölüm D’ de yer alan değerlendirme soruları incelenirse, bu soruların daha çok gönüllü kamuyu aydınlatma kalemleri olduğu görülecektir. Bu durum gönüllü kamuyu aydınlatma konusunda, açıklama isteğinin artığının bir göstergesi olabilir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Kurumsal Yönetim, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kavramları, bu kavramlara duyulan ihtiyaç sonucu ortaya çıkmış kavramlardır. Tarihsel süreci anlatırken de bahsedildiği gibi u kavramların ilk kez İngiltere’de ortaya çıkması yaşanan skandallara ve bu skandallar sonucunda sıkıntıya giren ekonomik şartlara dayanmaktadır. Türkiye’nin de bu ihtiyacı hissetmesi, benzer şekilde 2000 ve 2001 yıllarında birbiri ardına yaşanan krizlerle başlamıştır.

Bir çok şirket yönetimlerini ve yapılarını tekrar gözden geçirmesi gerektiğine, devlet otoriteleri ise, yeni bir yönetim ve denetim anlayışının uygulanması gerektiğine inandı.

Kurumsal yönetim ilkeleri adı altında var olan bu sistem, yeni yönetim ihtiyacını karşılayabilecek bir sistem olmakla birlikte, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan, ve uzun yıllar zayıf yasal düzenlemeler karşısında, rahatlığa alışmış olan kültürler için, bir bakıma uygulanması zor bir sistem olarak da adlandırılabilir. Ancak hissedilen ihtiyacın, bu rahatlıktan vazgeçmeyi gerektirecek düzeye ulaşması Türkiye’de bir çok otoriteyi bu konu için çalışmaya zorlamaktadır.

Son beş yıldır, bu konuya gösterilen ilgi artmaktadır. İşletmelerin ve dolayısıyla ülkenin kurumsal yönetimle sağlayacakları yararların daha açıkça konmasıyla, kurumsal yönetim, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkelerini benimseyen tarafların sayısı artacaktır.

Bu araştırmada, kurumsal yönetim ilkeleri için belki de temel oluşturan kamuyu aydınlatma kavramı ele alınmıştır. Şeffaflığın yarar ve maliyetleri açıklanmaya çalışılmıştır. Yüksek düzeyde kamuyu aydınlatma yapmanın, firmalara değer biçen yatırımcıların gözünde, daha değerli olacağı savunulmuştur. Bu amaçla firma değeri ile kamuyu aydınlatma düzeyi arasında bir ilişki aranmıştır.

Elde edilen her üç regresyon modelinde de, ortak sonuç, firmaların halka açık kısım piyasa değeri (HAPD) ile kamuyu aydınlatma düzeyleri arasında pozitif ilişki olduğu yönündedir.

Bir finansal performans ölçütü olarak kullandığımız HAPD değişkenin, bu sonucu vermesi, kamuyu aydınlatma uygulamaların firma performansı üzerinde az da olsa bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Bu konuda yapılan çalışmalarda, gün geçtikçe firmaların, kurumsal yönetim ile ilgili haber ve düzenlemelerden daha çok haberleri olduğu ortaya

çıkmaktadır. Bu araştırmanın sonucuna göre de, SPK tarafından yayınlanmış olan kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporu, incelenen firmaların yaklaşık %75'i tarafından yayınlanmıştır. Araştırmanın, faaliyet raporlarının okunması ve incelenmesi aşamasında dikkati çeken bu durumdur. Bazı şirketler raporu kurallara uymak gereği yayınlarken, bazıları ise ilkeleri gerçekten benimsediklerini gösterircesine, söz konusu örnek rapor yardımıyla kamuyu aydınlatma uygulamalarına başlamışlardır. Bu nedenle araştırmanın bulguları arasında, firma büyüklüğü ile kamuyu aydınlatma düzeyi arasında bir ilişki kurulamamış olabilir.

En iyi ve en kötü puanı alan 10 firmanın yer aldığı Tablo 6 incelendiğinde, en yüksek puanı alan firmaların, diğerlerine göre daha fazla aktif büyüklüğüne sahip firmalar olmalarının yanı sıra, içlerinde aktif büyüklüğüne göre sıralandığında orta sıralarda yer alan firmaların da olduğu görülecektir. Kamuyu aydınlatma uygulamalarının önemini kavramış, bu yolla rekabet avantajı sağlamak isteyen firmaların da olduğu düşünülmektedir.

Türkiye’de faaliyet gösteren bir çok işletme için, bu sistem çok karmaşıktır. Sisteme ve ilkelere uyumun sağlanabilmesi için ciddi bir eğitilmiş insan kaynağına ve teknolojik alt yapıya ihtiyaç duyan işletme sayısı oldukça fazla olacaktır. İncelenen faaliyet raporlarında görülmüştür ki, bazı firmalar

kamuyu aydınlatma aracı olarak yıllık faaliyet raporlarını çok iyi kullanırken, aynı özelliklere sahip bir diğer firma bu konuda başarısız kalmıştır.

Kamuyu aydınlatma araçlarının etkin kullanımının sağlanmasıyla, firmaların elde edecekleri avantajlar artacaktır. Bunu sağlayabilmek için, bu araçların neler içermeleri gerektiği konusunda, standartlar oluşturulmasının yararlı olabileceği düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma kültürünün gelişmesi için, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının, bir yaptırıma bağlanması, daha kapsamlı ve anlaşılır bir rehber niteliğinde uygulama prosedürünün özel sektör firmalarına anlatılması ve ilkelerin güncellenmesi konusunda sürekli işbirliğine gidilmesi önerilmektedir.(IFF,2005) burada da belirtildiği gibi, kurumsal yönetim kültürünün gelişmesi için salt yasal yaptırımlar yeterli değildir , özendirici çalışmalara da ihtiyaç duyulmaktadır.

İlkelere uyan şirketlerin; Yönetim uygulamalarının, mevcut çıkar çatışmalarından mümkün olduğunca soyutlanarak, yasalara, piyasa kurallarına ve yönetim biliminin temel prensiplerine uygun olarak gerçekleştirilerek daha çağdaş bir seviyeye çıkması,borsada farklı endekslerde yer alarak diğer şirketlerden farklılaşmaları, yerli ve yabancı, bireysel ve kurumsal yatırımcılardan finansman temin etmede daha fazla ilgi çekmeleri, yurt içinde

ve yurt dışında tanınmışlık düzeylerini artırmaları ve dünya piyasalarına daha kolay entegre olmaları, menkul kıymetlerinin yabancı piyasalarda işlem görmesi, daha düşük sermaye maliyeti ile birlikte performanslarını ve finansman imkânlarını artırmaları, menkul kıymetlerinin likiditesinin artması ve doğru bir şekilde fiyatlandırılması, Uluslararası düzeyde rekabet avantajına sahip olmaları, beklenmelidir.

Kamuyu aydınlatma düzeyinin, firma değerine olan etkisinin araştırıldığı bu çalışmada, bir çok değişken için anlamlı bir model kurulamazken, fiyat/kazanç oranı katsayısıyla hesaplanan firma değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu ilişkinin, Türkiye'nin zayıf kurumsal kültürü değiştikçe, daha anlamlı hale geleceği düşünülmektedir.

ÖZET

Bu tez, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören seçilmiş Türk firmalarının kamuyu aydınlatma düzeylerini ölçmek ve kamuyu aydınlatma düzeyleri ile, firma değerleri ve bazı firma karakteristikleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamaktadır.

