



benzorsor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME

38 Konuluk Ders Notları

SPL Kurumsal Yönetim Derecelendirme konularının tamamı için benzersor'un hazırladığı özgün konu anlatımı notları.

KİTAPÇIK

Ders / bölüm	5
Konu anlatımı	38
Kelime	33.971

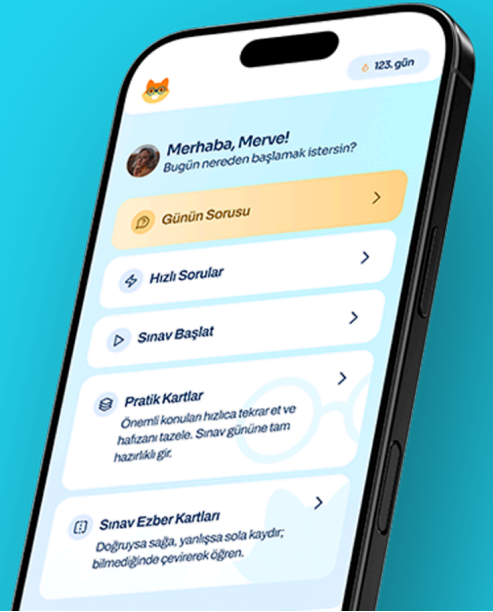
KAPSAM

Sınav konu listesinin tamamı
Özgün benzersor anlatımı
Resmî kurum yayını değildir

Konu Anlatımı ve Soru

Cebinde!

benzersor uygulamasında bu konuların anlatımını dinleyebilir, her konudan soru çözebilir ve gerçek sınav simülasyonuna girebilirsin.



Bu kitapçık hakkında

SPL Kurumsal Yönetim Derecelendirme ders notları · 2026 baskısı · 38 konu

Bu kitapçık nedir?

Bu kitapçık benzensor'un hazırladığı **özgün çalışma notudur**. Konu anlatımlarının tamamı benzensor tarafından yazılmıştır; hiçbir kaynaktan olduğu gibi alınmamıştır. Amacı sınava hazırlanan adaya konuyu bütünlüklü bir anlatımla aktarmaktır.

Resmî bir yayın değildir

Bu belge ÖSYM, SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu), Diyanet İşleri Başkanlığı, TÜRMOB/TESMER veya sınavı düzenleyen başka bir kurumun yayını değildir; hiçbir resmî geçerliliği yoktur. Kitapçıkta yer alan hiçbir ifade, ilgili kurumların resmî görüşü olarak okunamaz.

Hangi kaynaklara dayanılarak yazıldı?

Anlatımlar aşağıdaki kaynaklara dayanılarak, özgün metin olarak yazılmıştır. Bir çelişki durumunda bağlayıcı olan bu kitapçık değil, aşağıdaki resmî kaynakların güncel metinleridir:

- SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.) lisanslama sınavı çalışma notları

Kapsam ve mevzuat değişikir

Bu baskı **29 Temmuz 2026** tarihinde üretilmiştir ve içeriği o tarihteki sınav konu listesine ve mevzuata dayanır. Sınav kapsamı, konu ağırlıkları ve mevzuat değişebilir; çalışmadan önce sınavı düzenleyen kurumun yürürlükteki kılavuzunu ve ilgili mevzuatın güncel metnini mutlaka kontrol et.

Hata bildirimi

Kitapçıkta bir hata gördüysen **destek@benzensor.com** adresine yazarak bildirebilirsin; düzeltilen içerik bir sonraki baskıya işlenir.

Kapsam

#	DERS / BÖLÜM	YAZILAN / TOPLAM KONU
1	Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları	13/13
2	Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri	10/10
3	Ticaret Hukuku	2/2
4	Muhasebe ve Finansal Raporlama	6/6
5	Kurumsal Yönetim	7/7

Bu kitapçık, sınav konu listesindeki tüm başlıkları kapsar.

İçindekiler

1. Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları

- 1.1 Sermaye Piyasası Kanunu
- 1.2.1 Özel Durumlar Tebliği II-15.1
- 1.3.1 Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1
- 1.4.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.1
- 1.4.2 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.5
- 1.4.3 Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği III-55.1
- 1.4.4 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1
- 1.4.5 Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.2
- 1.4.6 Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.3
- 1.4.7 Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.4
- 1.4.8 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.3
- 1.5.1 TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları
- 1.5.2 Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları

2. Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri

- 2.1 Paranın Zaman Değeri ve Faiz Hesaplamaları
- 2.2 Getiri ve Risk
- 2.3 Portföy Teorisi
- 2.4.1 Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
- 2.4.2 Arbitraj Fiyatlama Modeli
- 2.4.3 Diğer Modeller
- 2.5 Temel Analiz
- 2.6 Teknik Analiz
- 2.7 Sermaye Piyasası Araçlarının Değerlemesi
- 2.8 Portföy Performans Ölçüm Teknikleri

3. Ticaret Hukuku

- 3.1 Türk Ticaret Kanununun Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümleri (Madde 124–210)
- 3.2 Türk Ticaret Kanununun Anonim Şirketlere İlişkin Hükümleri (Madde 329–562)

4. Muhasebe ve Finansal Raporlama

- 4.1 Muhasebenin Temel Kavramları, İlkeleri ve Genel Muhasebe
- 4.2.1 Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve
- 4.2.2 TMS/IFRS
- 4.2.3 Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14.1
- 4.3.1 Temel Kavramlar

4.3.2 Bağımsız Denetime İlişkin Düzenlemeler

5. Kurumsal Yönetim

- 5.1 İşletme Yönetimi
- 5.2 Kurumsal Yönetim ile İlgili Temel Kavramlar ve Yaklaşımlar
- 5.3 Kurumsal Yönetime İlişkin Dünyadaki Gelişmeler ve Uygulamalar
- 5.4 Türk Ticaret Kanununun Kurumsal Yönetime İlişkin Hükümleri
- 5.5 Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1
- 5.6 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VIII, No: 51
- 5.7 Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.1 - Sermaye Piyasası Kanunu

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu: Piyasanın Yasal İskeleti

KISACA

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonların sermaye piyasası araçlarının alım satımı yoluyla tasarruf sahiplerinden fon talep edenlere aktarıldığı ve böylece bu iki kesim arasında doğrudan bir finansman köprüsünün kurulduğu piyasadır. Bu piyasa kendi içinde ikiye ayrılır: araçların ihraççı tarafından ilk kez satıldığı birincil piyasa ile daha önce ihraç edilmiş araçların yatırımcılar arasında el değiştirdiği ikincil piyasa. İkincil piyasa ihraççıya yeni fon getirmese de likidite sağlayarak ve fiyat ile vadeye referans oluşturarak birincil piyasayı ayakta tutar.

Bu piyasanın kurallarını koyan temel metin 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'dur. Kanun, 1981'den beri yürürlükte olan 2499 sayılı eski Kanun'un yerini almış; bir çerçeve kanun olarak ana esasları belirledikten sonra ayrıntıyı düzenleme yetkisini uzman kamu otoritesi olan Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakmıştır. Kurul bu yetkiyle yönetmelik, tebliğ ve ilke kararları çıkarır, gelen başvuruları sonuçlandırır ve düzeni bozan fiillere karşı tedbir alıp idari para cezası keser ya da savcılığa başvurur. Kanun; araçları ve ihracı tanımlar, yatırımcıyı kamuyu aydınlatmayla korur, kurumları ve borsaları düzenler.

Sermaye piyasası mevzuatını kavramanın yolu, önce piyasanın kendisini anlamaktan geçer. Bir ekonomide biriktirdiği tasarrufu değerlendirmek isteyen kesim ile bu kaynağa ihtiyaç duyan kesim vardır; sermaye piyasası, orta ve uzun vadeli fonların sermaye piyasası araçları aracılığıyla birinci kesimden ikinciye aktarılmasını sağlar. Buradaki belirleyici sözcük doğrudandır: taraflar bir aracının bilançosu üzerinden değil, aracın alınıp satılmasıyla karşı karşıya gelir. Piyasanın iki katmanı vardır. Araçların ihraççı tarafından ilk kez satıldığı yere birincil piyasa, önceden ihraç edilmiş araçların tasarruf sahipleri arasında el değiştirdiği yere ikincil piyasa denir. İkincil piyasa ihraççıya kaynak getirmez ama üç işlevi görür: yatırımcıya nakde dönme imkânı veren likidite, birincil piyasadaki fiyatlamaya esas oluşturan fiyat belirleme ve borçlanma araçlarının vadelerine yön veren vade belirleme.

Bu piyasayı düzenleyen temel metin 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'dur ve 1981'den beri yürürlükte olan 2499 sayılı mülga Kanun'un yerini almıştır. Değişimi tetikleyen üç etkenden söz edilir: 1 Temmuz 2012'de yürürlüğe giren 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu'nun ortaklıklar hukukunda getirdiği yenilikler, Avrupa Birliği müktesebatına uyum süreci ve giderek karmaşılaşan piyasanın kendi ihtiyaçları. Kanun'un en belirgin özelliği çerçeve kanun olmasıdır. Çerçeve kanun, emredici ana esasları ve hareket sınırlarını çizdikten sonra ayrıntıyı düzenleme görevini bu alanda uzmanlaşmış kamu otoritesine, yani Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakır. Kurul bu yetkiyle yönetmelik, tebliğ ve ilke kararları çıkarır; iki temel işlevi vardır: bir yandan ikincil düzenleme yapıp başvuruları sonuçlandırmak, diğer yandan düzeni bozan fiillere karşı tedbir uygulamak, idari para cezası kesmek ve gerektiğinde Cumhuriyet Başsavcılıklarına başvurmaktır.

Düzenlemelerin hangi sırayla uygulanacağı da bellidir. En üstte 6362 sayılı Kanun ve Kurul düzenlemeleri; ardından borsa mevzuatı ile Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar gibi piyasayı ilgilendiren diğer metinler; en altta Türk Medeni Kanunu, Borçlar Kanunu, Türk Ticaret Kanunu gibi genel hükümler yer alır. Genel hükümlerin devreye girmesi kendiliğinden olmaz; bir konuya uygulanabilmeleri için hem sermaye piyasası mevzuatında o konuda hüküm bulunmaması hem de ilgili özel kanunda bu Kanun'un uygulanmayacağına belirtilmiş olması gerekir. Bu koşullu yapı sayesinde 6362 sayılı Kanun, kendi alanında birincil mevzuat konumunu elinde tutar.

Kanun'un düzenlediği piyasa beş unsur üzerinden okunabilir. Fon talep edenler, araç ihraç ederek kaynak toplayan ihraççılardır; Kanun ihraççıyı, kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç için Kurul'a başvuran ya da araçları halka arz edilen tüzel kişiler ve yatırım fonları olarak tanımlar. Buradan çıkan önemli sonuç şudur: yatırım fonları dışında, tüzel kişiliği olmayan yapılar ve gerçek kişiler sermaye piyasası aracı ihraç edemez. Fon arz edenler ise tasarruflarını getiri beklentisiyle bu araçlara yatıran yatırımcılardır; Kanun onlara sağlanacak korumayı farklılaştırabilmek için yatırımcıların sınıflandırılmasına, bireysel, kurumsal ve nitelikli ayrımlarına izin verir. Geriye üç unsur kalır: alışverişin konusu olan sermaye piyasası araçları, aracılık eden yardımcı kuruluşlar ve işlemlerin düzen içinde yapıldığı borsalar.

Sermaye piyasası araçları bir üst kavramdır; altında menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer sermaye piyasası araçları bulunur. Kanun, menkul kıymeti unsurlarını sıralayarak değil, taşıdığı hakkın türüne bakarak belirler; bir araç sahibine ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlıyorsa menkul kıymet sayılır. Kavramların iç içe geçtiğini görmek gerekir; finansal araç en geniş kümedir, sermaye piyasası aracı onun bir alt kümesi, menkul kıymet ise sermaye piyasası aracının bir alt türüdür. Örneğin bir dayanağı satın alma hakkı veren varant, ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlamadığından menkul kıymet değil türev araç sayılır.

Bu araçlar hukuk dünyasına ihraçla çıkar. Kanun ihracı, araçların halka arz edilerek ya da halka arz edilmeksizin satışı olarak tanımlar; ihraç üst kavram, halka arz ise onun bir türüdür. İkisini ayıran ölçüt muhatap kitlenin belirli mi belirsiz mi olduğudur. Halka arzda her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve ardından gelen satış vardır, yani belirsiz bir kitleye seslenilir. Bu ayrım kamuyu aydınlatmanın kapsamını da belirler: yatırımcı esasen tam, zamanında ve doğru bilgilendirilerek korunur ve halka arzda en geniş kapsamlı belge olan izahname hazırlanıp Kurulca onaylanır; halka arz edilmeksizin ihraçta ise daha dar kapsamlı ihraç belgesi düzenlenir. Bu tablonun dışında kalan tek durum kitle fonlamasıdır; bir kitle fonlama platformu üzerinden kaynak toplayanlar için ne izahname ne de ihraç belgesi düzenleme zorunluluğu doğar. Araçlar ayrıca senede bağlanmadan Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde elektronik ortamda izlenir; benimsenen açıklayıcı kayıt sisteminde kayıt tek başına bir hak doğurmaz ya da sona erdirmez, tek istisna hakların üçüncü kişilere ileri sürülmesinde Merkezi Kayıt Kuruluşu'na bildirim tarihinin esas alınmasıdır.

Kanun her kurum ve işleme aynı ölçüde uygulanmaz; 136'ncı madde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, bankalar ve sigorta şirketleri gibi bazı kuruluşları tümüyle kapsam dışında bırakır veya sınırlı olarak tabi kılar. Yatırımcının güvencesi için kurulan Yatırımcı Tazmin Merkezi de Kanun kapsamındadır;

Merkez, yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası faaliyetinden doğan nakit ödeme ya da araç teslim yükümlülüklerini yerine getirememesi hâlinde devreye girer ve hak sahibi her bir yatırımcıya ödeyeceği azami tutar yüz bin Türk Lirası olup her yıl yeniden değerlendirme oranında artırılır. Son olarak Kanun, düzeni korumak için Kurul'a güçlü araçlar verir; yaptırımlar bir yandan tedbir ve idari para cezası, diğer yandan suç oluşturan fiillerde savcılığa başvuru biçiminde işler. Söz konusu yazılı başvuru bir muhakeme şartı niteliğindedir; Kurul bu başvuruyu yapmadıkça ilgili suçlar bakımından soruşturma ve kovuşturma yürütülemez. Bu suçların en bilinenleri, içeriden öğrenenlerin ticareti diye anılan bilgi suistimali ile halk arasında manipülasyon olarak bilinen piyasa dolandırıcılığıdır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.2.1 - Özel Durumlar Tebliği II-15.1

Özel Durumlar Tebliği: İçsel Bilgi, Sürekli Bilgi ve Kamuya Açıklama Yükümlülüğü

KISACA

Özel Durumlar Tebliği'nin amacı, yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işlemesini sağlamaktır. Tebliğ, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını ya da yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenler. Bu bilgiler ikiye ayrılır: henüz kamuya açıklanmamış ve fiyatı etkileyebilecek nitelikteki içsel bilgiler ile bunun dışında kalan sürekli bilgiler.

Açıklamalar, bilgiye hızlı erişimi sağlayacak ve yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmeyecek biçimde yapılır; yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olamaz. İhraççı, meşru çıkarlarının zarar görmemesi için, yatırımcıların yanıltılmaması ve gizliliğin sağlanması kaydıyla içsel bilginin açıklanmasını erteleyebilir. Ayrıca sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin belirli pay ve oy hakkı eşiklerine ulaşılması ya da bu eşiklerin altına inilmesi, idari sorumluluğu bulunan kişilerin işlemleri ve haber ile söylentilerin doğrulanması da açıklama yükümlülüğü doğuran başlıca özel durumlardır.

Sermaye piyasasında yatırımcı esas olarak bilgilendirilerek korunur; bu yüzden fiyatı etkileyebilecek gelişmelerin herkese aynı anda ulaşması piyasanın güvenilirliğinin temelidir. Özel Durumlar Tebliği tam da bunu sağlamak için, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek bilgi, olay ve gelişmelerin nasıl kamuya açıklanacağını düzenler. Tebliğ bu bilgileri iki başlıkta toplar. İçsel bilgi, araçların değerini, fiyatını ya da yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmelerdir. Sürekli bilgi ise içsel bilgi tanımının dışında kalan tüm bilgi, olay ve gelişmeleri kapsar. İki kategorinin ortak paydası, açıklamanın bilgiye hızlı erişimi sağlayacak ve yatırımcılar arasında eşit işlem ilkesini bozmayacak biçimde yapılması; ayrıca yanlış, yanıltıcı, temelsiz, abartılı veya eksik olmaması ve ihraççının mevcut durumu hakkında yatırımcıda yanlış kanı uyandırmamasıdır. Bu özel durumları öğrenen kişiler, bilgi kamuya duyuruluncaya kadar gizliliği korumakla yükümlüdür.