Çalışmada, kamuyu aydınlatma düzeyinin ölçülebilmesi için, bir kamuyu aydınlatma endeksi oluşturulmuştur. Kamuyu aydınlatma düzeylerinin tespiti için, firmaların yayınlamış oldukları yıllık faaliyet raporları esas alınmıştır. Firma değerleri, göreceli değerlendirme yöntemiyle, seçilen bazı oranlar hesaplanarak elde edilmiştir. Firma karakteristikleri de çeşitli kaynaklardan derlenmiş ve hesaplanmıştır. Firmaların kamuyu aydınlatma düzeyleri ile firma değerleri ve firma karakteristikleri arasındaki ilişki çoklu doğrusal regresyon analizi ile hesaplanmıştır.

Kamuyu aydınlatma düzeyi ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu öngörülmüştür. Ancak sadece, firmaların fiyat/kazanç oranı, kurumsal yatırımcı oranı ve halka açık kısım piyasa değerleri ile kamuyu aydınlatma düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Diğer değişkenler için anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

ABSTRACT

These thesis aims at reporting on the level of voluntary disclosure of a sample of selected Turkish firms listed on Istanbul Stock Exchange (ISE) and, then, investigates the association between the level of disclosure and firm-value and some firm-specific characteristics.

To carry out this study, a disclosure index was constructed as a yardstick to measure the level of disclosure by firms, and annually financial reports of the firms were accepted as a proxy for the level of disclosure provided by the firms. Firm's value was calculated with relative valuation method, by calculating selected ratios. Then, the relationship between the firm's disclosure level and firm's value and some firm's characteristics was examined using multiple linear regression analysis.

It was hypothesized that for the sample of the firms, the level of disclosure would be positively associated with firm's value. It was found that, only the price/earning ratio, the proportion of the institutional investors and the market value of the public held part of the firm positively associated with the level of disclosure. The remaining part of the variables, however, was found insignificant in explaining disclosure.

KAYNAKÇA

A. KİTAPLAR

Akgüç, Ö. (1998) **Finansal Yönetim**, 7.Basım,Avcıol Basım-Yayın, İstanbul

Berle, A.A., Means G.C. (1932) **The Modern Corporation and Private Property**, Larcourt, Brace & World Inc., Newyork

Damodaran, Aswath (1996) **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**, John Willey & Sons, Inc.

Ercan M.K., Üreten A., (2000) **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara

Gürbüz, A.O. Ergincan Y. (2004) **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatür Yayıncılık, İstanbul

Gujarati, D.N. (2001) **Temel Ekonometri**, Literatür Yayıncılık, İstanbul

Kabaalioğlu, Haluk, (1985) **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İktisadi Yayın Ltd.Şti., İstanbul

Poroy, Ü., Tekinalp, Ü., Çamoğlu, E., (1984) **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş., 3. Bası, İstanbul

PULAŞLI Hasan, (2003) **Corporate Governance-Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara

TALAS C., (1999) **Ekonomik Sistemler**, İmge Kitabevi, 5.Baskı,Ankara

Tekinalp, Ünal, (1979), **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri**, İstanbul

ROSS Stephen A., WESTERFIELD Randolph W., JORDAN Bradford D., **Fundamentals of corporate finance**, Boston: Irwin McGraw-Hill, 1998

B. MAKALELER

Akerlof, G. A. (1970) “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism” **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84, no.3

Aksu M., Köseadağ A. (Nisan 2005) “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi” Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu, <http://www.cgft.sabanciuniv.edu/tr>

Alsaeed, K. (2005) “The Association Between Firm Specific Characteristics and Disclosure: The case of Suudi Arabia” **The Journal of American Academy of Business, Cambridge**, September, vol.7,no.1

Ararat M., M. Uğur, “Corporate Governance in Turkey: an Overview and Some Policy Recommendations”, **Corporate Governance**, Vol.3 No:1, 2003, pp.58-75

Ashbaugh S.H., Collins D.W., Lafond R. (December 2004) “ Corporate Governance and the Cost of Equity Capital” http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681

Atiase,K.R., Bamber L.S., Freeman R.N. (1988) “ Accounting Disclosures Based on Company Size: Regulations and Capital Market Evidence” **Accounting Horizons**, March.

Beattie, Vivien, A., (2000)“The Future of Corporate Reporting: a review article”. **Irish Accounting Review**, 7 (1): 1-36

Benston G.J., (1934) “Required Disclosure in the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934”, **American Economics Review**, March.

Botosan, A.Christine, (July 1997) “Disclosure Level and the Cost of Equity Capital” **The Accounting Review**, vol.72, no.3,pp.323-349

Canbaş, Serpil, Doğukanlı, Hatice, Düzakın, Hatice, (2004) “ Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi”, **Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Enstitüsü Dergisi/e-Dergi**, ISSN:1304-8899, cilt.13, sayı.2

Çelik O., (Şubat 2002) “Sermaye Piyasalarında Gönüllü Kamuya Açıklama”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, s.75-89

Chow C.W., Wong-Boren A., (1987) “ Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations” **The Accounting Review**, vol.62,no.3,pp.533-541

Chung Kee.H., Pruitt W.Stephen. (1994) “A Simple Approximation of Tobin’s q” **Financial Management**, Autumn, 23, 3, ABI/INFORM Global, p.70

Cooke T.E., Camffermann K. (2002) “ An Analysis of Disclosure in the Annual Reports of U.K. and Dutch Companies” **Journal of International Accounting Research**, vol.1, pp.3-30

Cooke, T.E. (1993), “Disclosure in Japanese Corporate Annual Reports” **Journal of Business Finance and Accounting**, 20 (4), 0306-686X

Çürük, Turgut (2004) “ Bağımsız Dış denetimin Muhasebe Şeffaflığına Etkisi Üzerine Uygulamalı bir Çalışma: Türkiye Örneği” **ODTÜ Geliştirme Dergisi**, Aralık Sayısı, s.149-165

Demirağ, I., M. Serter, “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, **Corporate Governance**, Vol.11 No:1, January 2003, pp.40-51

Elliot R.K., Jacobson D.P. (December 1994) “ Costs and Benefits of Business Information Disclosure” **Accounting Horizons**, vol.8, no.4, pp.80-96

Fishman M.J., Hagerty K.M., (July 1989) “ Disclosure Decisions by Firms and the Competition for Price Efficiency” , **The Journal Of Finance**, vol.XLIV,no.3

Gomes Armanda, Gorton Gary, Madureira Leonardo, (July 8,2004) “ SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and Cost of Capital” <http://www.olin.wustl.edu/faculty/gomes/RegFD.pdf>

GOMPERS, Paul, A., ISHII, Joy L., METRICK, Andrew; (2003) “Corporate Governance and Equity Prices”, **Quarterly Journal of Economics**, 2003.

Gore Angela, (July 12,2004) “ Does Mandatory Disclosure Reduce the Cost of Capital? Evidence from Bonds” University of Oregon, Working Paper.

Graves, O.F., Flesher L.D., Jordan R.E. (1996) “Pictures and Bottom Line: The television Epistemology of U.S. Annual Reports” **Accounting, Organizations and Society**, vol.21,Iss.1,pp. 57-88

Griffith, J.M., (February 1999) “CEO Ownership and Firm Value” **Managerial and Decision Economics**, Vol. 20, No.1, p.1-8

Grossman S. and Hart O. (1998) ‘Disclosure laws and takeover bids’, **Journal of Finance** 35: 323-334.

Healy P.M., Palepu K.G., “Information asymmetry, Corporate disclosure, and the Capital markets: A review of the empirical disclosure literature”, **Journal of Accounting and Economics**, 31,2001

Healy P.M., Palepu K.G., (2001) “Information asymmetry, Corporate disclosure, and the Capital markets: A review of the empirical disclosure literature”, **Journal of Accounting and Economics**, vol.31

HIRAKI, Takota, INOUE, Hideaki, ITO, Akitoshi, KUROKI, Fumiaki, MASUDA, Hiroyuki; (2003) “Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998”, **Pacific-Basin Finance Journal**

Jensen, M.C., Meckling W.H. (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, **The Journal of Financial Economics** 3, 305-360

KLAPPER, Leora, LOVE, Inessa. (2003) “Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets”, **Journal of Corporate Finance**, 195

Kros,W.B. Ro, & Schroder,D. (April 1990) “ Earnings Expectations: The Analysts’ Information Advantage”, **The Accounting Review**, vol.65, no.2, pp. 461-476

Kros,W.B. Ro, & Schroder,D. (April 1990) “ Earnings Expectations: The Analysts’ Information Advantage”, **The Accounting Review**, vol.65, no.2, pp. 461-476

Kuznetsov Pavel, Muravyev Alexander (April 2001) “Ownership Structure and Firm Performance in Russia :The Case of Blue Chips of the Stock Markets” Economics Education and Research Consortium - Russia Program (grant No.98-219)

Lang, M.H. & Lundholm R.J. (October 1996) “Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior”, **The Accounting Review**, vol.71, no.4,

Lang,M. and Lundholm,R. (1993). “Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures.” **Journal of Accounting Research**, 31, pp.246-271

Lee,T. (1994) “ The Changing form of the Corporate Annual Report” **The Accounting Historians Journal**, vol.21,Iss.1, pp.215

McGahan Anitta M. (December 1999), “The Performance of U.S. Corporations: 1981-1994 ” **The Journal of Industrial Economics**, Vol. 47, No.4, s.373-398

McKinstry,S. (1996) “Designing the Annual Reports of Burton Plc. From 1930 to 1994” **Accounting, Organizations and Society**, vol.21,Iss.1,pp.89-111

Meek, G.K., Roberts, C.B.,Gray, S.J., (1995) “Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S. and Continental European Multinational Companies” **Journal of International Business Studies**, 00472506, vol.26, Iss.3

MITTON, Todd; (2002) “A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis”, **Journal of Financial Economics**, 64

Morck, R.,A.Shleifer, Vishny R.W. (1988) “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analyses” **Journal Of Financial Economics** ,January/March, pp.267-316

Naser,K., Nuseibeh,R. (2003), “ Quality of Financial Reporting : Evidence From the Listed Suudi non-financial companies” **The International Journal of Accounting**, 38, pp.41-69

Patel A.S., Balic A., Bwakira L. (2002) “Measuring Transparency and Disclosure at Firm-Level in Emerging Markets”, **Emerging Markets Review**, 3, pp.325-337

Preston, A.M., Wright J., Young J., (1996) “Imagining Annual Reports” **Accounting, Organizations and Society**, vol.21, Iss.1, pp.113-137

Richard W. Leftwich, Ross L. Watts, Jerold L. Zimmerman, (1981) “Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting” **Journal of Accounting Research**, Vol. 19, Studies on Standardization of Accounting Practices: An Assessment of Alternative Institutional Arrangements, pp. 50-77

Salter S.B. (1998) “Corporate Financial Disclosure in Emerging Markets: Does Economic Development Matter?”, **The International Journal of Accounting**, vol.33,no.2,pp.211-234

Santema, S., Hoekert, M., Rijt,J., Oijen A. (2005) “ Strategy Disclosure in Annual Reports Across Europe : a study on differences between five countries” **European Business Review**, vol.17,no.4,pp.352-366

Sengupta Partha (October 1998) “Corporate Disclosure Quality and The Cost of Debt” **The Accounting Review**, vol.73, no.4, pp.459-474

Singhvi, S. S., and H. Desai. (1971) “An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure.” **The Accounting Review** (January): 621.632.

Skinner,D.J. (Spring 1994) “ Why Firms Voluntarily Disclose Bad News”, **Journal of Accounting Research**, vol. 32,no.1,pp.38-60

Stanton, P., Stanton J., Pires, G., (2004), “Impressions of an Annual Report: an Experimental Study”, **Corporate Communications: an International Journal**, vol.9, no.1, pp.57-69

Stanton,P.,Stanton,J. (2002) “ Corporate Annual Reports: Research Perspective Used” **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, vol.15,no.4,pp.478-500

Varış M., Küçükçolak A., Erdoğan O., Özer L.(2001) “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”, **İMKB Dergisi**, Özel Sayı, Yıl: 5, Sayı: 19, 2001, ss. 129-168

Verrecciha R.E., Leuz C. (2000) “The Economic Consequences of Increased Disclosure” **Journal of Accounting Research**, vol.38, Supplement: Studies on Accounting Information and the Economics of the Firm, pp.91-124

Wallace O.R.S. (1988) “Corporate Financing Reporting in Nigeria” **Accounting and Business Research**, vol.18, no.72, pp. 352-362

Wallace O.R.S., Naser K., Mora A. (1994) “The Relationship Between the comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain” **Accounting and Business Research**, vol.25,no.97,pp.41-53

Wallman, S.M.H. (1996) “The Future of Accounting and Disclosure in an Evolving World: The Need for Dramatic Change”, **Accounting Horizons**, Vol.9, no.3, pp.81-91

Watts R.,Zimmerman J.,(1983) “Agency Problems , Auditing and The Theory of the Firm: Some Evidence” **Journal of Law and Economics**, no.26, pp.613-634

Weisbach, M.S. (1998) “Outside Directors and CEO Turnover”, **Journal of Financial Economics**, Vol.20.

Yurtoglu, B.B., “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”, **Empirica**, Vol.27, 2000, pp. 193-222

C. DİĞER

AICPA, (Agust 2001) “ Improving Business Reporting – A Customer Focus”, <http://www.aicpa.org/members/dir/acctstd/index.htm>,

Altıntaş, M.B. (1989) Sermaye Piyasalarında Kamunun Aydınlatılması ve Etkinlik Kuramı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Ararart Melsa (2006) “ Yönetişim ve Şirket Değeri Üzerine Ne Biliyoruz?” Kurumsal Yönetim Konferansı, 9 Mayıs 2006, İstanbul

Churaev, Kamil; The Impacts of Corporate Governance Issues on Values of Turkish Companies, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2003

Göktürk, K. (2003) , Halka Açık Bankalarda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ticaret Hukuku ABD

Küçüksözen, C. (1995), Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması : Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Tahran A. (2003), Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı , Ankara , TCMB.

Turaboğlu, T.T., (2002), Vekalet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması, Yayınlanmamış doktora tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü,

PriceWaterHouse Coopers (February,2006) “ IFRS: The European Investor’s View”, www.pwc.com

Odabaş, H. (Kasım 2003) . Kurumsal Bilgi Yönetimi, Stradigma Aylık Strateji ve Analiz e-Dergisi, Sayı 10, <http://www.stradigma.com>

OECD Principles of Corporate Governance,2004

ERSEL H., SAK G., “ Düzenleme ve İktisat Kuramı” Araştırma Raporu, SPK/AGD – 38 , Ankara, Haziran 1985

FASB, (2001) “Improving Business Reporting: Insight into Enhancing Voluntary Disclosures”, Financial Accounting Standards Board Steering Committee Report, Business Reporting Research Project, US

GÜRBÜZ, A. Osman, ERGİNCAN, Yakup; “Dünyada ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim Düzeyinin ve Şirket Performanslarının Karşılaştırmalı Analizi”, Geleneksel Finans Sempozyumu 2004, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü & Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, İstanbul, 27-28 Mayıs 2004.