İçsel bilgi ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde kural olarak ihraççı açıklama yapar. Ancak Tebliğ, ihraççının bilgisi dışında bu bilgiye ulaşabilecek bazı kişilere de doğrudan yükümlülük getirmiştir: ihraççının toplam oy haklarında veya sermayesinde doğrudan ya da dolaylı olarak yüzde on veya daha fazla paya sahip olanlar ya da bu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üyesi seçme veya aday gösterme imtiyazı veren payların yüzde onuna sahip kişiler, öğrendikleri içsel bilgiyi açıklamak durumundadır. İçsel bilgiler bir ihraççı veya onun adına hareket eden kişi tarafından görevin olağan ifası sırasında üçüncü kişilere açıklanırsa, aynı bilgi ihraççı tarafından kamuya duyurulur.

Her içsel bilginin derhâl açıklanması her zaman ihraççının yararına olmayabilir; bu nedenle Tebliğ erteleme imkânı tanır. İhraççı, sorumluluğu kendisine ait olmak üzere, meşru çıkarlarının zarar

görmemesi için içsel bilginin açıklanmasını, yatırımcıların yanıltılmaması ve bilginin gizli tutulabilmesi kaydıyla erteleyebilir. Erteleme sebepleri ortadan kalkar kalkmaz bilgi açıklanır ve açıklamada erteleme kararı ile dayanağı belirtilir; Kurul, gerekli görürse erteleme sebeplerinin yerinde olup olmadığını inceleyebilir. Eski düzenlemede yalnızca ihraççıya tanınan bu erteleme hakkı, açıklama yükümlülüğü bulunan yüzde on eşliğindeki kişilere de tanınmıştır. İhraççılar, açıklanması ertelenen bilginin gizliliğini sağlamak ve bu bilgiye erişimi kontrol etmekle yükümlüdür; içsel bilgilere düzenli erişimi olan kişiler Merkezi Kayıt Kuruluşu'na bildirilir ve bu bilgide değişiklik olduğunda en geç iki iş günü içinde güncelleme yapılır.

Sürekli bilgiler kapsamında en çok sınıranan konu, sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin değişikliklerdir. Bir gerçek veya tüzel kişinin ya da birlikte hareket ettiği kişilerin, payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının yüzde beş, yüzde on, yüzde on beş, yüzde yirmi, yüzde yirmi beş, yüzde otuz üç, yüzde elli, yüzde altmış yedi veya yüzde doksan beşine ulaşması ya da bu oranların altına düşmesi hâlinde açıklama yapılır. Payları borsada işlem gören halka açık olmayan ortaklıklarda ise bu eşiklerden yalnızca yüzde yirmi beş, yüzde elli ve yüzde altmış yedi esas alınır. Doğrudan yapılan yüzde beşlik eşik açıklamaları Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından yapılırken, birlikte hareket ya da dolaylı iktisap yoluyla eşığe ulaşılmasında yükümlülük ilgili kişiye aittir.

Açıklama yükümlülüğü doğuran diğer başlıca durumlar da vardır. İdari sorumluluğu bulunan kişiler ile bunlarla yakından ilişkili kişilerin ve ihraççının ana ortağının, sermayeyi temsil eden paylar ve bunlara dayalı araçlarda gerçekleştirdiği işlemler, Kurulca her yıl belirlenen bir eşığı bir takvim yılı içinde aştığında açıklanır. İhraççılar ayrıca, araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki, basın-yayın organlarında ilk kez duyurulan veya önceki açıklamalardan farklı içerikteki haber veya söylentilerin, şirket kaynaklı olup olmadığına bakılmaksızın, doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda açıklama yapmakla yükümlüdür; kamuya açıklanmış bilgilere dayanan yorum, analiz ve geleceğe yönelik değerlendirmeler bu yükümlülüğün dışındadır. Payların fiyatlarında veya işlem hacimlerinde olağan piyasa koşullarıyla açıklanamayan hareketler olduğunda da ilgili borsanın talebi üzerine açıklama yapılır.

Açıklamaların yapılış biçimi de belirlenmiştir. Açıklamaların dili Türkçedir ve payları borsada işlem gören ihraççılar bakımından bildirimler Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden yapılır. Tebliğde aksi belirtilmedikçe açıklamaların derhâl yapılması esastır; sermaye yapısı ve yönetim kontrolüne ilişkin bildirimler ise en geç işlemi izleyen üçüncü iş günü saat dokuza kadar yapılır. Payları borsada işlem gören ihraççılar, kamunun aydınlatılmasına yönelik bir bilgilendirme politikası oluşturur ve özel durum açıklamalarını beş yıl süreyle internet sitelerinde bulundurur. Bütün bu düzenlemelerin ortak amacı, yatırımcının kararını etkileyebilecek her bilginin zamanında, doğru ve eşit biçimde piyasaya ulaşmasını güvence altına almaktır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.3.1 - Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1

Kurumsal Yönetim Tebliği: Dört İlke, Gruplandırma, Uygula-Açıkla ve İlişkili Taraf İşlemleri

KISACA

Kurumsal yönetim, en yalın tanımıyla yöneticiler ile pay sahipleri ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişki ağını kurala bağlayan bir çerçevedir ve dört evrensel ilke üzerine oturur: adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk. Bu alanın sermaye piyasasındaki temel düzenlemesi II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'dir. Tebliğ, dayanağını Sermaye Piyasası Kanunu ile 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ilgili maddelerinden alır ve hükümlerini üç başlıkta toplar: kurumsal yönetim ilkeleri, ilişkili taraf işlemleri ve diğer hükümler.

İlkelerin uygulanmasında, payları Borsa İstanbul pazarlarında işlem gören ortaklıklar piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki paylarının değeri esas alınarak üç gruba ayrılır ve gruba göre farklı zorunlu ilkelere tabi tutulur. Bir kısım ilke tüm gruplar için zorunludur; kalan ilkeler ise uygula, uygulamıyorsa açıkla yaklaşımıyla ele alınır ve şirketler durumlarını uyum raporu ile bilgi formu şablonları üzerinden kamuya duyurur. Tebliğ ayrıca ilişkili taraf işlemlerinde değerlendirme ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin onayına dayanan bir koruma mekanizması ile bağımsız üyeler ve komitelere ilişkin esasları getirir.

Kurumsal yönetim tartışmasının kökeninde, şirketlerde mülkiyet ile kontrol fonksiyonlarının aynı elde bulunmamasının doğurduğu sorun yatar. Sermayenin çok sayıda küçük hissedara dağıldığı, yönetimin ise profesyonellerin elinde olduğu yapılarda hissedarların yöneticileri yeterince denetleyememesi riski ortaya çıkar; kurumsal yönetim, işte bu denetim araçlarının işlerliği konusundaki sıkıntılar nedeniyle gündeme gelmiştir. Dar anlamıyla bu kavram, bir şirketin karar mekanizması ile pay sahipleri ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri kurala bağlayan bir çerçeveyi anlatır. Menfaat sahipleri, şirketin iyi yönetiminden fayda sağlayacak, kötü yönetiminden zarar görecektir tüm kişi ve gruplardır; pay sahipleri, çalışanlar, müşteriler, alacaklılar, tedarikçiler, toplum ve devlet bu kavrama dâhildir. Bu anlayış dünya genelinde kabul gören dört ilke üzerine oturur: adillik, yani yönetimin azınlık ve yabancı ortaklar dâhil bütün hak sahiplerine eşit davranması; hesap verebilirlik, yani yönetim kurulunun tüzel kişiliğe ve pay sahiplerine karşı hesap verme zorunluluğu; şeffaflık, yani ticari sır ve henüz açıklanmamış bilgiler dışındaki finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru ve erişilebilir biçimde kamuya duyurulması; ve sorumluluk, yani yönetimin faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve toplumsal değerlere uygunluğu.

Bu ilkeler soyut kalmamış, mevzuata girmiştir. Türk Ticaret Kanunu kurumsal yönetimin dört taşıyıcı kolonuna açıkça yer verir ve halka açık anonim şirketlerde kurumsal yönetim ilkeleri, açıklamanın esasları ile derecelendirme kural ve sonuçlarının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirleneceğini hükme bağlar. Sermaye Piyasası Kanunu da halka açık ortaklıklarda ilkelerin, uyum raporlarının, bağımsız yönetim kurulu üyeliklerinin ve ilişkili taraf işlemlerinin usul ve esaslarını Kurul'a bırakır. Bu yetkiye dayanılarak hazırlanan II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği, hükümlerini üç temel başlıkta toplar: kurumsal yönetim ilkeleri, ilişkili taraf işlemleri ve diğer hükümler.

İlkelerin uygulanmasında ölçek gözetilir. Payları Borsa İstanbul'un ilgili pazarlarında işlem gören ortaklıklar, sistemik önemlerine göre piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri dikkate alınarak üç gruba ayrılır. Birinci grupta piyasa değeri ortalaması üç milyar Türk Lirasının ve fiili dolaşımdaki payların değeri yedi yüz elli milyon Türk Lirasının üzerinde olan ortaklıklar; ikinci grupta bu eşiklerin altında ancak bir milyar ve iki yüz elli milyon Türk Lirasının üzerinde kalan ortaklıklar; üçüncü grupta ise diğerleri yer alır. Hesaplama her yıl Ocak ayında Kurulca yapılır ve gruplar yeniden belirlenir. Amaç, daha büyük ve sistemik önemi yüksek şirketlere daha kapsamlı yükümlülükler getirmektir; nitekim birinci grup, diğer gruplara ek bazı ilkelere de uymakla yükümlüdür.

İlkelerin bir kısmı bütün gruplar için zorunludur; kalanlar ise uygula, uygulamıyorsan açıkla yaklaşımına tabidir. Bu yaklaşımda şirket, zorunlu olmayan bir ilkeyi uygulamıyorsa bunu gerekçesiyle açıklamak, ortaya çıkan çıkar çatışmalarını ve ileride uyum sağlama planı olup olmadığını belirtmek zorundadır. Raporlama, Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden iki şablonla yürür: gönüllü ilkelere uyum durumunu gösteren Kurumsal Yönetim Uyum Raporu ile mevcut uygulamaları veriye dayalı biçimde sunan Kurumsal Yönetim Bilgi Formu. Uyum raporunda şirketler her ilke için evet, kısmen, hayır, ilgisiz ve muaf yanıtlarından birini kullanır; kısmen veya hayır yanıtı verdiklerinde tavsiye edilen uygulamadan ne şekilde ayrıldıklarını açıklamak zorundadır. Şablonların yıllık olarak, finansal raporların bildirim süresi içinde ve her hâlükârda genel kurul tarihinden en az üç hafta önce doldurulması gerekir.

Tebliğin ikinci temel başlığı ilişkili taraf işlemleridir ve buradaki mantık, şirket kaynaklarının ilişkili taraflar lehine erimesini önlemektir. Ortaklıklar ve bağlı ortaklıkları, ilişkili tarafları ile gerçekleştirecekleri işlemlere başlamadan önce işlemin esaslarını belirleyen bir yönetim kurulu kararı almak zorundadır. İşlem tutarının belirli bir eşiği aşması durumunda Kurulca belirlenen bir kuruluşa değerlendirme yaptırılır; daha yüksek bir eşiğin aşılmasının öngörülmesi hâlinde ise değerlemeye ek olarak yönetim kurulu kararında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranır. Bağımsız üyeler işlemi onaylamazsa durum yeterli bilgiyi içerecek şekilde kamuya açıklanır ve işlem genel kurul onayına sunulur; bu genel kurulda işlemin tarafları ve bunlarla ilişkili kişiler oy kullanamaz. Böylece azınlık pay sahipleri, kontrol sahibi ortakların lehine kurgulanabilecek işlemlere karşı korunmuş olur.

Üçüncü başlık altında ise şirketin kurumsal yönetim altyapısını kuran diğer hükümler yer alır. Bunların başında, ortaklıklar ile yatırımcılar arasındaki iletişimi sağlayan yatırımcı ilişkileri bölümünün oluşturulması gelir; bu bölümün yöneticisinin, ilgili istisnalar saklı kalmak üzere, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansına sahip olması ve kurumsal yönetim komitesi üyesi olarak görevlendirilmesi beklenir. Tebliğ ayrıca bağımsız yönetim kurulu üyelerine, denetim ile diğer komitelere ve teminat, rehin, ipotek ve kefaletlere ilişkin sınırlamalara yer verir. Bütün bu düzenlemelerin ortak hedefi, şeffaflık ve hesap verebilirliği kurumsallaştırarak yatırımcı güvenini güçlendirmektir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.1 - Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.1

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: İki Yapı, Kuruluş Şartları ve Portföy Sınırlamaları

KISACA

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, gayrimenkulleri, gayrimenkule dayalı hakları, gayrimenkul projelerini, altyapı yatırım ve hizmetlerini, sermaye piyasası araçlarını ve Tebliğ'de izin verilen diğer varlıkları içeren bir portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan sermaye piyasası kurumudur. Tebliğ iki yapı tanımlar: gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı haklara ve projelere yatırım yapan genel gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten ortaklıklar.

Bu ortaklıklar kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulur, ticaret unvanında Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ibaresini taşır ve başlangıç sermayesi için Tebliğ'de belirlenen asgari tutarları karşılar. Kuruluşun yanında, mevcut anonim ortaklıkların esas sözleşmelerini değiştirerek dönüşmesi de mümkündür. Ortaklıkların yatırım faaliyetleri belirli sınırlamalara tabidir; örneğin hiçbir şirkette sermaye veya oy haklarının yüzde beşinden fazlasına sahip olamaz, tek bir ihraççıya yatırımlarını aktif toplamının belirli bir oranıyla sınırlar ve borçlanmalarını öz sermayelerinin belirli bir katıyla sınırlandırır. Portföye alınan gayrimenkullerin ve hakların değeri, Kurulca listeye alınmış bağımsız gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarına tespit ettirilir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkulün büyük ve bölünmesi güç bir yatırım olması sorununu çözmek üzere tasarlanmış bir kolektif yatırım aracıdır. III-48.1 sayılı Tebliğ bu ortaklığı, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, para piyasası ve ters repo işlemleri, mevduat ve katılma hesapları ile iştirakler ve Kurulca belirlenecek diğer varlıklardan oluşan bir portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan sermaye piyasası kurumu olarak tanımlar. Tebliğ iki farklı yapı öngörür. Birincisi, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine yatırım yapan genel gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır. İkincisi, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten ortaklıklardır; bunların yalnızca bu faaliyette bulunmak üzere kurulması veya dönüşmesi zorunludur ve esas sözleşmelerinde bu husus açıkça yer alır. Belirli bir projeye, gayrimenkule veya alana yönelmiş ortaklıklarda aktif toplamının en az yüzde yetmiş beşi bu faaliyet kapsamındaki yatırımlardan oluşur ve unvana ilgili ifade yansıtılır.

Kuruluş ve dönüşüm belirli şartlara bağlanmıştır. Ortaklık kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulur veya kayıtlı sermaye sistemine geçmek için başvurur, ticaret unvanında Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ibaresini taşır ve esas sözleşmesini Kanun ile Tebliğ hükümlerine uygun hâle getirir. Başlangıç sermayesi, genel gayrimenkul yatırım ortaklıkları için bir milyar Türk Lirasından, münhasıran altyapı portföyü işletecek ortaklıklar için bir buçuk milyar Türk Lirasından az olamaz. Sermayenin belirli bir kısmının nakit karşılığı çıkarılmış ve ödenmiş olması, kurucu ve ortakların Tebliğ'de öngörülen dürüstlük, itibar ve mali güç şartlarını taşıması, genel müdür ile yönetim kurulu üyelerinin gerekli nitelikleri

karşılması ve portföyün Tebliğ'deki niteliklere uygun olması gerekir. Ayrıca kurucular, sermayenin en az yüzde yirmi beşini temsil eden payları Tebliğ'de belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz edeceklerini Kurul'a taahhüt eder. Mevcut anonim ortaklıklar da esas sözleşmelerini değiştirerek gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilir; dönüşümde portföyün Tebliğ sınırlamalarına uygun hâle getirilmesi için tanınan süre içinde uyum sağlayamayan ortaklıkların bu statüde faaliyette bulunma hakkı ortadan kalkar.