Gürbüz,O. (2005) “Kurumsal Yönetim: Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler” Belek/Antalya-21 Nisan 2005

IFF, (2005) “ Corporate Governance in Turkey an Investor Perspective-Task Force Report” http://www.cgft.sabanciuniv.edu/tr/kaynak_merkezi/IFF.pdf

Kurtzman Group Study,(October 2004) “The Opacity Index 2004: The Global Cost of Opacity” www.opacityindex.com

Kurumsal Şirket Yönetimi (Corporate Governance) Konferansı (14-18 Nisan 2003), Ankara, TCMB, 2003

Standarts&Poor’s (October 16, 2002) “Transparency and Disclosure : Overview of Methodolgy and Study Results- United States” <http://www.theia.org/chapters/pubdocs/86/S&P.pdf>

William C., Tyson, “Legal Aspects Of Securities Regulation in the United States”, Recent Development in Capital Markets in Turkey, OECD-CMB Conference, Çeşme, 1985

SPK, (2003), Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri http://www.spk.gov.tr/ofd/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleri.pdf

SPK, (2006), 2001 Yılından Bugüne Kadar Yapılan Düzenlemeler, www.spk.gov.tr

TMS (2005), Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, Türkiye Muhasebe Standartları www.tmsk.org.tr

EK1: AÇIKLANAN BİLGİ DEĞERLENDİRME FORMU

A.FİRMAYA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER
1.Faaliyet Raporu İnternet Sitesinde Yayınlanmış mı?
2.Kurumsal Yönetim Uyum Raporu'nu Yayımlamış mı?
3.Faaliyet Raporu İngilizce Olarak da Yayımlanmış mı?
4.Firmanın kısa tarihçesi
5.Organizasyon Yapısı
I.İŞLETME STRATEJİLERİ
6.Strateji ve Amaçlara Yönelik Açıklamalar - Finansal
7.Strateji ve Amaçlara Yönelik Açıklamalar - Pazarlama
8.Strateji ve Amaçlara Yönelik Açıklamalar - Sosyal
9.Stratejinin şirketin şu anki sonuçlarına etkisi
10.Stratejinin gelecekte elde edilecek sonuçlara etkisi
II.FİRMA FAALİYETİNİN GENEL TANIMI
11. Üretilen ürünler (Ürün Grupları v.b.)
12. Hizmet edilen Pazar ile ilgili açıklamalar.(Coğrafi Bölümlendirme,Hedef Kitle v.b.)
III.İŞLETMENİN REKABET ÇEVRESİ
13.Sektörün Yapısının Firma Üzerindeki Etkisi
14.Rakiplerin Analizi (niteliksel/niceliksel)
15.Makro Ekonomik Gelişmelerin Firma Faaliyetleri üzerindeki Etkisi
16.Müşteri ve Tedarikçilerle olan ilişkiler (Niteliksel /Niceliksel)
IV.ARAŞTIRMA VE GELİŞTİRME FAALİYETLERİ
17.Firmanın ARGE Politikası
B.YÖNETİCİ VE HİSSEDARLARA İLİŞKİN BİLGİLER
I.YÖNETİCİLERE İLİŞKİN BİLGİLER
18.Yönetim Kurulu Üyelerinin Görev Süreleri
19.Yönetim Kurulu Üyelerinin Nitelikleri ile İlgili Bilgiler
20.Üst Yöneticilerin (CEO) Ticari Deneyimleri
II. HİSSEDARLARA İLİŞKİN BİLGİLER
21.Çıkarılmış Hisse Senedi Sayısı
22.Hissedarların yapısı (Kompozisyonu, Dağılımı)
23.Çoğunluk Hisse Sahiplerinin Kim Olduğu (Top 3,5,10)
24.Oy Hakları ve Azınlık Hakları
C.FİNANSAL VERİLER
I.MUHASEBE POLİTİKASINA İLİŞKİN BİLGİLER
25.Muhasebe Standartları (Mali Tabloların Sunum Esasları)
26.Kullanılan Amortisman Yöntemi
27.Uygulanan Karşılık Politikası
28.Finansal Araçlar ve Finansal Risk Yönetimi
29.Kullanılan Stok Değerleme Yöntemi
30.Enflasyon Düzeltmesine İlişkin Veriler
II.YABANCI PARA BİLGİLERİ
31.Yabancı Para Piyasasındaki Dalgalanmaların Firmanın Faaliyetlerine Etkisi
32.Yabancı Para Piyasasındaki Dalgalanmaların Firmanın Gelecek Faaliyetlerine Etkisi

33.Yabancı Para Cinsinden Borçlar için Kısa/Uzun vade Ayrımı
34.Yabancı Para Pozisyonu
35.Yabancı Para Riski Yönetimi Politikası
III.HİSSE FİYATI BİLGİLERİ
36. Hisse Başına Kar Payı Oranı ve Politikası
37. Hisse Başına Kazanç Oranı (EPS)
38. Hisse Senedinin Nominal Değeri (par Value)
39. Kar Dağıtım Önerisi (politikası)
40. Toplam Kar Payı Miktarı
41. Borsada İşlem Gören Hisse Miktarı
42. Hisse senedi Fiyat Performansı (5-10 yıllık)
43.Sermaye Yapısındaki Değişim
IV.FİNANSAL GENEL GÖRÜNÜM
44. Finansal Genel Görünüm Tablosu (Tarihi)
45. Çeyrek Dönemlere Ait Karşılaştırmalı Veriler(Tarihi)
47. Varlıkların Devir Hızı yada hesaplamaaya yarayan bilgiler.(Tarihi)
48. Stokların Devir Hızı yada hesaplamaaya yarayan bilgiler.(Tarihi)
49. Ticari Borçların Devir Hızı yada hesaplamaaya yarayan bilgiler.(Tarihi)
50. Ticari Alacaklara İlişkin Ayrıntılı Açıklamalar (Vade yapısı, senetli-senetsiz v.b.)
51. Ticari Borçlara İlişkin Ayrıntılı Açıklamalar (Vade yapısı, senetli-senetsiz v.b.)
52. Yabancı Kaynaklara İlişkin Ayrıntılı Açıklamalar (Vadesi, Uygulanan faiz oranı v.b.)
53. Enflasyon Oranının Dönem Faaliyet Sonuçlarına Etkisi -(Niteliksel/Niceliksel)
54. Enflasyon Oranının Gelecek Dönem Faaliyet Sonuçlarına Etkisi
55. Faiz Oranlarının Faaliyet Sonuçları Üzerindeki Etkisi
56. Faiz Oranlarının Gelecek Dönem Faaliyetleri Üzerindeki Etkisi
V.GELİR TABLOSUNA İLİŞKİN BİLGİLER
57.Tam ayrıntılı gelir tablosu
58.Satış Raporları (Tarihi)
59.Yabancı Para kar ve zararlarının gösterilmesi
60.Olağandışı gelir ve giderlerin ayrıca açıklanması
61.Vergi Ödemelerine ilişkin bilgiler
62.Reklam giderleri
63.Genel Yönetim Giderleri
64.Finansman Giderleri
65.Satış ve Pazarlama Giderleri (ayrıntılı)
VI.DİĞER MALİ TABLOLAR VE AÇIKLANMASI GEREKLİ BİLGİLER
66.Bilançonun açıklanması
67.Fon akım tablosu
68.Nakit Akış Tablosu
69.Kar Dağıtım Tablosu
70.Öz Kaynaklar Değişim Tablosu
71.Satışların Maliyeti Tablosu
72.İlişkili Taraflara Yapılan İşlemler ve Bakiyeler
73.Taahhütler ve şarta bağlı Hükümlülükler
74.Maddi Duran varlıklara ilişkin açıklamalar

75.Maddi olmayan Duran varlıklara ilişkin açıklamalar
76.Mali duran varlıklara ilişkin Açıklamalar
D.FİNANSAL OLMAYAN VERİLER
I.ÇALIŞANLARA İLİŞKİN BİLGİLER
77.Çalışanların İş Kollarına Göre Dağılımı
78.Çalışanların Cinsiyetlerine Göre Dağılımı
79.İki Yıl ve Daha Fazla Yıldır Çalışan Personel Sayısı
80.Çalışan Sayısı ve Kategorilerindeki Değişim
81.Sosyal Faaliyetler
82.Eğitim Harcamaları
83.Eğitim Politikası
84.Eğitim verilen çalışan sayısı
85.İş Güvenliği ile İlgili Yapılan Harcamalar
86.İnsan Kaynakları Politikası
II.SOSYAL SORUMLULUK POLİTİKASI
87.Çevrenin Korunmasına İlişkin Politika
88.Ürünlerin Güvenli/Kaliteli Olması
89.Yardım, Bağış v.b. Organizasyonlar
90.Katma Değere İlişkin Bilgiler
91.Katma Değer Verileri
E.YÖNETİMİN VERİLERE İLİŞKİN ANALİZ VE GÖRÜŞLERİ
92.Satış Rakamlarındaki Değişmelere İlişkin Analizler
93.Faaliyet Karındaki Değişmelere İlişkin Analizler
94.Malın Maliyetine Değişmelere İlişkin Analizler
95.Brüt Satış Karındaki Değişmelere İlişkin Analizler
96.Pazarlama ve Satış Giderlerindeki Değişmelere İlişkin Analizler
97.Faiz Gideri ve Faiz Gelirindeki Değişmelere İlişkin Analizler
98.Net Kardaki Değişmelere İlişkin Analizler
99.Stoklardaki Değişmelere İlişkin Analizler
100.Alacaklar Hesabındaki Değişmelere ilişkin analizler
101.Yeni Yatırımlar ve Araştırma Geliştirme Faaliyetlerindeki Değişime ilişkin Analizler
102.Pazar Payındaki Değişmelere ilişkin Analizler
103.Şu anki Ticaret Hacmi ve Değerlendirmeleri (Sayısal)
F.GELECEĞE YÖNELİK TAHMİN VE ÖNERİLER
104.Pazar Payına İlişkin Tahminler
105.Satışlara İlişkin Beklentiler ve Tahminler
106.Yeni Yatırımlar ve Araştırma Geliştirme Faaliyetlerindeki Değişime İlişkin Tahminler
107. Geleceğe Yönelik Kar Tahminleri
108.Nakit Akışına İlişkin Tahminler
109.Tahminlere İlişkin Varsayımlar

TABLO 3: Çalışmanın Örneklemini Oluşturan Şirketlerin Listesi

No	KOD	Şirket Adı	No	KOD	Şirket Adı	No	KOD	Şirket Adı
1	ADANA	ADANA ÇİM.	51	EGSER	EGE SERA.	101	PARSN	PARSAN
2	ADEL	ADEL KALEM.	52	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	102	PETKM	PETKİM
3	AKCNS	AKÇANSA ÇİM.	53	ENKAI	ENKA	103	PTOFS	POAŞ
4	ATEKS	AKIN TEKS	54	ERBOS	ERBOSAN	104	PIMAS	PİMAŞ
5	AKSA	AKSA AKR.	55	EREGL	EREĞLİ D.	105	PETUN	PINAR ET
6	AKIPD	AKSU İPL.	56	ERSU	ERSU	106	PINSU	PINAR SU
7	ALCAR	ALARKO CARRIER	57	FMIZP	FED.MOĞ.	107	PNSUT	PINAR SÜT
8	ALCTL	ALCATEL	58	FENIS	FENİŞ	108	SANKO	SANKO
9	ALKIM	ALKIM ALK.	59	FROTO	FORD	109	SARKY	SARKUYSAN
10	ALKA	ALKİM KAĞIT	60	GSRAY	GALATASARAY	110	SASA	SASA
11	ALYAG	ALTINYAĞ	61	GEREL	GERSAN	112	SODA	SODA
12	ALTIN	ALTINYILDIZ	62	GOLDS	GOLDAŞ	113	SKTAS	SÖKTAŞ
13	AYCES	ALTINYUNUS	63	GOODY	GOODYEAR	114	SKPLC	ŞEKER PİL.
14	ANACM	ANADOLU CAM	64	GUBRF	GÜBRETAŞ	115	TUDDF	DEMİRDÖK
15	ASUZU	ISUZU	65	HZNDR	HAZNEDAR	116	TUKAS	TUKAŞ
16	ARCLK	ARÇELİK	66	HEKTS	HEKTAŞ	117	TUPRS	TUPRAŞ
17	ARENA	ARENA	67	HURGZ	HÜRRİYET	118	SISE	ŞİŞECAM
18	ASELS	ASELSAN	68	IDAS	İDAŞ	119	TBORG	TUBORG
19	AYEN	AYEN EN.	69	IHEVA	İHLAS EV ALET.	120	TNSAS	TANSAŞ
20	AYGAZ	AYGAZ	70	INTEM	İNTEMA	121	TATKS	TAT
21	BAGFS	BAGFAŞ.	71	IZMDC	İZMİR DEMİR.	122	KIPA	KİPA
22	BAKAB	BAK AMB.	72	IZOCM	İZOCAM	123	TIRE	TİRE KUTSAN
23	BANVT	BANVİT	73	KRDMA	KARDEMİR	124	TOASO	TOFAŞ
24	BTCIM	BATIÇİM	74	KARSN	KARSAN	125	TRKCM	TRAKYA C.
25	BEKO	BEKO	75	KRTEK	KARSU	126	TRCAS	TURCAS
26	BERDN	BERDAN	76	KARTN	KARTONSAN	127	TCCELL	TURKCELL
27	BOLUC	BOLU ÇİM.	77	KLBMO	KELEBEK	128	THYAO	THY
28	BRSAN	BORUSAN MAN.	78	KENT	KENT	129	UKIM	UKİ
29	BRYAT	BORUSAN YAT.	79	KERTV	KEREVİTAŞ	130	UZEL	UZEL
30	BOSSA	BOSSA	80	KLMSN	KLİMASAN	131	UNYEC	ÜNYE ÇİM.
31	BOYNR	BOYNER	81	KORDS	KORDSA	132	VANET	VANET
32	BRISA	BRİSA	82	KUTPO	KÜTAHYA	133	VESTL	VESTEL
33	BURCE	BURÇELİK	83	LIOYS	LİO	134	VKING	VİKİNG
34	BSPRO	BŞH EV.	84	LINK	LİNK	135	YATAS	YATAŞ
35	BUCIM	BURSA ÇİM.	85	LOGO	LOGO	136	YUNSA	YÜNSA
36	CMLOJ	CAMIŞ LOJ.	86	LUKSK	LÜKS KAD.			
37	CLEBI	ÇELEBİ	87	MAKTK	MAKİNA TAKIM			
38	CELHA	ÇELİK HAL.	88	MRDIN	MARDİN ÇİM.			
39	CEMTS	ÇEMTAŞ	89	MAALT	MAR ALTIN.			
40	CYTAS	CEYTAŞ	90	MMART	MARTI MAR.			
41	CMENT	ÇİMENTAŞ	91	MRSHL	MARSHALL			
42	CIMSA	ÇİMSA	92	MNDRS	MENDERS			
43	DARDL	DARDANEL	93	MTEKS	METEMTEKS			
44	DENCM	DENİZLİ CAM	94	MIGRS	MİGROS			
45	DOBUR	DBR	95	MIPAZ	MİLPA			
46	DOKTS	DÖKTAŞ	96	MUTLU	MUTLU AKÜ			
47	DUROF	DURAN DOĞ.	97	NETAS	NORTEL			
48	DYOBY	DYO BOYA	98	NUHCM	NUH ÇİM.			
49	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	99	OLMKS	OLMUksA			
50	EGPRO	EGE PROFİL	100	OTKAR	OTOKAR			