Ortaklığın yatırım faaliyetleri geniş ancak sınırlıdır. Alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla her türlü gayrimenkulü alıp satabilir, kiralayabilir ve kiraya verebilir; kendi arsaları ile hasılat paylaşımı veya kat karşılığı sözleşme akdettiği arsalar üzerinde proje geliştirebilir; mülkiyetini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkullere ve yabancı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilir. Buna karşılık önemli sınırlamalara tabidir. Hiçbir şirkette sermaye veya oy haklarının yüzde beşinden fazlasına sahip olamaz; tek bir ihraççıya ait para ve sermaye piyasası araçları yatırımlarının toplamı aktif toplamının yüzde onunu aşamaz. Sermaye piyasası araçlarını açığa satamaz, kredili işlem yapamaz ve ödünç alamaz; portföyündeki araçların piyasa değerinin en fazla yüzde ellisi tutarında ve belirli teminat şartlarıyla ödünç verebilir. Altın, kıymetli maden ve emtialara ve bunlara dayalı vadeli işlemlere yatırım yapamaz, türev araçları korunma amacını aşacak şekilde kullanamaz. Ayrıca Bankacılık Kanunu anlamında mevduat veya katılım fonu toplayamaz, gayrimenkullerin inşaat işlerini kendisi üstlenemez, ticari işletme işletemez ve kredi veremez.

Ortaklığın kaldıraç kullanımı da kurala bağlanmıştır. Fon ihtiyaçlarını veya portföyle ilgili maliyetleri karşılamak amacıyla, kamuya açıkladıkları finansal tablolarında yer alan öz sermayelerinin beş katı kadar kredi kullanabilirler; bu üst sınırın hesabında finansal kiralamadan doğan borçlar ve gayri nakdi krediler de dikkate alınır. Sermaye piyasası mevzuatındaki sınırlar dahilinde borçlanma aracı ihraç edebilir, portföydeki gayrimenkullerin satışından veya kira gelirlerinden kaynaklanan alacakları teminat göstererek varlık teminatlı menkul kıymet çıkarabilirler.

Değerleme, gayrimenkul yatırım ortaklığı düzenlemesinin belkemiğidir; çünkü portföyün gerçek değeri yatırımcının koruması için hayati önemdedir. Ortaklıklar; gayrimenkullerin, hakların ve projelerin portföye alınması veya çıkarılması, kiraya verme ve kiralama, kira sözleşmelerinin yenilenmesi, ipotek kabulü, aynı sermaye konulması ve yıl sonu değerlemesi gibi işlemlerde varlıkların rayiç değerlerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmek zorundadır. Bu tespit, Kurulca listeye alınmış ve ilgili taraflardan bağımsız olan gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarına yaptırılır. Böylece gerek kuruluştaki gerek faaliyet süresince, portföyün değeri tarafsız bir dış incelemeyle güvence altına alınmış olur; bu da gayrimenkul yatırım ortaklığını şeffaflığı ve yatırımcı korumasını merkeze alan bir kolektif yatırım yapısı hâline getirir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.2 • Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.5

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları: Sabit ve Değişken Sermayeli Yapılar ve Portföy Sınırlamaları

KISACA

Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, iki farklı ortaklık yapısını ayrı ayrı düzenler: sabit sermayeli ve değişken sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları. Sabit sermayeli ortaklık, paylar, borçlanma araçları, yatırım fonu katılma payları, kıymetli madenler ve Tebliğ'de sayılan diğer araçlardan oluşan bir portföyü işletmek amacıyla kayıtlı sermaye esasına göre kurulan anonim ortaklık niteliğinde bir sermaye piyasası kurumudur. Değişken sermayeli ortaklık ise sermayesi her zaman net aktif değerine eşit olan, yatırımcı paylarının ihraç ve itfa edildiği açık uçlu bir yapıdır.

Sabit sermayeli ortaklıklar kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olarak kurulur, ticaret unvanında Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı ibaresini taşır, kuruluş sermayesi için asgari tutarı karşılar ve kurucularından en az birinin lider sermayedar olması gerekir. Ortaklıklar ödünç para veremez, mevduat toplayamaz, ticari faaliyette bulunamaz, açığa satış ve kredili işlem yapamaz. Portföy sınırlamaları da esastır: tek bir ihraççıya net aktif değer belirlenmiş orandan fazlası yatırılmaz, hiçbir ihraççının sermayesinin veya oy haklarının yüzde onundan fazlasına sahip olunamaz ve varlıklar portföy saklama kuruluşu nezdinde saklanır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, yatırımcının küçük tasarrufunu profesyonelce yönetilen ve çeşitlendirilmiş bir menkul kıymet portföyüne dönüştürmesini sağlayan kolektif yatırım kurumlarıdır. III-48.5 sayılı Tebliğ bu alanı iki ayrı yapı üzerinden düzenler ve düzenlemeleri sabit ile değişken sermayeli ortaklıklar için ayrı ayrı yapar. Sabit sermayeli ortaklık, Kanun hükümleri uyarınca belirli varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumudur. Portföyüne; Türkiye'de kurulu ihraççılara ait paylar ile özel sektör ve kamu borçlanma araçları, alım satımı yapılabilen yabancı araçlar, on iki aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat ve katılma hesabı, yatırım fonu katılma payları, borsada işlem görmeleri kaydıyla altın ve diğer kıymetli madenler, kira ve gayrimenkul sertifikaları, varant ve sertifikalar ile repo ve ters repo işlemleri girebilir. Başlıca faaliyeti portföyünü oluşturmak, işletmek ve yatırım riskini çeşitlendirme yoluyla en aza indirmektir.

Sabit sermayeli ortaklığın kuruluşu belirli şartlara bağlıdır. Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulur, ticaret unvanında Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı ibaresini taşır, kuruluş sermayesi üç yüz milyon Türk Lirasından az olamaz ve payları nakit karşılığı çıkarılıp bedelleri kuruluşta tam ve nakden ödenir. Kurucular, çıkarılmış sermayenin asgari yüzde kırk dokuzunu temsil eden payları Tebliğ'de belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz edeceklerini taahhüt eder ve kurucularından en az birinin lider sermayedar olması gerekir. Lider sermayedar, halka arz sonrasındaki edinimler hariç, ortaklıkta tek başına veya birlikte sermayenin asgari yüzde yirmi beşine sahip olan ortak ve mali güç ile finansal piyasalarda tecrübe bakımından Tebliğ'de aranan ek şartları karşılamalıdır. Portföydeki varlıkların bir portföy saklama kuruluşu nezdinde saklanması da kuruluşun ön koşullarındandır.

Ortaklığın hareket alanı, yatırımcıyı korumak amacıyla belirli yasaklarla çevrilidir. Sabit sermayeli ortaklıklar ödünç para verme işleriyle uğraşamaz, mevduat veya katılım fonu toplayamaz, ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamaz, aracılık faaliyeti yapamaz, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi gerçekleştiremez. Portföyündeki varlıkları kural olarak rehin veremez ve teminat gösteremez; yalnızca kredi temini için portföyünün yüzde onunu teminat olarak gösterebilir. Ayrıca portföyüne rayiç değerinin üzerinde varlık alamaz ve bu değer altında satamaz.

Portföy sınırlamaları bu yapının çeşitlendirme mantığını somutlaştırır ve tümü net aktif değer üzerinden hesaplanır. Net aktif değer yüzde onundan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz; yüzde beşinden fazla yatırım yapılan ihraççıların araçlarının toplamı ise net aktif değer yüzde kırkını aşamaz. Aynı grubun araçlarına ayrılan pay yüzde yirmiyi geçemez. Yönetim hakimiyeti tarafında ise ortaklık, herhangi bir ihraççıda sermayenin veya oy haklarının yüzde onunu aşan bir paya tek başına ulaşamaz. Kıymetli madenlere yapılan yatırım net aktif değer en fazla yüzde yirmisi ile sınırlıdır; mevduat ve katılma hesaplarında değerlendirilebilecek tutar en fazla yüzde on, tek bir bankada ise en fazla yüzde üçtür. Yatırım fonu katılma paylarına ayrılan pay en fazla yüzde yirmi, tek bir fona ise en fazla yüzde beştir. Ortaklık, portföyündeki araçların piyasa değerinin en fazla yüzde ellisini ve en fazla doksan iş günü süreyle, tam teminat karşılığında ödünç verebilir.

Ortaklığın kaldıraç ve saklama düzeni de bellidir. Sabit sermayeli ortaklıklar, kısa süreli nakit ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla son yıllık finansal tablolarında yer alan öz kaynak tutarının yüzde yirmisine kadar kredi kullanabilir veya aynı sınır içinde bono ihraç edebilir; portföydeki varlıklar ise zorunlu olarak portföy saklama kuruluşu nezdinde saklanır. Payların Borsa İstanbul'da oluşan ağırlıklı ortalama fiyatının pay başına net aktif değer iki katını aşması durumunda, portföy değeri ve net varlık değeri tablolarının her iş günü kamuya açıklanması gerekir.

Tebliğ'in düzenlediği ikinci yapı olan değişken sermayeli ortaklık, kapalı uçlu sabit sermayeli ortaklıktan yapısal olarak farklıdır. Değişken sermayeli ortaklık, sermayesi her zaman net aktif değerine eşit olan bir ortaklıktır; kurucu payları ve yatırımcı payları ihraç edilir, yatırımcı payları izahname çerçevesinde ihraç edilip itfa edilebilir. Böylece talebe göre büyüyüp küçülen, açık uçlu bir yatırım kurumu ortaya çıkar. Bu ortaklığın portföyleri de esas sözleşmede belirtilmek şartıyla borçlanma araçları, hisse senedi, kıymetli madenler, para piyasası, katılım, dengeli, serbest gibi türlerde kurulabilir; serbest portföyün yatırımcı payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılır. Her iki yapıda da amaç aynıdır: yatırımcıyı çeşitlendirme, değerlendirme ve sıkı portföy kuralları yoluyla korumak.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.3 · Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği III-55.1

Portföy Yönetim Şirketleri: Faaliyetler, Kuruluş Şartları ve Sermaye Yeterliliği

KISACA

Portföy yönetim şirketi, esas işi yatırım fonu kurmak ve yönetmek olan, anonim ortaklık biçiminde örgütlenmiş bir sermaye piyasası kurumudur. Yatırım ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının ve muadili yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin yönetimi de bu esas faaliyetin içindedir. Şirket, Kurul'dan yetki belgesi almak koşuluyla kolektif ve bireysel portföy yöneticiliği ile yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilir; kolektif portföy yöneticiliği, portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde fon ve yatırım ortaklığı portföylerinin vekil sıfatıyla yönetilmesidir. Şirket, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık şeklinde ve payları nama yazılı olacak biçimde kurulur, ticaret unvanında portföy yönetimi ibaresini taşır ve başlangıç sermayesi için Tebliğ'de belirlenen asgari tutarı karşılar. Portföy yönetim şirketleri, sadece izin almak kaydıyla girişim sermayesi yatırım fonu veya gayrimenkul yatırım fonu kurup yöneten özel amaçlı yapılar olarak da kurulabilir. Şirketin sahip olması gereken asgari öz sermaye, yönetmekte olduğu portföy büyüklüğüne göre kademeli olarak artar; ayrıca Kurul, mali durumları açısından gerekli görürse şirketlerden teminat yatırmalarını isteyebilir.

Kolektif yatırım sisteminin kalbinde, fonları ve yatırım ortaklıklarının portföylerini profesyonelce yöneten portföy yönetim şirketleri yer alır. III-55.1 sayılı Tebliğ bu şirketleri, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan ve anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumu olarak tanımlar. Yatırım ortaklıklarının, Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi kapsamındaki emeklilik yatırım fonlarının ve bunların muadili yurt dışında kurulmuş yabancı kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerinin yönetimi de bu ana faaliyet konusuna dâhildir. Tebliğ'in kurduğu düzende, portföy yönetim hizmetini dışarıdan alan yatırım ortaklıklarının portföyleri ile yatırım fonu portföyleri münhasıran portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilir; kolektif portföy yöneticiliğinin kapsamı, Avrupa Birliği'nin kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin UCITS direktifindeki esaslara paralel belirlenmiştir.

Şirketin faaliyet çerçevesi yetki belgesine dayanır. Portföy yönetim şirketi, Kurul'dan yetki belgesi almak koşuluyla portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunabilir; bir yetki belgesiyle bir veya birden fazla yatırım hizmeti ve faaliyeti izni verilebilir. Kolektif portföy yöneticiliği, imzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarına ait portföylerin maddi bir menfaat karşılığında vekil sıfatıyla yönetilmesidir; kolektif portföy yöneticiliği için yetkilendirilen şirketlere bireysel portföy yöneticiliği yapma imkânı da tanınır. Şirket, ayrıca Kurul'a bildirimde bulunmak şartıyla ve yetki belgesine tabi olmaksızın, yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması gibi bazı yan hizmetleri de belirli öz sermaye koşullarına bağlı olarak sunabilir.

Kuruluş belirli şartlara bağlanmıştır. Şirketin, Türk Ticaret Kanunu hükümleri uyarınca kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık şeklinde kurulması, paylarının tamamının nama yazılı olması ve nakit

karşılığı çıkarılması, başlangıç sermayesinin en az yetmiş beş milyon Türk Lirası olması, esas sözleşmesinin Kanun ve Kurul düzenlemelerine uygun olması gerekir. Kurucu ortaklarının dürüstlük, itibar ve mali güç şartlarını taşıması, önemli etkiye sahip ortakların da bu şartların büyük bölümünü karşılaması aranır. Şirketin ticaret unvanında portföy yönetimi ibaresini kullanması zorunludur. Tebliğ ayrıca özel amaçlı yapılara imkân tanır; şirket münhasıran girişim sermayesi yatırım fonu veya gayrimenkul yatırım fonu kurmak ve yönetmek üzere kurulabilir ve bu hâlde unvanında girişim sermayesi portföy yönetim şirketi ya da gayrimenkul portföy yönetim şirketi ibaresini taşır. Bu düzenlemeyle hem şirketlerin faaliyet alanı genişletilmiş hem de belirli alanlarda uzmanlaşmaları teşvik edilmiştir.

Sermaye yeterliliği, bu şirketlerin en ayırt edici yükümlülüğüdür ve yönetilen portföyün büyüklüğüyle orantılıdır. Sahip olunması gereken asgari öz sermaye, yönetilen portföy büyüklüğü arttıkça kademeli olarak yükselir ve en düşük kademedan başlayarak dört basamaklı bir yapıda artar; en yüksek kademenin üzerine çıkan portföy büyüklükleri için ilave öz sermaye şartı öngörülür, ancak belirli bir öz sermaye tutarının aşılması hâlinde bu ilave şart aranmaz. Asgari öz sermaye hesabına bireysel portföy yöneticiliği hizmeti sunulanların, yatırım ortaklıklarının, emeklilik yatırım fonlarının ve kurucusu olunan fonların portföyleri dâhil edilir. Şirketin asgari ödenmiş sermayesi ise otuz milyon Türk Lirasından az olamaz. Asgari öz sermaye şartı, kuruluşun tescilini takip eden iki yıl süresince yarısı oranında uygulanır ve sermaye yeterliliğine aykırılığın giderilmesi için yapılacak sermaye artırımının Kurulca tespitten itibaren bir ay içinde tamamlanması gerekir.

Son olarak Tebliğ, yatırımcı korumasını güçlendiren teminat düzenine yer verir. Kurul, mali durumları açısından gerekli gördüğü portföy yönetim şirketlerinden, faaliyetlerinin belirli bir kısmı veya tamamı için teminat yatırımlarını isteyebilir; bu teminatlar amacı dışında kullanılamaz, Takasbank nezdinde bloke edilerek izlenir ve değerlendirilir. Teminatların serbest bırakılması da belirli koşullara bağlanmıştır. Böylece portföy yönetim şirketi, hem sermaye yeterliliği hem de gerektiğinde teminat mekanizmasıyla, yönettiği tasarrufların büyüklüğüyle orantılı bir mali dayanıklılığa sahip kılınmış olur.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.4 · Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.1

Yatırım Fonları: İnançlı Mülkiyet, Şemsiye Fon Yapısı ve Portföy Sınırlamaları

KISACA

Yatırım fonu, tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına ve inançlı mülkiyet esaslarına göre, Tebliğ'de belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan bir mal varlığıdır. Fonlar şemsiye fon yapısı altında kurulur; şemsiye fon, katılma payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm fonları kapsar ve her fonun varlık ile yükümlülükleri birbirinden ayrıdır.