TABLO 4: Yıllık Faaliyet Raporunun İçeriğine İlişkin Yapılan Önemli Çalışmaların Listesi

Çalışmayı Hazırlayan Yazar / Organizasyon	Çalışmanın Adı	Çalışmanın Tarihi
American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)	Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors (The Jenkins Report)	1994
Chartered Financial Analyst (CFA)	A Comprehensive Business Reporting Model: Financial Reporting for Investors	
Standart and Poors	Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results—United States	2002
Association of Chartered Certified Accountants (ACCA)	Corporate Financial Disclosure and Analyst Forecasting Activity: Preliminary Evidence for the UK.	2001
Financial Accounting Standards Board (FASB)	Improving Business Reporting : Insight into Enhancing Voluntary Disclosures	2001
Financial Accounting Standards Board (FASB)	Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy	2001
Meek, Gary K. ve ark.	“Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S. and Continental Europea Multinational Companies”	1995
Botosan,C.A.	“Disclosure Level and the Cost of Equity Capital”	1997
Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK)	Türkiye Muhasebe Standartları	2005

TABLO 6 : Kamuyu Aydınlatma Endeksinde En Yüksek ve En düşük Puana Sahip 10 Firma

KOD	Şirketler	APUAN	SEKTÖR	KOD	Şirketler	APUAN	SEKTÖR
UKIM	UKİ	0.099	1	EREGL	EREĞLİ D.	0.653	1
AYCES	ALTINYUNUS	0.157	0	MIGRS	MİGROS	0.653	0
MTEKS	METEMTEKS	0.174	1	AKSA	AKSA AKR.	0.628	1
KUTPO	KÜTAHYA	0.190	1	TNSAS	TANSAŞ	0.628	1
ALYAG	ALTINYAĞ	0.215	1	AKCNS	AKÇANSA ÇİM.	0.612	1
VANET	VANET	0.223	1	PETKM	PETKİM	0.603	1
BAGFS	BAGFAŞ.	0.248	1	ARENA	ARENA	0.579	0
MNDRS	MENDERS	0.248	1	TUPRS	TUPRAŞ	0.579	1
CELHA	ÇELİK HAL.	0.264	1	TCELL	TURKCELL	0.579	0
GEREL	GERSAN	0.264	1	DOBUR	DBR	0.570	0

Sektör için ; 1 = İmalat

2 = İmalat Dışı

TABLO 7 : Kamuyu Aydınlatma Endeksine Ait İstatiksel Sonuçlar

	APUAN	BÖLÜMA	BÖLÜMB	BÖLÜMC	BÖLÜMD	BÖLÜME	BÖLÜMF
Mean	0.407693	0.484868	0.606	0.445801	0.288735	0.305743	0.13175
Median	0.409091	0.444	0.571	0.459	0.267	0.333	0.091
Maximum	0.652893	0.944	1	0.656	0.867	0.917	0.909
Minimum	0.099174	0.111	0	0.066	0	0	0
Std. Dev.	0.105478	0.197472	0.209589	0.10981	0.153292	0.173661	0.181751
Skewness	-0.01505	0.246693	-0.04159	-0.75213	0.766651	0.603376	1.806437
Kurtosis	3.009935	2.145398	2.756583	3.989685	4.273202	3.626024	6.326857
Jarque-Bera	0.005693	5.518061	0.374969	18.3729	22.50833	10.47288	136.6847
Probability	0.997157	0.063353	0.829042	0.000102	0.000013	0.005319	0
Observations	136	136	136	136	136	136	136
Cross sections	1	1	1	1	1	1	1

TABLO 8: Açıklama Kalemleri, Kalemlerin her birini Açıklayan Firma Sayısı ve Toplam Firma Sayısı İçindeki Yüzdeleri

Açıklama Kalemleri	Açıklama Kalemini Açıklayan Firma Sayısı	Açıklama Kalemini Açıklayan Firma Sayısı(%)	Ayrıntılı açıklama	Ayrıntılı açıklama(%)
1.Faaliyet Raporu İnternet Sitesinde Yayımlanmış mı?	110	81%		
2.Kurumsal Yönetim Uyum Raporu'nu Yayımlamış mı?	102	75%		
3.Faaliyet Raporu İngilizce Olarak da Yayımlanmış mı?	31	23%		
4.Firmanın kısa tarihçesi	81	60%		
5.Organizasyon Yapısı	82	60%		
6.Strateji ve Amaçlara Yönelik Açıklamalar - Finansal	36	26%		
7.Strateji ve Amaçlara Yönelik Açıklamalar - Pazarlama	72	53%		
8.Strateji ve Amaçlara Yönelik Açıklamalar - Sosyal	30	22%		
9.Stratejinin şirketin şu anki sonuçlarına etkisi	63	46%		
10.Stratejinin gelecekte elde edilecek sonuçlara etkisi	27	20%		
11. Üretilen ürünler (Ürün Grupları v.b.)	126	93%		
12. Hizmet edilen Pazar ile ilgili açıklamalar. (Coğrafi Bölümlendirme, Hedef Kitle v.b.)	81	60%		
13.Sektörün Yapısının Firma Üzerindeki Etkisi	92	68%		
14.Rakiplerin Analizi (niteliksel/niceliksel)	10	7%		
15.Makro Ekonomik Gelişmelerin Firma Faaliyetleri Üzerindeki Etkisi	81	60%		
16.Müşteri ve Tedarikçilerle olan ilişkiler (Niteliksel /Niceliksel)	97	71%	13	10%
17.Firmanın ARGE Politikası	53	39%		
18.Yönetim Kurulu Üyelerinin Görev Süreleri	94	69%		
19.Yönetim Kurulu Üyelerinin Nitelikleri ile İlgili Bilgiler	33	24%		
20.Üst Yöneticilerin (CEO) Ticari Deneyimleri	43	32%		
21.Çıkarılmış Hisse Senedi Sayısı	81	60%		
22.Hissedarların yapısı (Kompozisyonu, Dağılımı)	97	71%		

23.Çoğunluk Hisse Sahiplerinin Kim Olduğu (Top 3,5,10)	121	89%		
24.Oy Hakları ve Azınlık Hakları	108	79%		
25.Muhasebe Standartları (Mali Tabloların Sunum Esasları)	128	94%		
26.Kullanılan Amortisman Yöntemi	126	93%		
27.Uygulanan Karşılık Politikası	84	62%		
28.Finansal Araçlar ve Finansal Risk Yönetimi	61	45%		
29.Kullanılan Stok Değerleme Yöntemi	129	95%		
30.Enflasyon Düzeltmesine İlişkin Veriler	124	91%		
31.Yabancı Para Piyasasındaki Dalgalanmaların Firmanın Faaliyetlerine Etkisi	37	27%		
32.Yabancı Para Piyasasındaki Dalgalanmaların Firmanın Gelecek Faaliyetlerine Etkisi	5	4%		
33.Yabancı Para Cinsinden Borçlar için Kısa/Uzun vade Ayrımı	67	49%		
34.Yabancı Para Pozisyonu	123	90%		
35.Yabancı Para Riski Yönetimi Politikası	32	24%		
36.Hisse Başına Kar Payı Oranı ve Politikası	120	88%		
37.Hisse Başına Kazanç Oranı (EPS)	106	78%		
38.Hisse Senedinin Nominal Değeri (par Value)	96	71%		
39.Kar Dağıtım Önerisi (politikası)	114	84%		
40.Toplam Kar Payı Miktarı	113	83%		
41.Borsada İşlem Gören Hisse Miktarı	47	35%		
42.Hisse senedi Fiyat Performansı (5-10 yıllık)	50	37%	3	2%
43.Sermaye Yapısındaki Değişim	105	77%		
44.Finansal Genel Görünüm Tablosu (Tarihi)	93	68%	9	7%
45.Çeyrek Dönemlere Ait Karşılaştırmalı Veriler(Tarihi)	0	0%	0	0%
47.Varlıkların Devir Hızı yada hesaplamaya yarayan bilgiler.(Tarihi)	37	27%	2	1%
48.Stokların Devir Hızı yada hesaplamaya yarayan bilgiler.(Tarihi)	38	28%	2	1%
49.Ticari Borçların Devir Hızı yada hesaplamaya yarayan bilgiler.(Tarihi)	19	14%	1	1%
50.Ticari Alacaklara İlişkin Ayrıntılı Açıklamalar (Vade yapısı, senetli-senetsiz v.b.)	64	47%		
51.Ticari Borçlara İlişkin Ayrıntılı Açıklamalar (Vade yapısı, senetli-senetsiz v.b.)	45	33%		

52.Yabancı Kaynaklara İlişkin Ayrıntılı Açıklamalar (Vadesi, Uygulanan faiz oranı v.b.)	57	42%		
53.Enflasyon Oranının Dönem Faaliyet Sonuçlarına Etkisi - (Niteliksel/Niceliksel)	11	8%	0	0%
54.Enflasyon Oranının Gelecek Dönem Faaliyet Sonuçlarına Etkisi	1	1%		
55.Faiz Oranlarının Faaliyet Sonuçları Üzerindeki Etkisi	11	8%		
56.Faiz Oranlarının Gelecek Dönem Faaliyetleri Üzerindeki Etkisi	1	1%		
57.Tam ayrıntılı gelir tablosu	127	93%		
58.Satış Raporları (Tarihi)	126	93%	30	22%
59.Yabancı Para kar ve zararlarının gösterilmesi	83	61%		
60.Olağandışı helir ve giderlerin ayrıca açıklanması	56	41%		
61.Vergi Ödemelerine ilişkin bilgiler	76	56%		
62.Reklam giderleri	17	13%		
63.Genel Yönetim Giderleri	34	25%		
64.Finansman Giderleri	83	61%		
65.Satış ve Pazarlama Giderleri (ayrıntılı)	27	20%		
66.Bilançonun açıklanması	135	99%		
67.Fon akım tablosu	41	30%		
68.Nakit Akış Tablosu	118	87%		
69.Kar Dağıtım Tablosu	53	39%		
70.Öz Kaynaklar Değişim Tablosu	59	43%		
71.Satışların Maliyeti Tablosu	62	46%		
72.İlişkili Taraflara Yapılan İşlemler ve Bakiyeler	115	85%		
73.Taahütler ve şarta bağlı Hükümlülükler	105	77%		
74.Maddi Duran varlıklara ilişkin açıklamalar	103	76%		
75.Maddi olmayan Duran varlıklara ilişkin açıklamalar	77	57%		
76.Mali duran varlıklara ilişkin Açıklamalar	75	55%		
77.Çalışanların İş Kollarına Göre Dağılımı	18	13%		
78.Çalışanların Cinsiyetlerine Göre Dağılımı	8	6%		
79.İki Yıl ve Daha Fazla Yıldır Çalışan Personel Sayısı	6	4%		
80.Çalışan Sayısı ve Kategorilerindeki Değişim	111	82%		
81.Sosyal Faaliyetler	24	18%		
82.Eğitim Harcamaları	3	2%		

83.Eğitim Politikası	36	26%		
84.Eğitim verilen çalışan sayısı	18	13%		
85.İş Güvenliği ile İlgili Yapılan Harcamalar	16	12%		
86.İnsan Kaynakları Poitikası	103	76%		
87.Çevrenin Korunmasına İlişkin Politika	94	69%		
88.Ürünlerin Güvenli/Kaliteli Olması	79	58%		
89.Yardım, Bağış v.b. Organizasyonlar	67	49%		
90.Katma Değere İlişkin Bilgiler	6	4%		
91.Katma Değer Verileri	0	0%		
92.Satış Rakamlarındaki Değişmelere İlişkin Analizler	91	67%		
93.Faaliyet Karındaki Değişmelere İlişkin Analizler	28	21%		
94.Malın Maliyetine Değişmelere İlişkin Analizler	32	24%		
95.Brüt Satış Karındaki Değişmelere İlişkin Analizler	19	14%		
96.Pazarlama ve Satış Giderlerindeki Değişmelere İlişkin Analizler	7	5%		
97.Faiz Gideri ve Faiz Gelirindeki Değişmelere İlişkin Analizler	26	19%		
98.Net Kardaki Değişmelere İlişkin Analizler	25	18%		
99.Stoklardaki Değişmelere İlişkin Analizler	16	12%		
100.Alacaklar Hesabındaki Değişmelere ilişkin analizler	11	8%		
101.Yeni Yatırımlar ve Araştırma Geliştirme Faaliyetlerindeki Değişime ilişkin Analizler	106	78%		
102.Pazar Payındaki Değişmelere ilişkin Analizler	60	44%		
103.Şu anki Ticaret Hacmi ve Değerlendirmeleri (Sayısal)	78	57%		
104.Pazar Payına ilişkin Tahminler	19	14%	6	4%
105.Satışlara ilişkin beklentiler ve tahminler	26	19%	15	11%
106.Yeni Yatırımlar ve Araştırma Geliştirme Faaliyetlerindeki Değişime ilişkin tahminler	55	40%	4	3%
107. Geleceğe Yönelik Kar Tahminleri	6	4%		
108.Nakit Akışına İlişkin Tahminler	16	12%	11	8%
109.Tahminlere İlişkin Varsayımlar	36	26%		

TABLO 9: Kategorilerine Göre Şirketler Tarafından En Fazla ve En Az Kamuya Açıklanan Bilgiler