Fonun malvarlığı, kurucunun ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır; kamu alacakları için dahi haczedilemez, rehnedilemez ve iflas masasına dâhil edilemez. Şemsiye fonlar borçlanma araçları, hisse senedi, kıymetli madenler, fon sepeti, para piyasası, katılım, değişken, serbest, garantili ve koruma amaçlı gibi türlerde kurulabilir; portföy değerinin en az yüzde sekseni sürekli olarak Borsa İstanbul'da işlem gören paylardan oluşan fonlar hisse senedi yoğun fon sayılır. Fon portföyü, tek bir ihraççıya ve gruba yapılacak yatırımı sınırlayan oranlar başta olmak üzere ayrıntılı portföy kurallarına tabidir.

Yatırım fonu, kolektif yatırımın en yaygın aracıdır ve küçük tasarrufların bir havuzda toplanarak profesyonelce yönetilmesi fikrine dayanır. III-52.1 sayılı Tebliğ fonu, kanun hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, Tebliğ'de belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı olarak tanımlar. Buradaki iki kavram belirleyicidir: inançlı mülkiyet, varlıkların hukuken kurucu adına ancak tasarruf sahipleri hesabına yönetilmesini ifade eder; tüzel kişiliğin bulunmaması ise fonun bir şirket değil, bir mal varlığı olduğunu vurgular. Katılma payı, yatırımcının fona katılımını gösteren ve kayden izlenen sermaye piyasası aracıdır.

Fonlar bugün şemsiye fon yapısı altında kurulur. Şemsiye fon, katılma payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm fonları kapsayan yatırım fonudur ve yalnızca portföy işletmek amacıyla kurulup başka işle uğraşamaz. Şemsiye fon içtüzüğüne bağlı olarak, her katılma payı ihracı için ayrı bir izahname ve yatırımcı bilgi formu düzenlenmek şartıyla alt fonlar oluşturulur. Bu yapının en önemli özelliği, her bir fonun tüm varlık ve yükümlülüklerinin birbirinden ayrı olmasıdır; böylece bir fonun riski diğerine taşınmaz. Şemsiye fonun kuruluş giderleri ile katılma payı ihraç giderleri hariç, ortak giderler fonların toplam değerleri dikkate alınarak oransal biçimde portföylerinden karşılanır.

Fon malvarlığının korunması, yatırımcı güveninin temelidir. Fonun malvarlığı, kurucunun ve portföy saklayıcısının malvarlığından ayrıdır; kurucu, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan portföy yönetim şirketidir, portföy saklayıcısı ise Kanun kapsamında yetkilendirilmiş portföy saklama kuruluşudur. Fon malvarlığı, içtüzük ve izahnamede hüküm bulunmak kaydıyla kredi almak,

türev araç ve açığa satış işlemleri gibi belirli hâller dışında teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Kurucunun veya portföy saklayıcısının yönetiminin kamuya devredilmesi hâlinde dahi başka amaçla tasarruf edilemez; kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez. Ayrıca kurucunun üçüncü kişilere olan borçları ile fonun aynı kişilerden alacakları birbirine karşı mahsup edilemez.

Şemsiye fonlar yatırım stratejilerine göre çeşitli türlerde kurulabilir. Borçlanma araçları şemsiye fonunda toplam değer en az yüzde sekseni sürekli olarak kamu veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırılır; hisse senedi şemsiye fonu paylara yatırılan fonları, kıymetli madenler şemsiye fonu altın ve diğer madenlere dayalı araçlara yatırılan fonları, fon sepeti şemsiye fonu ise diğer fonların katılma paylarından oluşan fonları kapsar. Bunların yanında para piyasası, katılım, değişken, serbest, garantili ve koruma amaçlı şemsiye fon türleri de vardır; serbest şemsiye fonun katılma payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılır. Özel bir kategori olarak, fon portföy değerinin en az yüzde sekseni sürekli olarak menkul kıymet yatırım ortaklıkları payları hariç Borsa İstanbul'da işlem gören ihraççı paylarından oluşan fonlar hisse senedi yoğun fon kabul edilir.

Portföy sınırlamaları, fonun risk dağıtımını işlevini somutlaştırır ve fon toplam değeri üzerinden hesaplanır. Fon toplam değerinin yüzde onundan fazlası bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz; yüzde beşinden fazla yatırım yapılan ihraççıların araçlarının toplamı fon toplam değerinin yüzde kırkını aşamaz. Aynı grubun araçlarına ayrılan pay yüzde yirmiyi geçemez. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Hazine ve Maliye Bakanlığı ile ipotek finansmanı kuruluşları gibi ihraççılar için bu sınırlamalar uygulanmaz, ancak tek bir varlığa yapılan yatırım fon toplam değerinin yüzde otuz beşini aşamaz. Fon tek başına hiçbir ihraççının sermayesinin veya oy haklarının yüzde onundan fazlasına, aynı yöneticinin yönetimindeki tek kurucuya ait fonlar ise toplu olarak yüzde yirmisinden fazlasına sahip olamaz. Mevduat ve katılma hesaplarında değerlendirilebilecek tutar fon toplam değerinin en fazla yüzde onu, tek bir bankada ise en fazla yüzde üçüdür; başka fonların katılma paylarına yapılan yatırım ise genel olarak yüzde yirmi ile sınırlıdır.

Son olarak fonun kimliği de kurala bağlanmıştır. Fonun unvanı yatırım stratejisine uygun olmak zorundadır ve yatırımcıyı yanıltacak, başka bir fonla aşırı benzeşen ya da fonun üstünlüğünü ima eden subjektif ifadeler içeremez. Unvanda, asgari olarak fonun bağlı olduğu şemsiye fon türünü gösteren ibare ile kurucunun unvanı yer alır; toplam değerinin en az yüzde sekseni belirli bir varlık grubuna, sektöre veya coğrafyaya yönelen fonlarda bu durum unvana yansıtılır. Böylece yatırımcı, daha yatırım kararını verirken fonun ne yaptığını unvanından okuyabilir; Tebliğ'in bütünündeki amaç, malvarlığının korunmasından portföy kurallarına ve unvana kadar her aşamada tasarruf sahibini korumaktır.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.5 · Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.2

Borsa Yatırım Fonları: Endeks Takibi, İki Fiyat ve Arbitraj Mekanizması

KISACA

Borsa yatırım fonu, kısaca BYF, katılma payları Borsa İstanbul'da işlem gören, Kurulca uygun görülen bir endeksi takip etmek üzere portföy yönetim şirketince içtüzükle kurulan, tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığıdır. Hukuki olarak yatırım fonu niteliğindedir; ancak payları borsada alınıp satıldığı için menkul kıymet yatırım ortaklığına da benzer. Bu yüzden onu ikisinin bir karışımı olarak düşünmek en doğru yaklaşımdır. BYF'yi ayıran temel özellik, belirli işlem büyüklükleri karşılığında yapılan birincil piyasa işlemleridir.

Her katılma payının iki ayrı değeri vardır. Birincisi, fon toplam değerinin dolaşımdaki pay sayısına bölünmesiyle bulunan birim pay değeri; ikincisi ise borsada arz ve talebe göre oluşan işlem fiyatıdır. Bu iki değer arasındaki fark, yetkilendirilmiş katılımcı aracılığıyla pay oluşturma ve geri alma yoluyla yapılan arbitraj sayesinde kapanır. Böylece menkul kıymet yatırım ortaklıklarında görülen iskontolu işlem sorunu BYF'lerde yaşanmaz. Fon, portföyünün önemli bir bölümünü takip ettiği endeks kapsamındaki varlıklara yatırarak bu endeksin getirisini yansıtmayı amaçlar; başarısı takip farkı ve takip hatasıyla ölçülür. BYF şemsiye fon şeklinde kurulamaz.

Borsa yatırım fonunu anlamamanın en kolay yolu, onu iki tanıdık yapının kesişiminde konumlandırmaktır. Tebliğ BYF'yi, katılma payları Borsa İstanbul'da işlem gören, portföyün bileşimini yansıtan varlıkların ya da yalnızca nakdin teslimiyle pay oluşturabilen veya paylarının iadesi karşılığında bu varlıkların ya da nakdin geri alınmasına imkân veren, tasarruf sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla portföy yönetim şirketince bir içtüzükle kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığı olarak tanımlar. Bu fonlar her zaman Kurulca uygun görülen bir endeksi izlemek üzere kurulur. Tüzel kişiliğinin olmaması ve pasif yönetilmesi onu yatırım fonuna yaklaştırır; paylarının borsada işlem görmesi ise menkul kıymet yatırım ortaklığına. İşte bu ikili yapı, BYF'nin bütün kendine özgü mekanizmalarının kaynağıdır.

BYF'yi ortaklıktan ayıran asıl nokta, belirli bir pay büyüklüğü ve katları karşılığında yapılabilen birincil piyasa işlemleridir. Bu işlemler belirli büyüklükler halinde gerçekleştiği için BYF'ler çoğunlukla nitelikli yatırımcılarca tercih edilir. Birincil piyasa, yetkilendirilmiş katılımcı ile portföy saklayıcısı arasında yeni payların oluşturulması ve mevcut payların geri alınmasından oluşur. Yetkilendirilmiş katılımcı, bu işlemlere aracılık etmek üzere kurucuyla sözleşme imzalamış ve Kuruldan izin almış bir aracı kurumdur. Payların borsada el değiştirmesi ise ikincil piyasayı meydana getirir; paylar Borsa İstanbul'un Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı'nda işlem görür.

Her BYF payının biri hesaplanan, diğeri piyasada oluşan olmak üzere iki değeri bulunur. Birim pay değeri, fon toplam değerinin dolaşımdaki pay sayısına bölünmesiyle bulunur ve kurucunun sorumluluğunda, çok kısa aralıklarla hesaplanarak yatırımcılara sunulur. İşlem fiyatı ise payların borsadaki alım satımında arz ve talebe göre oluşan fiyattır. Bu iki değer birbirinden uzaklaştığında

arbitraj devreye girer. Payın hesaplanan değeri borsadaki fiyatından yüksekse, yatırımcı payını iade edip karşılığındaki varlıkları alır ve borsada satar; tersine borsadaki fiyat hesaplanan değerden yüksekse, karşılık gelen varlıkları teslim ederek yeni pay oluşturur ve bunları borsada satarak kazanç sağlar. Bu sürekli düzeltme sayesinde iki değer birbirine oldukça yakın seyreder ve ortaklıklarda görülen sürekli iskontolu işlem görme sorunu BYF'lerde ortaya çıkmaz.

Fonun temel görevi takip ettiği endeksin performansını olabildiğince yakından yansıtmaktır. Bunun için portföy toplam değerinin en az yüzde sekseni sürekli olarak ilgili varlıklara yatırılır. Endeks iki yöntemle izlenebilir: tüm bileşenlerin endeksteği ağırlıklarıyla portföye alındığı tam kopyalama ile, endeksle en yüksek korelasyona sahip bir alt kümenin seçildiği örnekleme yöntemi. Takibin ne kadar başarılı olduğu iki ölçüyle takip edilir. Takip farkı, fonun yıllık getirisi ile endeksin yıllık getirisi arasındaki farktır; takip hatası ise bu farkın zaman içindeki değişkenliğidir. Fon, her ayın ilk iş gününde son bir yıllık takip farkı ve takip hatasını, her yılın son iş gününde ise gelecek yıla ilişkin tahmini takip hatasını kamuya açıklar.

Unvan konusunda da özenli kurallar vardır. Fonun adı yatırım stratejisine uygun olmalı, başka bir fonla karışacak veya yatırımcıyı yanıltacak nitelikte olmamalıdır. Portföyünde yabancı para ve altın gibi kıymetli maden bulunmayan fonların unvanına TL ibaresi konur; toplam değerinin en az yüzde sekseni sürekli yabancı para ve sermaye piyasası araçlarına yatırımların adında Yabancı ibaresi yer alır; faize dayalı olmayan araçlardan oluşanlar ise katılım fonu ibaresini kullanabilir. Fonun temel sözleşmesi, katılma payı sahipleriyle kurucu, saklayıcı ve yönetici arasındaki ilişkileri düzenleyen ve bir katılım sözleşmesi niteliğindeki içtüzüktür.

Kuruluş izni ile payların halka arzına ilişkin izahname onayının birlikte değerlendirilmesi esastır; yalnızca kurucunun ilk fonunda bu iki başvuru ayrı ele alınır. Burada özellikle dikkat edilecek nokta, asgari büyüklük koşulunun sabit bir rakama değil bir mekanizmaya bağlanmış olmasıdır. Fona konulacak avansın ya da yapılacak ilk halka arzın belirli bir asgari tutarı sağlaması gerekir; ayrıca fonun toplam değerinin son üç aylık ortalaması, faaliyet süresince belirli bir alt sınırın altına düşmemelidir. Bu tutarların ikisi de Kurulca belirlenir, her yıl yeniden gözden geçirilebilir ve Kurul Bülteni ile ilan edilir; bu nedenle güncel rakam sabit kabul edilmemeli, ilgili Kurul kararından izlenmelidir. Ortalama değer alt sınırın altına inerse Kurul bir defaya mahsus ek süre tanır; bu sürenin sonunda da koşul sağlanamazsa fonun tasfiyesi ya da başka bir fon türüne dönüştürülmesi istenir.

Portföy, endeks kapsamındaki varlıkların yanında bir dizi başka varlık ve işlemten de oluşabilir ve bunlar sıkı oranlarla sınırlanır. Vadeli mevduat ve katılma hesaplarında değerlendirilebilecek tutar fon toplam değerinin yüzde onunu, tek bir bankadaki tutar ise yüzde üçünü aşamaz. Varant ve yatırım kuruluşu sertifikalarına yapılan yatırımın toplamı yüzde onla, tek bir ihraççıya ait olanlar yüzde beşle sınırlıdır. Fon hesabına yüzde onu geçmeyecek şekilde kredi kullanılabilir. Endeks kapsamında yatırım yapması zorunlu olmayan varlıklara yatıran fonlar, endeks getirisini taahhüt eden swap sözleşmelerine yatırabilir; ancak bu sözleşmelerden doğan karşı taraf riski hiçbir durumda fon toplam değerinin yüzde onunu aşamaz. Değerleme yapılırken endeks kapsamındaki varlıklar endeksin hesaplanma yöntemiyle uyumlu biçimde, diğer varlıklar ise Kurulun finansal raporlama düzenlemelerine göre

değerlenir. Tebliğde açık hüküm bulunmayan konularda BYF'ler, Kurulun yatırım fonlarına ve portföy saklamaya ilişkin genel düzenlemelerine tabidir. Son olarak, yatırım fonlarından farklı olarak BYF şemsiye fon şeklinde kurulamaz; bu da onun tekil ve endekse bağlı yapısını pekiştirir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.6 • Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III–52.3

Gayrimenkul Yatırım Fonları: Nitelikli Yatırımcıya Açık Gayrimenkul Portföyleri

KISACA

Gayrimenkul yatırım fonu, nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para, gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı haklarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre bir gayrimenkul portföyü işletmek üzere kurulan malvarlığıdır. Fonu portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul portföy yönetim şirketleri bir içtüzükle, süreli ya da süresiz olarak kurar. Fonun kural olarak tüzel kişiliği yoktur; yalnızca tapu ve ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz sayılır. Bu fonların iki belirleyici özelliği vardır. Birincisi, katılma paylarının yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabilmesidir; bu nedenle halka arzdaki izahname yerine daha dar kapsamlı bir ihraç belgesi düzenlenir. İkincisi, fon toplam değerinin en az yüzde sekseninin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunluluğudur; arsa, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, depo ve benzeri her türlü gayrimenkul bu kapsama girer. Fon, satışa başlanmasından sonra belirli bir süre içinde Kurulca belirlenen asgari portföy büyüklüğüne ulaşmak zorundadır. Fon malvarlığı kurucudan ayrıdır; haczedilemez, iflas masasına dâhil edilemez. Gayrimenkuller düzenli olarak Kurulca yetkilendirilmiş kuruluşlarca değerlendirilir.

Gayrimenkul yatırım fonu, büyük ölçekli gayrimenkulleri sermaye piyasası aracı biçiminde yatırımcıyla buluşturan bir yapıdır. Tebliğ bu fonu, Kanun uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan para, gayrimenkuller, belirli gayrimenkul projeleri kapsamındaki bağımsız bölümler veya gayrimenkule dayalı haklarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre bir portföyü işletmek amacıyla, Kuruldan faaliyet izni almış portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzükle süreli veya süresiz kurulan, tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığı olarak tanımlar. Buradaki tüzel kişilik meselesi kritiktir: fon kural olarak tüzel kişiliğe sahip değildir, ancak tapuya tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme talepleri ile ortağı olacağı anonim ortaklıkların ticaret sicili işlemleri bakımından sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz sayılır. Bu sınırlı tanıma, fonun kendi adına gayrimenkul edinip tapuya tescil ettirebilmesini mümkün kılar.

Fonun iki temel karakteri onu diğer kolektif yapılardan ayırır. Birincisi, katılma paylarının yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabilmesidir. Bu nedenle halka arzda kullanılan geniş kapsamlı izahname yerine, fonun niteliği ve satış şartlarını içeren daha dar bir ihraç belgesi düzenlenir; bu belgenin Kurulca onaylanması gerekir ve ayrıca izahname hazırlanmaz. İkincisi, fon toplam değerinin en az yüzde sekseninin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunluluğudur. Gayrimenkul yatırımı kavramı geniştir: alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla arsa, arazi, konut, ofis, alışveriş merkezi, otel, lojistik merkezi, depo, park, hastane ve benzeri her türlü gayrimenkul bu kapsama girer. Fon belirli bir gayrimenkule ya da sektöre odaklanabileceği gibi amacında herhangi bir sınırlama olmaksızın da kurulabilir.

Fonun bilgilendirme dokümanları içtüzük ile ihraç belgesinden oluşur. İchtüzük, katılma payı sahipleriyle kurucu, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisi arasındaki ilişkileri düzenleyen ve bir katılım sözleşmesi

niteliği taşıyan belgedir; ihraç belgesi ise fonun niteliği ve satış koşullarını gösterir. Fonun bütün faaliyetlerinde kurucunun yönetim kurulu fonu temsil eder; kuruluş, katılma payı ihracı, tasfiye ve yönetim ücreti artışı gibi kararların mutlaka yönetim kurulu kararıyla alınması gerekir. Organizasyon tarafında, kurucunun yönetim kurulu üyelerinden en az birinin gayrimenkul yatırımları konusunda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması ve içinde bir gayrimenkul değerlendirme uzmanının da yer aldığı bir yatırım komitesinin kurulması zorunludur.

Asgari büyüklük, bu fonların en çok sınıran konularından biridir. Katılma paylarının nitelikli yatırımcıya satışına başlanmasından sonra en geç bir yıl içinde fon portföy değerinin Kurulca belirlenen asgari büyüklüğe ulaşması zorunludur; düzenlemede bu büyüklük iki yüz milyon lira olarak belirlenmiştir ve Kurul bu tutarı her yıl yeniden belirleyebilir, güncel tutar Kurul Bülteni ile ilan edilir. Süre sonunda bu değere ulaşamazsa fonun yatırım faaliyetlerine son verilerek tasfiyesi yoluna gidilir. Yatırım tarafında birkaç önemli oran vardır. Üzerinde ipotek ya da fonun değerini etkileyecek nitelikte takyidat bulunan gayrimenkuller içtüzükte hüküm bulunması şartıyla portföye alınabilir, ancak bunların değeri fon toplam değerinin yüzde otuzunu aşamaz. Aktif toplamının en az yüzde yetmiş beşi sürekli yurt içi gayrimenkul yatırımlarından oluşan şirketlerin paylarına ise fon toplam değerinin en fazla yüzde yirmisi oranında yatırım yapılabilir.

Fonun yapamayacakları da açıkça sayılmıştır. Kurucu ve portföy yöneticisi, tanınan istisnalar dışında gayrimenkul projelerine yatırım yapamaz, inşaat işlerini kendisi üstlenemez, otel veya alışveriş merkezi gibi gayrimenkulleri ticari maksatla bizzat işletemez, portföydeki sermaye piyasası araçlarını açığa satamaz, yurt dışında gayrimenkul alım satım ve kiralama faaliyetinde bulunamaz. Türev araçlar yalnızca korunma amacıyla kullanılabilir ve bunlar nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon fon toplam değerinin yüzde yirmisini aşamaz. Portföydeki gayrimenkullere ilişkin işletme hizmetleri işletmeci şirketlerden alınır; inşaat işleri ise yalnızca belirli bir yetki belgesine sahip müteahhitlerce ve kurucu ile imzalanan bir sözleşme çerçevesinde yaptırılabilir. Fon, toplam değerinin en fazla yüzde ellisi oranında kredi veya faizsiz finansman kullanabilir; bu amaçla portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve sınırlı aynı haklar tesis edilebilir.

Fon malvarlığının korunmasına ilişkin güvenceler bu yapının belkemiğidir. Fonun malvarlığı kurucunun, portföy saklayıcısının ve portföy yöneticisinin malvarlığından ayrıdır; kurucunun yönetim veya denetiminin kamuya devri hâlinde dahi başka bir amaçla kullanılamaz, kamu alacaklarının tahsili amacıyla dahi haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez. Kurucu ile yöneticinin üçüncü kişilere olan borçları, fonun aynı kişilerden alacaklarıyla mahsup edilemez. Değerleme tarafında ise gayrimenkul yatırımlarının en az her takvim yılı sonunda Kurulca uygun görülen gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarınca değerlendirilmesi zorunludur; aynı katılma payı alım satımı gibi özellik arz eden işlemlerde de değerlendirme raporu alınır. Fon ihraç sözleşmesinde hüküm bulunması şartıyla performans ücreti alınabilir ve kâr dağıtılabilir. Konut ağırlıklı projelere yatırım yapmak üzere kurulan ve unvanında proje ibaresi bulunması gereken proje gayrimenkul yatırım fonları ile aynı fonda hak ve yükümlülükleri farklılaştıran değişik pay grupları oluşturulabilmesi, bu tebliğin sunduğu esneklikleri tamamlar.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.7 · Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği III-52.4

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları: Kaynak Taahhüdü ve Girişim Yatırımı

KISACA

Girişim sermayesi yatırım fonu, nitelikli yatırımcılardan katılma payı ya da iştirak payı karşılığında toplanan kaynakla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre bir girişim sermayesi portföyü işletmek üzere kurulan malvarlığıdır. Fonu portföy yönetim şirketleri ile girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri bir içtüzükle kurar. İki noktası özellikle önemlidir: fon yalnızca süreli olarak kurulabilir ve payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabilir; bu yüzden izahname değil ihraç belgesi düzenlenir.

Fonun ana faaliyeti, gelişme potansiyeli taşıyan girişim şirketlerine yatırım yapmaktır. Fon toplam değerinin en az yüzde sekseninin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımından oluşması zorunludur; ancak bu yatırımlarda yoğunlaşma sınırı yoktur, dolayısıyla portföy tek bir girişim yatırımından da oluşabilir. Girişim şirketleri anonim ya da limited şirket olabilir; limited olanların bir yıl içinde anonim şirkete dönüşmesi gerekir. Fon, yatırımcılardan bir defada veya taksitler halinde ödenecek kaynak taahhüdü ister; Tebliğ bu taahhüt için asgari bir tutar öngörür. Portföydeki girişim yatırımlarının değeri düzenli olarak hesap dönemi sonlarında tespit edilir.

Girişim sermayesi yatırım fonu, tasarrufları erken ve orta aşamadaki şirketlerin büyümesine yönlendiren, doğası gereği uzun vadeli ve az likit bir yapıdır. Tebliğ fonu, Kanun uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ya da iştirak paylarıyla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre bir portföyü işletmek amacıyla, Kuruldan faaliyet izni almış portföy yönetim şirketleri ile girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzükle süreli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığı olarak tanımlar. Buradaki süreli kurulma zorunluluğu önemli bir ayırt edici özelliktir; gayrimenkul yatırım fonundan farklı olarak bu fon süresiz kurulamaz, süresi içtüzük ve ihraç belgesinde gösterilir. Fon yalnızca resmî sicil işlemleri ve ortağı olacağı şirketlerin ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz sayılır.

Paylar yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabildiği için halka arzdaki izahname yerine ihraç belgesi düzenlenir; katılma paylarının ihracı için ayrıca izahname hazırlanmaz. Fonun ana faaliyeti girişim sermayesi yatırımlarından oluşan portföyü işletmektir. Tebliğ, girişim sermayesi yatırımı sayılan işlemleri geniş bir çerçevede tarif eder: girişim şirketlerine doğrudan veya özel amaçlı şirketler ile yurt dışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlar üzerinden dolaylı sermaye aktarımı, bu şirketlerin ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım, diğer girişim sermayesi fonlarının paylarına yatırım ve borç ile sermaye finansmanının karması niteliğindeki yapılandırılmış finansman bunların başlıcalarıdır. Girişim şirketi ise büyüme ve katma değer üretme potansiyeli taşıyan, kaynak ihtiyacı olan şirkettir; anonim ya da limited şirket olabilir, ancak limited olanların ilk yatırımı izleyen bir yıl içinde anonim şirkete dönüşmesi zorunludur. Aktif toplamının belirli bir kısmı gayrimenkulden oluşan şirketler ile esas faaliyeti müteahhitlik olanlar, tanımlanan istisnalar dışında girişim şirketi sayılmaz.

Portföyün ağırlığı bu fonun kimliğini belirler. Fon toplam değerinin en az yüzde sekseninin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımından oluşması zorunludur. Buradaki önemli ayrıntı, girişim sermayesi yatırımları için herhangi bir yoğunlaşma sınırının bulunmamasıdır; yani portföy tamamen tek bir girişim yatırımından da oluşabilir. Küçük ve orta büyüklükteki işletmelere yapılan doğrudan yatırımlar fon toplam değerinin yüzde onunu geçtiğinde ise asgari oran yüzde elli bire yükselir; bu, bu tür işletmelere yatırımı özendirmeye yöneliktir. Diğer girişim sermayesi fonlarına yapılan yatırım fon toplam değerinin yüzde yirmi beşini, katılma payı sahiplerinin yönetim kontrolündeki şirketlere ve ilişkili taraflara yapılan yatırım ise yüzde yirmisini aşamaz. Girişim sermayesi dışındaki varlıklarda da fonlar sermaye piyasası araçlarını açığa satamaz ve ödünç alamaz; türev araçlar yalnızca korunma amacıyla ve açık pozisyon fon toplam değerinin yüzde yirmisini aşmayacak biçimde kullanılabilir.

Bu fonların en özgün mekanizması kaynak taahhüdüdür. Kurucu, nitelikli yatırımcıların fona bir defada ya da farklı tarihlerde ödenmek üzere kaynak taahhüdünde bulunmalarını ister; alınacak toplam kaynak taahhüdü tutarı için Tebliğ asgari bir sınır öngörmüştür ve bu tutar ihraç belgesinde belirtilir. Katılma paylarının satışına başlanmasından sonra en geç bir yıl içinde taahhüt edilen kaynağın tahsil edilmesi, tahsil edilen kaynağın ise ihraç belgesinde gösterilen sürede, her hâlde iki yılı aşmayacak biçimde yatırıma yönlendirilmesi zorunludur. Bu süre sonunda asgari kaynak taahhüdüne ulaşılamazsa fonun yatırım faaliyetlerine son verilir ve tasfiyesi yoluna gidilir. Her kaynak taahhüdü ödemesi karşılığında yatırımcıya aktarılabilecek pay sayısı, o ödeme için hazırlanan fiyat raporundaki pay fiyatına göre hesaplanır.

Değerleme, likit olmayan bir portföyde özel bir önem taşır. Girişim sermayesi yatırımlarının değeri en az hesap dönemi sonu itibarıyla tespit edilir. Yalnızca kaynak taahhüdü veren yatırımcıların katılabildiği ve payların süresinden önce iade edilemediği kapalı yapıdaki fonlarda değer, yatırım komitesinin hazırladığı rapora dayanarak kurucu yönetim kurulu kararıyla ya da Kurulca uygun görülen değerlendirme kuruluşlarınca belirlenir. Diğer fonlarda ise değerlendirme sıklığı, ilgili girişim şirketine yapılan yatırımın büyüklüğüne bağlanmıştır; yatırım tutarı büyüdükçe bağımsız değerlendirme kuruluşuna başvurma sıklığı artar. Girişim şirketlerine ortaklık hakkı veren yatırımlar, fon ile şirketin mevcut ortakları arasında imzalanan bir pay sahipliği sözleşmesi çerçevesinde yapılır; bu sözleşmede çıkış olanakları, ön alım, birlikte satış ve temettü politikası gibi konulara yer verilebilir. Fonlar ayrıca, toplam değerinin en az yüzde sekseni başka girişim sermayesi fonlarının paylarından oluşan fon sepeti fonu biçiminde de ihraç edilebilir. Fona ilişkin tüm giderler fon malvarlığından karşılanır, giderlerin üst sınırına ihraç sözleşmesinde yer verilir ve ihraç sözleşmesinde hüküm bulunması şartıyla performans ücreti alınabilir ve kâr dağıtılabilir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.4.8 · Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği III-48.3

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları: Lider Sermayedar ve Portföy Sınırları

KISACA

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, girişim sermayesi yatırımları ve sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık niteliğinde bir sermaye piyasası kurumudur. Buradaki temel ayrım şudur: girişim sermayesi yatırım fonu tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığıyken, bu yapı payları olan gerçek bir anonim ortaklıktır.

Kuruluş ya da dönüşümde birkaç koşul öne çıkar. Ortaklığın kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olması, başlangıç sermayesi ile özsermayesinin her birinin belirli bir asgari tutarın altında olmaması, unvanında girişim sermayesi yatırım ortaklığı ibaresinin bulunması, kurucu veya ortaklardan en az birinin lider sermayedar olması ve paylarının bir bölümünün halka arz edileceğinin ya da nitelikli yatırımcılara satılacağına taahhüt edilmesi gerekir. Ortaklık, aktif toplamının en az yüzde elli birini girişim sermayesi yatırımlarına yönlendirmek zorundadır. Portföyün para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan kısmı Takasbank'ta saklanır ve ortaklığın finansal borçları özsermayesine bağlı sınırlara tabidir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, aynı ekonomik amacı, yani gelişme potansiyeli taşıyan şirketlere kaynak aktarmayı, fon yerine bir ortaklık kalıbı içinde gerçekleştiren yapıdır. Tebliğ bu ortaklığı, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan veya esas sözleşme değişikliğiyle dönüşen, Sermaye Piyasası Kanunu'nun kırk sekizinci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde hareket eden ve kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık niteliğindeki sermaye piyasası kurumu olarak tanımlar. Girişim sermayesi yatırım fonuyla karşılaştırıldığında en belirgin fark tam da budur: fon tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığıyken, ortaklık payları bulunan gerçek bir anonim şirkettir; dolayısıyla yatırımcı bir fon payı değil bir ortaklık payı edinir.

Kuruluş ve dönüşüm koşulları bu ayrımı somutlaştırır. Ortaklığın kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olarak kurulması ya da bu sisteme geçmek üzere Kurula başvurması, kuruluşta başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise mevcut ödenmiş sermaye ile özsermayenin her birinin üç yüz milyon liradan az olmaması, kuruluş ve dönüşümde payların nakit karşılığı çıkarılıp bedellerinin tam ve nakden ödenmesi, ticaret unvanında girişim sermayesi yatırım ortaklığı ibaresinin yer alması, çıkarılmış sermayenin belirli bir oranındaki payların halka arz edileceğinin veya nitelikli yatırımcılara satılacağına Kurula taahhüt edilmesi ve kurucu ya da mevcut ortaklardan en az birinin lider sermayedar olması gerekir. Bütün bu koşullar birlikte sağlanmadan Kurul kuruluş veya dönüşüm başvurusunu uygun bulmaz.

Lider sermayedar, bu ortaklıkların kurumsal yönetiminin kilit figürüdür. Lider sermayedar, halka arz sonrasındaki edinimler hariç, ortaklıkta imtiyazlı pay bulunmuyorsa tek başına ya da birlikte yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olan; imtiyazlı pay bulunuyorsa yönetim kontrolünü sağlayan

imtiyazlı payların çoğunluğu dâhil sermayenin en az dörtte birine sahip olan ortak ya da ortaklardır. Gerçek kişi lider sermayedarın ortaklığın faaliyet konusuyla ilgili alanlarda en az beş yıllık tecrübeye ve menkul ile gayrimenkul varlıklarının belirli bir asgari rayiç değerine sahip olması; tüzel kişi lider sermayedarın ise en az üç yıllık faaliyet geçmişinin bulunması ve özsermayesi ile aktif toplamının, kurulacak ortaklığın çıkarılmış sermayesinin belirli katlarını sağlaması aranır. Ticaret unvanında ismi veya unvanı kullanılan ortağın da lider sermayedar olması zorunludur.