Kategorisi	En Fazla Açıklanan	Şirket Sayısı	En Az Açıklanan	Şirket Sayısı
A.FİRMAYA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER	11.Üretilen ürünler (Ürün Grupları v.b.)		14.Rakiplerin Analizi (niteliksel/niceliksel)	
	1.Faaliyet Raporu İnternet Sitesinde Yayımlanmış mı?		3.Faaliyet Raporu İngilizce Olarak da Yayımlanmış mı?	<35
	2.Kurumsal Yönetim Uyum Raporu'nu Yayımlamış mı?	>95	8.Strateji ve Amaçlara Yönelik Açıklamalar - Sosyal	
	16.Müşteri ve Tedarikçilerle olan ilişkiler		10.Stratejinin gelecekte elde edilecek sonuçlara etkisi	
B.YÖNETİCİ VE HİSSEDARLARA İLİŞKİN BİLGİLER	23.Çoğunluk Hisse Sahiplerinin Kim Olduğu (Top 3,5,10)			
	24.Oy Hakları ve Azınlık Hakları	>90	19.Yönetim Kurulu Üyelerinin Nitelikleri ile İlgili Bilgiler	<35
	22.Hissedarların yapısı (Kompozisyonu, Dağılımı)			
	18.Yönetim Kurulu Üyelerinin Görev Süreleri			
C.FİNANSAL VERİLER	25.Muhasebe Standartları (Mali Tabloların Sunum Esasları)		32.Yabancı Para Piyasasındaki Dalgalanmaların Firmanın Gelecek Faaliyetlerine Etkisi	
	26.Kullanılan Amortisman Yöntemi		45.Çeyrek Dönemlere Ait Karşılaştırmalı Veriler(Tarihi)	
	29.Kullanılan Stok Değerleme Yöntemi		53.Enflasyon Oranının Dönem Faaliyet Sonuçlarına Etkisi -(Niteliksel/Niceliksel)	
	30.Enflasyon Düzeltmesine İlişkin Veriler		54.Enflasyon Oranının Gelecek Dönem Faaliyet Sonuçlarına Etkisi	
	34.Yabancı Para Pozisyonu		55.Faiz Oranlarının Faaliyet Sonuçları Üzerindeki Etkisi	
	36.Hisse Başına Kar Payı Oranı ve Politikası	>100	56.Faiz Oranlarının Gelecek Dönem Faaliyetleri Üzerindeki Etkisi	<15
	39.Kar Dağıtım Önerisi (politikası)			
	40.Toplam Kar Payı Miktarı			
	57.Tam ayrıntılı gelir tablosu			
	58.Satış Raporları (Tarihi)			
D.FİNANSAL OLMAYAN VERİLER	80.Çalışan Sayısı ve Kategorilerindeki Değişim	>100	78.Çalışanların Cinsiyetlerine Göre Dağılımı	
			79.İki Yıl ve Daha Fazla Yıldır Çalışan Personel Sayısı	<15
			82.Eğitim Harcamaları	
			90.Katma Değere İlişkin Bilgiler	
E.YÖNETİMİN VERİLERE İLİŞKİN ANALİZ VE GÖRÜŞLERİ	92.Satış Rakamlarındaki Değişmelere İlişkin Analizler		95.Brüt Satış Karındaki Değişmelere İlişkin Analizler	
	101.Yeni Yatırımlar ve Araştırma Geliştirme Faaliyetlerindeki Değişime İlişkin Analizler	>90	96.Pazarlama ve Satış Giderlerindeki Değişmelere İlişkin Analizler	<20
			100.Alacaklar Hesabındaki Değişmelere ilişkin analizler	
F.GELECEĞE YÖNELİK TAHMİN VE ÖNERİLER	103.Şu anki Ticaret Hacmi ve Değerlendirmeleri (Sayısal)	>70	104.Pazar Payına ilişkin Tahminler	<20
			107. Geleceğe Yönelik Kar Tahminleri	
			108.Nakit Akışına İlişkin Tahminler	

TABLO 12: Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi

	APUAN	TBQD	FKD	PDDD	PD	HAPD	KRM	ORT	YBC	ISLM	ROA	ROE	YKTA	GTR	NKARD	TA	SEKT		
APUAN	1.000																		
TBQD	-0.059	1.000																	
FKD	0.097	0.254	1.000																
PDDD	-0.110	0.042	0.070	1.000															
PD	0.334	-0.026	0.065	0.016	1.000														
HAPD	0.425	-0.014	0.030	0.026	0.860	1.000													
KRM	0.484	-0.114	-0.045	0.020	0.716	0.815	1.000												
ORT	-0.211	0.024	-0.046	0.051	-0.146	0.066	-0.040	1.000											
YBC	0.430	-0.075	0.003	0.008	0.713	0.848	0.871	-0.018	1.000										
ISLM	0.314	-0.005	0.124	0.036	0.661	0.692	0.627	-0.029	0.637	1.000									
ROA	-0.017	0.151	0.083	-0.020	0.069	0.103	0.036	0.095	0.049	0.023	1.000								
ROE	-0.141	-0.016	0.024	0.938	0.004	0.007	0.014	0.045	0.003	0.009	0.034	1.000							
YKTA	-0.069	0.065	0.017	-0.047	-0.014	-0.044	-0.046	0.067	-0.028	0.005	0.135	-	0.001	1.000					
GTR	-0.104	0.196	0.139	-0.039	-0.051	-0.110	-0.114	-0.200	-0.091	0.024	0.197	0.065	0.035	1.000					
NKARD	-0.040	-0.016	0.405	0.004	0.017	0.013	-0.014	0.090	0.028	0.022	0.007	0.005	-0.090	-	0.054	1.000			
TA	0.442	-0.076	0.004	0.006	0.835	0.873	0.818	-0.118	0.805	0.650	0.054	0.002	-0.009	-	0.089	-0.002	1.000		
SEKT	-0.043	0.054	-0.096	-0.029	-0.227	-0.142	-0.072	0.098	-0.119	-	0.243	0.035	0.002	-0.019	-	0.047	0.010	-	1.000

TABLO 13 : Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	APUAN	TBQD	FKD	PDDD	PD	HAPD	KRM	ORT
Mean	0.408	0.744	0.585	-0.033	487000000	113000000	0.388	0.318
Median	0.409	0.070	0.000	0.070	100000000	25550064	0.275	0.275
Maximum	0.653	28.750	21.330	49.920	13700000000	1920000000	2.290	0.990
Minimum	0.099	-1.010	-9.210	-105.480	2593859	2789186	0.020	0.020
Std. Dev.	0.105	3.167	3.479	10.133	1440000000	267000000	0.390	0.198
Skewness	-0.015	6.685	2.054	-7.474	7	4	2.179	1.350
Kurtosis	3.010	52.665	13.606	91.911	57	24	8.425	4.940
Probability	0.9972	0	0	0	0	0	0	0
Observations	136	136	136	136	136	136	136	136

	YBC	ISLM	ROA	ROE	YKTA	GTR	NKARD	TA	SEKT
Mean	0.294	45509032	5.221	2.402	0.458	0.052	14.369	600000000	0.816
Median	0.105	13284130	4.490	7.985	0.390	0.010	8.600	175000000	1.000
Maximum	4.700	658000000	57.580	6916.870	3.780	1.701	765.030	7230000000	1.000
Minimum	0.010	486353	-27.910	-7138.200	0.010	-0.881	-205.150	8341000	0.000
Std. Dev.	0.591	95084288	11.338	855.992	0.386	0.518	73.676	1280000000	0.389
Skewness	4.640	4	1.467	-0.397	5.062	0.709	7.675	4	-1.633
Kurtosis	29.727	21	8.958	67.906	42.229	3.504	81.322	16	3.665
Probability	0	0	0	0	0	0.001623	0	0	0
Observations	136	136	136	136	136	136	136	136	136