Halka arz süreci belirli sürelerle bağlanmıştır. Paylarını halka arz yoluyla satmak isteyen ortaklığın, kuruluş veya dönüşümünün tescilini izleyen on sekiz ay içinde en az bir girişim sermayesi yatırımı yapması, üç yıl içinde ise portföyünü Tebliğe uygun biçimde oluşturarak çıkarılmış sermayesinin en az dörtte birini temsil eden payların halka arzı için başvurusu gerekir. Bu asgari halka açıklık oranının, halka arzdan sonra da sürekli olarak korunması zorunludur. Belirtilen sürelerde girişim sermayesi yatırımlarını yapmayan ya da başvuruyu tamamlamayan ortaklıkların girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakkı ortadan kalkar. Paylarını yalnızca nitelikli yatırımcılara satan ortaklıklar için ise farklı bir çerçeveye öngörülmüştür; bunlarda lider sermayedar bulunması zorunlu değildir, asgari sermaye tutarı daha düşüktür ve paylar nama yazılı olarak yalnızca nitelikli yatırımcılara devredilebilir.

Portföy sınırlamaları ortaklığın kimliğini korur. Ortaklık, girişim sermayesi yatırımlarına aktif toplamının en az yüzde elli biri oranında yatırım yapmak zorundadır; küçük ve orta büyüklükteki işletmelere doğrudan yapılan yatırımlar aktif toplamının yüzde beşini geçtiğinde bu asgari oran yüzde otuz beş olarak uygulanır. Portföyü çeşitlendirmek amacıyla borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarına, ters repoya, Takasbank para piyasası işlemlerine ve mevduata yatırım yapılabilir; tek bir ihraççının araçlarına aktif toplamının en fazla yüzde onu, mevduat ve katılma hesaplarına ise en fazla yüzde yirmisi oranında yatırım yapılabilir. Ortaklık, kural olarak üçüncü kişiler lehine teminat veremez ve portföydeki varlıklar üzerinde rehin tesis edemez; ancak küçük ve orta büyüklükteki girişim şirketleri lehine ve portföyündeki girişim şirketine yapılacak yatırımın finansmanı için tanınan istisnalar saklıdır.

Ortaklığın mali yapısına ilişkin sınırlar da nettir. Portföyde yer alan para ve sermaye piyasası araçlarının Takasbank'ta saklanması zorunludur. Finansal borçlanmada, banka kredileri dâhil kısa vadeli finansal borçların toplamı bağımsız denetimden geçmiş son yıllık bireysel finansal tablodaki özsermayenin yarısını, bir yıl ve daha uzun vadeli finansal borçların toplamı ise özsermayenin iki katını aşamaz. Performans ücreti hariç, dışarıdan alınan tüm hizmetler için ödenen ücretlerin toplamı olan toplam gider oranı, son yıllık bireysel finansal tablodaki aktif toplamının yüzde iki buçukunu aşamaz. Ortaklık, girişim sermayesi yatırımlarına yönelik portföy yönetim veya yatırım danışmanlığı hizmetini esas sözleşmesinde hüküm bulunması ve Kurulun onayı şartıyla dışarıdan bir portföy yönetim şirketinden alabilir. Bütün bu portföy, borç ve gider sınırlarına uyum, ortaklığın yıl sonu bireysel finansal tablosundaki aktif toplamı üzerinden ölçülür ve yükümlülüklerin yerine getirilmemesinden yönetim kurulu ya da yetkilendirilmiş murahhas üye sorumludur.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.5.1 • TSPB Üyelerinin Sermaye Piyasası Faaliyetlerini Yürütürken Uyacakları Meslek Kuralları

TSPB Meslek Kuralları: Üyelerin Müşteri, Rakip ve Çalışanlarla İlişkileri

KISACA

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmaya yetkili kuruluşlar ile sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumlardan Kurulca uygun görülenlerin üye olduğu, kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur. Aracı kurumlar, bankalar, yatırım ortaklıkları ve portföy yönetim şirketleri Birliğin üyesidir. Birlik, üyelerinin özen ve disiplin içinde çalışmalarını sağlayacak meslek kurallarını oluşturmakla görevlidir; bu kurallar Birlik Genel Kurulunca onaylanarak yürürlüğe girer.

Meslek kuralları üyelerin dört alandaki ilişkilerini düzenler. Faaliyetlerin genel ilkeleri dürüstlük ve adillik, bağımsızlık ve tarafsızlık, mesleki özen, saydamlık ve toplumsal yararı gözetmedir. Müşterilerle ilişkilerde müşteriye tanıma, talimatlara uyma, doğru ve zamanında bilgi verme, sır saklama ve çıkar çatışmalarında müşteri menfaatini öncelikleme esastır. Diğer üyelerle ilişkilerde dayanışma ve haksız rekabetin önlenmesi; çalışanlarla ilişkilerde mesleki yeterlilik ve etik davranış aranır. Kurallara aykırılık, uyarıdan Birlik üyeliğinden sürekli çıkarmaya uzanan disiplin yaptırımlarına yol açar.

Meslek kurallarını anlamak için önce onları koyan kurumu tanımak gerekir. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgili maddesi uyarınca yatırım hizmet ve faaliyetinde bulunmaya yetkili kılınmış kuruluşlar ile sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumlardan Kurulca uygun görülenlerin üye oldukları, kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur. Bugün itibarıyla aracı kurumlar, bankalar, menkul kıymet, girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile portföy yönetim şirketleri Birliğin üyesidir. Birlik üyeleri Birliğin statüsüne ve alınan kararlara uymakla yükümlüdür. Kanun, Birliğe üyelerinin dayanışma ve mesleğin gerektirdiği özen ve disiplin içinde çalışmalarına yönelik meslek kurallarını oluşturma görevi vermiştir; Birlik Yönetim Kurulunca hazırlanan bu kurallar Genel Kurulca onaylanarak yürürlüğe girmiştir. Kurallara aykırı davranan üyelere, fiilin niteliğine göre uyarı, kınama, idari para cezası, Birlik üyeliğinden geçici ya da sürekli çıkarma cezaları uygulanır.

Meslek kuralları, üyelerin faaliyetlerini yürütürken uyacakları bir dizi genel ilkeyle başlar. Bunların ilki dürüst ve adil davranma ilkesidir; üyeler işlemlerinde müşteri çıkarlarını ve piyasanın bütünlüğünü gözeterek doğru beyana dayalı hareket eder, güveni zedeleyecek davranışlardan kaçınır. Bağımsızlık ve tarafsızlık ilkesi, üyelerin kendi ya da başkalarının tarafsızlığına gölge düşürebilecek teklif ve taleplerden uzak durmasını, aynı koşuldaki her müşteriye eşit davranmasını gerektirir. Mesleki özen ve titizlik ilkesi dikkatli ve basiretli davranmayı; saydamlık ilkesi tarafları tam, doğru, hızlı ve eşit bilgilendirmeyi; kaynakları etkin kullanma ilkesi ise maddi, teknolojik ve beşeri kaynakların verimli kullanımını öngörür. Buna rekabeti ve toplumsal yararı gözetme ile suç gelirlerinin aklanmasıyla mücadele ilkeleri eklenir.

Müşterilerle ilişkiler kuralların en ayrıntılı bölümüdür. Her şey müşteriye tanıma kuralıyla başlar: üye, iş ilişkisi kurmadan önce kimlik bilgilerini alır, faaliyetleri yazılı sözleşmelere bağlar, müşterinin mali durumunu, yatırım amaçlarını, süresini ve risk ile getiri tercihlerini öğrenir, standart testleri uygular ve bu bilgileri güncel tutar. Bir ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olmadığı sonucuna varılırsa, ya da müşteri bilgi vermekten kaçınırsa, üye müşteriye uyarır. Müşteri talimatlarına, çerçeve sözleşmenin sınırları içinde ve müşterinin çıkarını koruyacak biçimde uyulur. Bilgi verme, hizmet öncesinde ve hizmet sırasında olmak üzere iki aşamada gerçekleşir; verilen bilgilerde kesin bilgilerle yoruma dayalı bilgilerin ayrımı açıkça yapılır, önceden belirlenmiş bir getiriye garanti eden ifadeler kullanılmaz. Üyeler ayrıca sır saklama yükümlülüğü altındadır; müşterilerine ait bilgileri, kanunen yetkili merciler dışında kimseye açıklamaz ve kendi veya başkasının menfaatine kullanmaz. Çıkar çatışmalarından kaçınmak için gereken çaba gösterilir, önlenemediğinde öncelikle müşteri menfaati gözetilir ve durum müşteriye bildirilir.

İlan, reklam ve promosyon kampanyaları da bu bölümün önemli bir parçasıdır. Üyeler bu kampanyalarda dürüst ve gerçekçi olur, haksız rekabete yol açacak davranışlardan kaçınır. En iyi, en güvenilir, en çok kazandıran gibi öznel ve abartılı imaj yaratmaya yönelik ifadeler kullanılmaz; mutlak getiri ya da zarara karşı garanti taahhüdünde bulunulmaz; diğer üyeleri veya onların ürünlerini kötüleyen, bir üyenin diğerinden daha güvenli olduğu izlenimini yaratan ifadeler yer verilmez. Promosyon maliyetlerinin yatırımcı hesaplarına yansıtılmaması ve promosyon süresince komisyon oranlarının yatırımcı aleyhine değiştirilmemesi de bu kapsamdadır. Müşteri şikâyetleri karşısında ise üyeler, şikâyetin nedenini araştırıp haklı olanların tekrarlanmaması için önlem alır.

Üyelerin birbirleriyle ilişkileri dayanışma ve haksız rekabetin önlenmesi ekseninde kurulur. Üyeler piyasanın sağlıklı gelişmesi ve finansal suçların önlenmesi için dayanışma içinde hareket eder, Birlik bünyesindeki bilgi bankasına sır kapsamında olmayan verileri sağlar. Haksız rekabetin önlenmesi kapsamında, diğer üyelerin ticari itibarını zedeleyecek yanıltıcı beyanlardan kaçınılır, kamuya açıklanmamış bilgiler kullanılarak işlem yapılmaz, piyasa dolandırıcılığı ve piyasa bozucu eylemlere imkân tanınmaz. Personel politikalarında da diğer üyelerin faaliyetlerini kesintiye uğratacak biçimde ekip halinde personel transferi yapılmaz ve yeni işe başlayan personelin eski üyenin müşterileriyle irtibat kurmasını en az bir ay süreyle engelleyici önlemler alınır.

Son olarak üyeler çalışanlarıyla olan ilişkilerinde belirli standartlara uyar. Çalışanların görevin gerektirdiği bilgi birikimine ve sorumluluk duygusuna sahip olması, gerekli lisansları taşıması ve etik ilkelere uyması gözetilir; mesleki özen ve titizliğin sağlanması için iç kontrol sistemleri kurulur. Çalışanlar müşterilerle borç-alacak veya müşterek hesap gibi etik dışı ilişkilere giremez, teamül üzeri hediye alamaz ve müşteri adına işlem yapmak için genel vekâletname edinemez. Üyeler ayrıca çalışanlarının kendi nam ve hesabına yapacağı sermaye piyasası işlemlerine ilişkin kurallar koyar ve bunları imtiyaz tanımayacak biçimde belirler. Bütün bu ilişkilere ek olarak üyeler, kendi bünyelerinde bu Meslek Kurallarına ve çalışanlara yönelik etik ilkelere aykırı olmayacak kurumsal etik kuralları belirler, çalışanlarından bunlara uyacaklarına dair imzalı taahhütname alır ve Birlik ile diğer kamu kurumlarına doğru, eksiksiz ve zamanında bilgi vermeye özen gösterir.

1. GENİŞ KAPSAMLI SERMAYE PİYASASI MEVZUATI VE MESLEK KURALLARI

İçindekiler

1.5.2 · Sermaye Piyasası Çalışanları Etik İlkeleri ve Davranış Kuralları

Sermaye Piyasası Etik İlkeleri: Çalışanın Davranış Kuralları

KISACA

Etik ilkeler, bir meslekte çalışanlara yol gösteren ve onları ahlaki bir çerçevede davranmaya yöneltten yazılı ilkelerdir; davranış kuralları ise bu ilkelerin ötesinde, mesleğin nasıl yapılacağına dair somut yönlendirmeler getirir. 2008 finansal krizinin ardından, piyasaların etkinlik, ekonomiklik ve verimlilik işlevlerine dördüncü bir öge olarak etik eklenmiş ve sermaye piyasası çalışanlarına rehberlik etmek üzere bir etik ilkeler ve davranış kuralları bütünü hazırlanmıştır.

Bu düzenleme altı temel etik ilkeye dayanır: bağımsız, dürüst, adil, özenli ve saygılı davranmayı içeren temel ilke; bağımsızlık, dürüstlük ve adillik; özen ve titizlik; sürekli gelişim; sır saklama ve etik düşünme. Bu ilkeler somut davranış kurallarıyla desteklenir. Çalışan mevzuatı bilmeli ve çelişki durumunda daha katı düzenlemeye uymalı; bağımsızlığını gölgeleyecek hediye ve menfaatleri reddetmeli; gerçek dışı beyanda bulunmamalı ve getiri taahhüt etmemelidir. İçsel bilgiye dayalı işlemlerden, piyasa dolandırıcılığından ve piyasa bozucu eylemlerden kaçınmalıdır. Müşterilere karşı sadakat, sağduyu ve özenle davranmalı ve müşteri çıkarını her zaman işveren ve kişisel çıkarların üstünde tutmalıdır.

Bu başlık iki kavramın ayrımıyla açılır. Etik ilkeler, belirli bir meslekte çalışanlara ya da o mesleğin örgütsel davranışlarına rehberlik eden, ahlaki kuralları içeren ve kişiyi eyleme geçme veya geçmeme sürecinde derin düşünmeye yöneltten yazılı ilkelerdir; kişiliği ve onun gelişimini hedef alan daha soyut kavramları anlatır. Davranış kuralları ise etik ilkelere uymanın yanı sıra, belirli bir meslekte çalışan kişilerin işlerini nasıl yapmaları gerektiği konusunda yol gösteren, öğretici ve sınırlayıcı somut kurallardır. İki kavram birbirini tamamlar: biri neye değer verileceğini, diğeri bu değerın uygulamada nasıl hayata geçirileceğini gösterir. Bu ayrımın önemi, sermaye piyasasının güven üzerine kurulu olmasından ileri gelir.

Bu düzenlemenin arka planında somut bir olay vardır. Finansal piyasaların temel işlevi kaynakların etkin, verimli ve ekonomik biçimde dağıtılması olarak görülmüş, tam rekabet ortamında piyasaların bunu kendiliğinden başaracağı varsayılmıştı. Ancak 2008 finansal krizi, kendi çıkarını en üst düzeye çıkarmaya çalışan katılımcıların açılmaması gereken kredileri açabildiğini ve bunların sorgulanmadan menkul kıymetleştirilip pazarlanabildiğini göstermiştir. Bu deneyim, finansın temel işlevlerine dördüncü bir öge olarak etiğin eklenmesini gerekli kılmış ve uluslararası kabul görmüş ilkeler gözetilerek sermaye piyasası çalışanlarına rehberlik edecek bir etik ilkeler ve davranış kuralları bütünü hazırlanmıştır. Amaç, karmaşık etik durumlarla karşılaşan çalışanın; yöneticilerine, kendisine bağlı çalışanlara, müşterilerine ve tüm piyasaya karşı sorumluluklarını belirlemesine destek olmaktır.

Düzenlemenin çekirdeğinde altı etik ilke yer alır. Temel ilkeye göre çalışan, kamuoyu, müşteriler, işveren, çalışma arkadaşları ve diğer katılımcılarla ilişkilerinde bağımsız, dürüst, adil, yetkin, özenli, güncel bilgilere dayalı ve saygılı davranır. Bağımsızlık, dürüstlük ve adillik ilkesine göre piyasanın onurunu ve müşteri çıkarlarını kendi kişisel çıkarının üstünde tutar, her müşteriye eşit davranır. Özen ve

titizlik ilkesi, kararlarında dikkatli ve basiretli bir kişinin aynı koşulda göstereceği özeni öngörür. Sürekli gelişim ilkesi bilgi ve becerilerin güncel tutulmasını; sır saklama ilkesi kurum ve müşteriler hakkında öğrenilen sırların açıklanmamasını ve menfaate kullanılmamasını; etik düşünme ilkesi ise çalışanın özgür iradesine dayanan bağımsız kanaatini kullanmasını ve başkalarını da etik davranmaya teşvik etmesini gerektirir.

Bu ilkeler bir dizi somut davranış kuralıyla hayata geçirilir. Mesleki uzmanlık başlığı altında çalışan, sunduğu faaliyeti tam ve yetkin biçimde gerçekleştirebilecek düzeyde mevzuatı bilmeli ve kendini güncel tutmalıdır; düzenlemeler arasında çelişki olduğunda daha katı olana göre hareket etmeli, ihlal fark ettiğinde ilgilileri uyarmalı, sonuç alamazsa işlemle ilişkisini kesmeli ve gerektiğinde Kurula, Mali Suçları Araştırma Kuruluna ve Birliğe bildirimde bulunmalıdır. Bağımsızlık ve tarafsızlık kuralı, çalışanın kendisinin ya da başkalarının tarafsızlığına gölge düşürebilecek hediye ve menfaatlerden kaçınmasını; mütevazı hediyeler kabul edilebilse de müşteri menfaatiyle çatışabilecek örtük önerilere kapalı durmasını, aksi hâlde sağlanan menfaati ilk fırsatta işverene açıklamasını ister. Gerçekdışı gösterim kuralı yanlış ve yanıltıcı beyanları, olumsuz bilgilerin gizlenmesini, başkasının çalışmasını kaynak göstermeden kullanmayı ve özellikle belirli bir getiriye garanti etmeyi yasaklar.

Dürüst işleyişi sağlama başlığı, piyasanın bütünlüğüne yönelik üç davranışı ele alır. Çalışan, henüz kamuya açıklanmamış ve fiyatı etkileyebilecek içsel bilgileri kullanarak bilgi suistimaline yol açacak işlemler yapmaktan ve bunlara yardımcı olmaktan kaçınır. Piyasa dolandırıcılığı unsurlarını taşıyan işlemlere girmez, böyle işlem yapanlara iştirak etmez ve fark ettiğinde bunları Kurula bildirir. Ekonomik bir gerekçeyle açıklanamayan, piyasanın güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozan piyasa bozucu eylemlerden de uzak durur; bu eylemler adli suç sayılacak boyutta olmasa da idari yaptırıma bağlanmıştır. Müşterilere karşı görevlerin merkezinde ise sadakat, sağduyu ve özen yer alır; çalışan müşterinin çıkarını işverenin ve kendi çıkarının üstünde tutar ve aynı işlemi kendi hesabına yapıyor olsaydı göstereceği dikkati müşterisi için de gösterir. Bu görev, müşteriye tanıma ve sınıflandırmayla başlar, uygunluk gözetilerek ve performans dürüst biçimde sunularak sürdürülür.

Son halka çalışanın işverenine ve mesleğine karşı sorumlulukları girer. İşverene karşı görevler bizzat çalışmayı, kurum varlıklarına özen göstermeyi, iş sözleşmesinden doğan yükümlülüklerle sadakati ve sağlanan menfaatlerin bildirilmesini kapsar; ancak bu sadakat, müşteri çıkarının önceliğini ortadan kaldırmaz. Sermaye piyasası faaliyetlerinin sunumunda özenli ve basiretli olma; çıkar çatışmalarında ise, bu çatışmaların kaçınılmaz olduğu kabulünden hareketle, durumun mümkünse önlenmesi, önlenemiyorsa müşteriye ve işverene açık ve anlaşılır biçimde bildirilmesi beklenir. Nihayet mesleğe karşı sorumluluk, çalışanın sermaye piyasalarının güven ve itibar üzerine kurulu olduğu bilinciyle bu güveni zedeleyebilecek her türlü davranıştan kaçınmasını gerektirir; çünkü mevzuat, kurumlar ve araçlar ne kadar gelişmiş olursa olsun, bütün bu yapıyı doğru işletecek olan sonuçta çalışanın kendisidir.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.1 • Paranın Zaman Değeri ve Faiz Hesaplamaları

Paranın Zaman Değeri: Faizden Bugünkü Değere ve Perpetüiteye

KISACA

Paranın zaman değeri, bugün elde bulunan bir liranın gelecekteki bir liradan neden daha değerli olduğunu açıklayan temel finans fikridir. Tüketimini erteleyen, yani tasarrufunu bugün kullanmaktan vazgeçen kişi bunun karşılığında bir ödül bekler; bugün gelirinden fazlasını harcamak isteyen kişi ise gelecekte daha azına razı olmak zorundadır. Enflasyonun ve belirsizliğin bulunmadığı varsayımsal bir ortamda bu değişimin bedeli paranın saf zaman değeridir; gerçek dünyada talep edilen gerekli getiri oranı ise hem vazgeçilen zamanı, hem paranın satın alma gücündeki değişimi, hem de geleceğe ilişkin belirsizliği birlikte karşılar. Bu değerın sayıya dökülmüş hali faiz hesaplamalarıdır. Basit faiz yalnızca anapara üzerinden işlerken bileşik faizde her dönemin faizi anaparaya eklenir ve faiz üzerinden faiz kazanılır; bu ayrım uzun vadede çarpıcı farklar doğurur. Aynı mantık, gelecekteki değer ile bugünkü değer hesaplamalarına, tek seferlik ve seri nakit akışlarına, eşit taksitli anüitelere ve sonsuza uzanan perpetüitelere kadar genişler.

Bütün finansal hesaplamaların altında yatan tek bir sezgi vardır: bugün elimizdeki bir lira, gelecekte bir yıl sonra elimize geçecek bir liradan daha değerlidir. Bunun nedenini görmek için tasarruf ve yatırım kararına bakmak yeterlidir. Cari gelirleri cari giderlerinden fazla olan kişiler bir fon fazlasına sahiptir ve bu fazlayı tasarruf ederler; yani bugünkü tüketimlerinden bir süreliğine vazgeçerler. Kimse bunu karşılıksız yapmaz, çünkü tüketimini erteleyen kişi gelecekte ertelediğinden daha fazlasını tüketmeyi bekler. Aynanın öbür tarafında, cari tüketimi cari gelirinden fazla olan, yani fon açığı bulunan kişiler bugün daha çok harcayabilmek için gelecekte daha azına razı olurlar. İşte tüketimi erteleyenin ödülü ya da öne çekenin bedeli olan bu büyüklüğe paranın zaman değeri denir.

Bu değeri iki katmanda düşünmek gerekir. Fiyatlar genel düzeyinin hiç değişmediği ve geleceğe dair hiçbir belirsizliğin olmadığı varsayımsal bir dünyada, bugünkü bir parasal büyüklük ile gelecekteki bir parasal büyüklük arasındaki değişimin bedeli paranın saf zaman değeridir. Oysa gerçek dünyada fiyatlar değişir ve gelecek belirsizdir. Bu yüzden yatırımcının fonundan vazgeçmesi karşılığında talep ettiği ödül üç şeyi birden karşılamak zorundadır: vazgeçilen zamanı, paranın satın alma gücündeki değişimi ve gelecekteki ödemelere ilişkin belirsizliği. Yatırımcının bu üç unsuru kapsayacak biçimde istediği ödüle gerekli getiri oranı denir; paranın zaman değeri hesaplamalarının temelinde bu oran durur.

Bu soyut fikir en somut biçimde borç verme ve borç alma sürecinde görünür hale gelir. Borç verilen fon karşılığında talep edilen gelire ya da borç alınan fon karşılığında katlanılan bedele faiz denir; borç veren bir faiz geliri elde ederken borç alan bir faiz giderine katlanır. Yıllık faiz gelirin borç verilen tutara oranı da faiz oranıdır. Hesaplama tekniğine göre iki tür faiz ayırt edilir. Basit faiz, yatırım süresi boyunca yalnızca anapara üzerinden hesaplanır; bugünkü bir tutarın t dönem sonundaki değeri, anaparanın bir artı faiz oranı çarpı süre ile çarpımına eşittir. Bileşik faizde ise her dönemin faizi anaparaya eklenir ve bir

sonraki dönemin faizi bu büyümüş tutar üzerinden işler; burada gelecekteki değer, anaparanın bir artı faiz oranının süre kadar üssü ile çarpımıdır. İki yöntemin farkı kısa vadede küçük görünse de uzun vadede çarpıcı hale gelir. Örneğin bin liralık bir mevduat elli yıl boyunca yıllık yüzde on faizle tutulduğunda basit faizle yalnızca beş bin lira faiz kazanılırken, bileşik faizle toplam yüz on yedi bin küsur liraya ulaşılır; aradaki devasa fark, önceki yılların faizi üzerinden kazanılan faizden, yani bileşik etkiden doğar.

Bileşiklemenin ne sıklıkla yapıldığı da sonucu değiştirir. Bir banka faizi yılda birden çok kez, örneğin altı ayda bir hesaplarsa, ilan edilen yıllık basit oran gerçek getiriyi olduğundan düşük gösterir. Bunu düzeltmek için efektif yıllık orana bakılır: bu oran, yıllık basit oranın dönem sayısına bölünüp bire eklenmesinin dönem sayısı kadar üssünden bir çıkarılarak bulunur. Yüzde yirmi yıllık oran altı ayda bir bileşiklendiğinde efektif oran yüzde yirmi bire, yüzde sekiz yıllık oran üç ayda bir bileşiklendiğinde ise yüzde sekiz virgöl yirmi dörde çıkar. Farklı yatırımları dürüstçe karşılaştırmak için hep bu efektif orana çevirmek gerekir. Bileşikleme sıklığının teorik üst sınırı yoktur; dönem sayısı sonsuza götürüldüğünde sürekli bileşik faize ulaşılır ve efektif oran, matematiksel sabit e sayısının faiz oranı kadar üssünden bir çıkarılarak hesaplanır. Yüzde on sürekli bileşik oran, yaklaşık yüzde on virgöl elli iki bir efektif yıllık orana denk gelir; opsiyon fiyatlaması gibi türev alınması gereken hesaplarda faiz genellikle bu sürekli biçimiyle ifade edilir.

Paranın zaman değeri hesaplamaları iki yönde işler. Gelecekteki değer, bugünkü bir tutarın faiz kazandıktan sonra ileride ulaşacağı büyüklüktür; bugünkü değer ise gelecekteki bir tutarın bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmiş halidir. Buradaki iskonto oranı, gelecekteki bir büyüklüğü bugüne çekmek için kullanılan faiz oranından başka bir şey değildir. Tek seferlik bir nakit akışında hesap doğrudandır: gelecekteki değer için anapara bileşik faizle büyütülür, bugünkü değer için gelecekteki tutar aynı çarpanla bölünür. Nakit akışı seri halinde, yani birden çok dönemde gerçekleşiyorsa iki durum ayrışır. Dönemden döneme farklı tutarlar söz konusuysa her dönemin değeri tek tek hesaplanıp toplanır; başka yolu yoktur. Ancak dönemsel aralıkları eşit, tutarları aynı ve yönleri aynı olan nakit akışları bir bütün olarak ele alınabilir ve bunlara anüite denir. Bir anüitenin gelecekteki değeri, taksit tutarının, bir artı faizin dönem sayısı kadar üssünden bir çıkarılıp faize bölünmesiyle bulunan çarpanla çarpılmasıdır; bugünkü değeri ise taksitin, bir eksi bir artı faizin eksi dönem sayısı üssünün faize bölünmesiyle elde edilen çarpanla çarpımıdır. Taksitler dönem başında ödeniyorsa bu sonuç ayrıca bir artı faizle çarpılarak düzeltilir. Aynı mantıkla, bir kredinin belirli bir süre sonra kalan bakiyesi de vadeye kalan taksitlerin bugünkü değeri olarak hesaplanabilir.

Nakit akışı teorik olarak sonsuza kadar sürüyorsa perpetüite kavramına geçilir. Her dönem sonunda sabit bir tutar ödeyen sonsuz bir serinin bugünkü değeri, tutarın iskonto oranına bölünmesiyle bulunur; süresiz kira geliri sağlayan bir işyeri buna yaklaşan bir örnektir. Yıllık net kirası seksen bin lira olan ve yüzde kırk getiri beklenen bir işyeri için ödenebilecek azami değer, seksen bin bölü kırk yüzde, yani iki yüz bin liradır. Gerçek hayatta kira ve temettü gibi akışlar çoğu zaman sabit kalmaz, her yıl belli bir oranda büyür; bu durumda büyüyen perpetüite kullanılır ve değer, birinci dönem nakit akışının gerekli getiri oranı eksi büyüme oranına bölünmesiyle bulunur. Bu formülün geçerli olması için gerekli getiri oranının büyüme oranından büyük olması şarttır, aksi halde değer sonsuza gider. Aynı ifade hisse

senedine uygulandığında Gordon modeli olarak bilinir: bir hissenin bugünkü teorik değeri, bir yıl sonra beklenen temettünün gerekli getiri eksi büyüme oranına bölünmesidir; beklenen temettü ise son ödenen temettünün bir artı büyüme oranıyla çarpılmasıyla elde edilir. Büyüme oranındaki küçük bir düşüşün bile teorik değeri ciddi biçimde eritmesi, bu modelin en dikkat çeken özelliğidir ve değerlemenin varsayımlara ne kadar duyarlı olduğunu gösterir.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.2 · Getiri ve Risk

Getiri ve Risk: Ölçüm Yöntemleri, Çeşitlendirme ve Risk Primi

KISACA

Finansal varlıklar, fiziksel varlıkların aksine yalnızca iki özellikleriyle değerlendirilir: getiri ve risk. Getiri hem dönemsel gelirden, yani temettü veya faizden, hem de fiyat değişiminden doğan sermaye kazancından oluşur. Tek dönemlik elde tutma getirisinin tek bir hesabı vardır; çok dönemli getiriyi özetlemenin ise birden çok yolu bulunur. Aritmetik ortalama gelecek tek dönemi tahmin ederken, bileşik etkiyi hesaba katan geometrik ortalama geçmiş performansı özetlerken uygundur ve her zaman aritmetik ortalamaya eşit ya da ondan küçüktür. Para giriş çıkışlarını dikkate alan para ağırlıklı getiri yatırımcının gerçek kazancını, bunları dışlayan zaman ağırlıklı getiri ise fon yöneticisinin becerisini ölçer. Riskin en yaygın ölçüsü, getirilerin ortalama etrafındaki yayılımını gösteren varyans ve onun karekökü olan standart sapmadır. Bir portföyün riski tekil risklerin ortalaması değildir; varlıkların birlikte hareketini ölçen kovaryans ve korelasyon devreye girer. Düşük korelasyon çeşitlendirme yoluyla riski azaltır. Beklenen getiri ile risk arasında pozitif bir denge vardır; alınan fazladan riskin karşılığı risk primidir.

Bir kitaplık ya da otomobil seçerken onlarca özelliğe bakarız; oysa finansal varlıkları değerlendirmek çok daha sadedir, çünkü bir menkul kıymet yalnızca iki özelliğiyle, getirisi ve riskiyle tanımlanır. Getiri iki kaynaktan beslenir: birincisi temettü ya da faiz gibi dönemsel gelirlerdir ve her varlıkta bulunmayabilir; ikincisi varlığın fiyatındaki artış ya da azalıştan doğan sermaye kazancı veya kaybıdır. Tek bir dönem için hesaplanan getiriye elde tutma getirisi denir ve dönem boyunca elde edilen sermaye kazancı ile kâr payı veriminin toplamına eşittir. Örneğin yüz liraya alınan bir hisse senedi dönem sonunda yüz on liraya çıkıp dört lira temettü ödüyorsa, yüzde onluk sermaye kazancına yüzde dörtlük kâr payı verimi eklenir ve elde tutma getirisi yüzde on dört olur. Getiri birden çok döneme yayıldığında dönemlerin getirileri bileşik faiz mantığıyla, yani her birinin bir fazlasının çarpımından bir çıkarılarak birleştirilir.

Çok dönemli getiriyi tek bir sayıyla ifade etmenin başlıca iki yolu vardır. Aritmetik getiri, dönem getirilerinin basit ortalamasıdır ve her dönem başında aynı tutarın yatırıldığını varsayar. Geometrik getiri ise her dönemin kazancının bir sonrakine eklendiği bileşik mantığı izler; dönem getirilerinin bir fazlalarının çarpımının dönem sayısı kadar kökü alınıp bir çıkarılarak bulunur. İki sonuç, özellikle getiriler işaret değiştirdiğinde ve birbirinden uzaklaştığında belirgin biçimde ayrışır. Geometrik ortalama her zaman aritmetik ortalamaya eşit ya da ondan küçüktür; eşitlik yalnızca tüm dönem getirileri aynıysa geçerlidir ve iki ortalama arasındaki fark verideki oynaklıkla, yani volatilityle birlikte büyür. Pratik bir kural olarak geometrik getiri yaklaşık olarak aritmetik getiriden varyansın yarısı kadar düşüktür. Bu yüzden gelecek tek bir dönemin beklenen getirisini tahmin ederken aritmetik ortalama, çok dönemli geçmiş performansı özetlerken ise geometrik ortalama tercih edilir. Bu iki yöntem de paranın dönem başında bir kez yatırıldığını varsayar. Yatırımcı dönem aralarında portföyüne para ekleyip çıkarıyorsa gerçek getiri, tüm nakit akışlarının bugünkü değerini sıfırlayan iskonto oranı olan iç verim oranıyla, yani

para ağırlıklı getiriyle hesaplanır. Bu yöntem yatırımcının cebine gerçekte ne girdiğini gösterir ama nakit hareketleri kişiden kişiye değiştiği için karşılaştırmaya elverişli değildir. Fon yöneticisinin becerisini ölçmek istediğimizde ise yatırımcının para giriş çıkışlarının etkisini dışlayan zaman ağırlıklı getiri kullanılır; burada iki büyük nakit hareketi arasındaki her alt dönemin getirisi ayrı hesaplanıp bunlar birbirine bağlanır. Farklı vadeli yatırımları kıyaslayabilmek için ise tüm getiriler, dönem getirisinin yıl içindeki dönem sayısı kadar bileşiklenmesiyle yıllık bazda ifade edilir. Geleceğe dönük kararlarda ise beklenen getiri öne çıkar; bu, olası getirilerin gerçekleşme olasılıklarıyla ağırlıklı ortalamasıdır. Bir portföyün getirisi de içindeki varlıkların getirilerinin, portföy ağırlıklarıyla alınan ağırlıklı ortalamasıdır ve ağırlıklar toplamı bire eşittir.

Getiriyi olduğu gibi almak yanıltıcı olabilir, çünkü birkaç faktör onu aşındırır. Vergi sonrası getiri, vergi öncesi getirinin bir eksi vergi oranıyla çarpılmasıyla bulunur. Nominal getiri reel risksiz faiz, enflasyon ve risk priminden oluşur; enflasyondan arındırılmış reel getiri, nominal getirinin enflasyon oranıyla iskonto edilmesiyle elde edilir ve hem dönemler hem ülkeler arası karşılaştırma için gereklidir. Komisyon ve yönetim giderleri düşülmeden önceki getiri brüt, düşüldükten sonraki getiri nettir. Borçla yapılan yatırım ise kaldıraç etkisiyle getiriyi büyütür; ancak yatırımcının borç için ödediği faizi de mutlaka düşmesi gerekir.

Madalyonun öteki yüzü risktir. Risk, beklenenden farklı sonuçların ortaya çıkma ihtimalidir ve belirsizlikten farkı, olasılık dağılımının objektif olarak bilinebilmesidir. Riskin en yaygın ölçüsü, getirilerin aritmetik ortalama etrafındaki dağılımını gösteren varyanstır; varyansın karekökü olan standart sapma da aynı riski getirinin kendi biriminde ifade eder. Örneklemlerle çalışırken sapmaların karelerinin toplamı, yanlılığı önlemek için dönem sayısının bir eksiğine bölünür. Standart sapma ortalamasının hem üstündeki hem altındaki sapmaları simetrik ölçer; oysa yatırımcıyı asıl kaygılandıran aşağı yönlü sürprizlerdir. Bu yüzden yalnızca belirlenen hedef getirinin altında kalan gözlemlerin yayılımını ölçen semivaryans, yani aşağı yönlü sapma da kullanılır. Bir portföyün riskini hesaplarken tekil risklerin ağırlıklı ortalamasını almak yanlış olur, çünkü varlıkların birbiriyle olan ilişkisi portföyün riskini artırabilir ya da azaltabilir. Bu ilişki önce kovaryansla, yani iki getirinin zaman içinde birlikte hareketiyle ölçülür; ancak kovaryansın büyüklüğü tek başına yorumlanamadığı için kovaryansı iki varlığın standart sapmalarının çarpımına bölerek elde edilen ve eksi bir ile artı bir arasında değer alan korelasyon katsayısı kullanılır. İki varlıklı bir portföyün varyansı, ağırlıkların karesiyle çarpılmış tekil varyansların toplamına, iki ağırlık ile korelasyon ve standart sapmaların çarpımının iki katının eklenmesiyle bulunur. Korelasyon güçlü bir özet ölçü olsa da sınırları vardır: yalnızca doğrusal ilişkileri yakalar, uç gözlemlere aşırı duyarlıdır ve yüksek bir korelasyon nedensellik anlamına gelmez; temeli olmayan yanıltıcı korelasyonlara dayanmak tehlikelidir.

Getiri ile risk arasında pozitif bir denge kuruludur; etkin piyasalarda fazladan risk almadan fazladan getiri elde edilemez. Yatırımcının aldığı ek riske karşılık kazandığı ek getiriye risk primi denir. Hazine bonusu yalnızca nominal risksiz faizi getirdiği için risk primi taşımaz kabul edilir; devlet tahvili vade uzadıkça vade primi ekler; kurumsal tahvil buna kredi ve likidite primi katar; hisse senedi ise en üste ilave bir risk primi bindirir. Son olarak, ortalama ile varyansı kullanmak getirilerin normal dağıldığını varsayar; oysa gerçek getiriler normal dağılmaz. Bu sapma iki biçimde görünür: çarpıklık, getirilerin

ortalama etrafında simetrik dağılmamasıdır; basıklık ise olağandışı uç olayların normal dağılımın öngördüğünden çok daha sık yaşanması, yani kalın kuyruklardır ve riske maruz değer gibi tekniklerle değerlendirilir. Piyasanın işleyişini bozan bir başka unsur da likiditedir; düşük likidite, alım satım farkını ve fiyat etkisini büyütür ve işlem maliyetini artırır.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.3 · Portföy Teorisi

Portföy Teorisi: Fayda, Etkin Sınır ve Portföy Seçimi Teoremi

KISACA

Portföy teorisi, getiri ile riski ilk kez birlikte ve nesnel biçimde ele alan modern finans kuramıdır. Temelinde fayda teorisi yatar: rasyonel yatırımcılar tatminlerini en yükseğe çıkarmak ister, ama azalan marjinal fayda nedeniyle çoğu riskten kaçınır. Bir yatırımcının aynı faydayı sağlayan getiri-risk bileşimlerini birleştiren kayıtsızlık eğrileri, onun bir birim ek risk için ne kadar ek getiri istediğini gösterir. Harry Markowitz'in 1952'deki Ortalama-Varyans Modeli, beklenen getiriyi istenen, varyansı istenmeyen bir şey sayar ve riski düşürmenin en etkin yolunu çeşitlendirmede bulur. Belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriyi sunan portföyler etkin portföylerdir; bunları birleştiren eğri etkin sınırdır. Yatırımcının optimal portföyü, etkin sınır ile kendi kayıtsızlık eğrisinin teğet olduğu noktadadır. James Tobin portföye risksiz varlığı ekleyerek kararı iki aşamaya ayırmış; risksiz varlık ile etkin sınıra teğet portföyün bileşiminden oluşan varlık bileşim doğrusu, tüm yatırımcılar için ortak olan üstün bir riskli portföyü ortaya çıkarmıştır.

Portföy teorisi, finansın belki de en önemli kavramsal sıçramasıdır, çünkü getiri ile riski ilk kez öznel yargılardan bağımsız, tamamen matematiksel bir çerçevede birlikte ele alır. İşe faydadan başlamak gerekir. Fayda, bir şeye sahip olmanın kişide yarattığı tatmindir ve rasyonel bireyler bu tatmini en yükseğe çıkarmak ister. Ancak fayda görecelidir ve azalan marjinal fayda ilkesine tabidir: servet arttıkça her ek birimin sağladığı ek tatmin azalır. Bu ilke, insanların neden çoğunlukla riskten kaçındığını açıklar. Bir yazı tura oyununda yüzde elli olasılıkla yüz lira kazanma ya da garanti elli lira alma seçenekleri arasında, kaybın acısı kazancın hazzından büyük olduğu için riskten kaçınan birey garanti tutarı seçer; riskli seven birey oyunu oynar; riske kayıtsız birey ise iki seçenek arasında farksızdır. Yatırımcı tercihlerini sayısallaştırmak için basit bir fayda fonksiyonu kullanılır: fayda, beklenen getiriden, riskten kaçınma katsayısı ile varyansın yarısının çarpımının çıkarılmasına eşittir. Buradaki katsayı riskten kaçınanlar için pozitif ve ne kadar büyükse yatırımcı bir birim ek risk için o kadar büyük getiri telafisi ister; riske kayıtsızlar için sıfır, riskli sevenler için negatiftir.

Yatırımcı kararını iki değişkene, beklenen getiri ile standart sapmaya göre verir. Aynı fayda düzeyini sağlayan farklı getiri-risk bileşimleri getiri-risk düzlemine taşındığında bir kayıtsızlık eğrisi oluşur; her fayda düzeyi için ayrı bir eğri çizilir. Bir eğri üzerindeki tüm noktalar aynı faydayı verir, çünkü daha yüksek risk daha yüksek getiriyle dengelenir. Eğriler kuzeybatıya, yani daha yüksek getiri ve daha düşük risk yönüne gidildikçe daha yüksek fayda düzeylerini temsil eder ve birbirlerini kesmezler. Riskten kaçınan bir yatırımcının eğrileri azalan marjinal fayda gereği içbükeydir; eğimleri ise yatırımcının riske duyarlılığını yansıtır. Daha dik eğriler riske daha duyarlı, daha yatık eğriler ise daha az duyarlı yatırımcıya aittir; riske kayıtsız yatırımcının eğrileri risk eksenine paraleldir.

Bu zemin üzerine 1952 yılında Harry Markowitz'in Portföy Seçimi başlıklı çalışması modern portföy kuramını inşa eder. Markowitz beklenen getiriyi istenen, getirinin varyansını istenmeyen bir büyüklük

olarak değerlendiren yatırımcı için bir yöntem önerir ve varyansı azaltmanın en etkin yolunun çeşitlendirme olduğunu gösterir. Çeşitlendirmenin gücü varlıkların birlikte hareketine bağlıdır: tam pozitif korelasyonda portföy riski tekil risklerin ağırlıklı ortalamasına eşit olur ve çeşitlendirmeden hiç fayda gelmez; tam negatif korelasyonda uygun ağırlıklarla risk teorik olarak tamamen sıfırlanabilir; gerçek varlıkların çoğunun bulunduğu ara değerlerde ise portföy riski bileşenlerin ağırlıklı risk toplamından düşük çıkar ve getiri-risk düzleminde sola kavisli bir eğri oluşur. Bu eğri üzerinde standart sapmanın en düşük olduğu noktaya minimum varyans portföyü denir. Piyasadaki sınırsız sayıda portföy yatırımcının fırsat kümesini oluşturur; bunlar arasından belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriyi ya da belirli bir getiri düzeyinde en düşük riski sunanlar etkin portföylerdir ve bunları birleştiren eğriye etkin sınır adı verilir. Yatırımcının bu sınır üzerindeki tercihi kayıtsızlık eğrileriyle belirlenir: optimal portföy, etkin sınır ile yatırımcının ulaşabildiği en yüksek kayıtsızlık eğrisinin teğet olduğu noktada oluşur ve riske daha duyarlı yatırımcı için etkin sınırın daha solunda, daha az duyarlı yatırımcı için daha sağında yer alır.

Çeşitlendirmenin bir sınırı olduğunu görmek için portföye giderek daha çok varlık eklendiğini düşünmek gerekir. Eşit ağırlıklı ve çok sayıda varlıktan oluşan bir portföyün varyansı, tekil varlıkların ortalama varyansının varlık sayısına bölünmüş hali ile varlıklar arasındaki ortalama kovaryansın toplamı biçiminde yazılabilir. Varlık sayısı sonsuza yaklaştıkça ilk terim sıfıra gider, yani tekil varlıklara özgü idiosinkratik risk çeşitlendirmeyeyle tamamen yok edilebilir; ancak ikinci terim ortalama kovaryansa yakınsar. Bu, ne kadar çeşitlendirilirse çeşitlendirilsin yok edilemeyen bir risk katmanının kaldığını gösterir; ilerideki bölümlerde piyasa riski ya da sistematik risk adını alacak olan da budur.

Markowitz'in modeli yalnızca riskli varlıklardan oluşan bir evren varsayar. Oysa gerçek yatırımcı portföyünde nakde ya da hazine bonosu, devlet tahvili gibi risksiz sayılan varlıklara da yer verir. James Tobin 1958'deki çalışmasıyla bu boşluğu doldurur ve portföy seçiminin iki bağımsız aşamadan oluştuğunu gösterir. İlk aşamada yatırımcı ne kadar risk üstleneceğine, yani portföyünün ne kadarını risksiz ne kadarını riskli varlığa ayıracağına karar verir; bu tamamen kişisel bir tercihtir. İkinci aşamada ise portföyün riskli kısmını oluşturacak varlıkları seçer ve bu seçim şaşırtıcı biçimde herkes için aynı sonucu verir. Risksiz varlığın standart sapması sıfır olduğundan, risksiz varlık ile riskli bir portföyün bileşimi getiri-risk düzleminde bir doğru çizer; bu doğrunun getiri eksenini kestiği nokta risksiz faiz oranı, eğimi ise riskli portföyün risk primi başına getirisidir. Bu doğruya varlık bileşim doğrusu denir. Doğru üzerinde risksiz varlığın da bulunduğu noktalar ödünç veren portföyleri, yatırımcının risksiz faizle borçlanıp tümünü riskli portföye yatırdığı noktalar ise ödünç alan portföyleri temsil eder. Bütün doğrular içinde etkin sınıra teğet olan, aynı risk düzeyinde en yüksek getiriyi sunar; bu teğet nokta, tüm yatırımcılar için ortak ve diğer bütün etkin portföylerden üstün olan tek riskli portföyü verir. Böylece yatırımcıya kalan tek iş, kendi risk iştahına göre bu ortak portföy ile risksiz varlık arasındaki dağılımı belirlemektir. Tobin'in bu ayrımı yalnızca portföy seçimini kolaylaştırmakla kalmaz, daha sonra Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'nin de temelini oluşturur.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.4.1 • Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM): Beta, Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu ve Alfa

KISACA

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli, kısaca FVFM, sermaye piyasası dengede iken riskli bir varlığın beklenen getirisi ile riski arasındaki ilişkiyi açıklayan ilk denge modelidir; Sharpe, Lintner ve Mossin tarafından birbirinden bağımsız olarak geliştirilmiştir. Modelin çıkış noktası, homojen beklentilere sahip tüm yatırımcıların risksiz varlık ile aynı riskli portföyün, yani tüm varlıkları pazar değeri ağırlığında içeren pazar portföyünün bileşimine yatırım yapacağıdır. FVFM'nin en önemli katkısı riskin yeniden tanımlanmasıdır: çeşitlendirmeye yok edilebilen sistematik olmayan risk için piyasa prim ödemez, bu yüzden yalnızca pazara duyarlılığı ölçen beta katsayısı fiyatlanır. Buna göre bir varlığın beklenen getirisi, risksiz faize, betanın pazar risk primiyle çarpımının eklenmesiyle bulunur; bu ilişkinin grafiği Menkul Kıymet Pazarı Doğrusudur. Betası birden büyük varlıklar agresif, küçük olanlar defansiftir. Bir varlığın beklenen getirisinin doğrunun öngördüğü adil getiriden farkı alfa'dır ve düşük fiyatlanmış varlıkları belirlemenin ölçüsüdür.

Portföy teorisi ve onun uzantısı olan sermaye piyasası teorisi kurulduktan sonra sıra, riskli varlıkların fiyatlarını dengede açıklayacak bir modele gelmişti. Bu boşluğu dolduran ilk model Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'dir; Harry Markowitz'in çalışmasından yaklaşık on iki yıl sonra William Sharpe, John Lintner ve Jan Mossin tarafından birbirinden bağımsız olarak, neredeyse eşzamanlı geliştirildiği için standart biçimi kimi zaman Sharpe-Lintner-Mossin versiyonu diye anılır. Model iki temel işe yarar. Birincisi, riski verili bir varlığın dengede sağlaması gereken adil getiriyi belirleyerek bir karşılaştırma ölçütü sunar; varlığın beklenen getirisi bu adil getirinin üzerindeyse varlık düşük, altındaysa yüksek fiyatlanmış demektir. İkincisi, henüz işlem görmeyen bir varlığın, örneğin ilk kez halka arz edilecek bir hissenin beklenen getirisini tahmin etmeye yardımcı olur.

Modelin zemini Sermaye Piyasası Doğrusudur. Risksiz faizden borç alıp verebilen ve homojen beklentilere sahip yatırımcılar düşünüldüğünde, risksiz faiz oranından çizilip etkin sınıra teğet geçen doğrunun değme noktası, risk tercihindan bağımsız olarak herkes için aynı olan tek riskli portföyü verir. Dengede tüm yatırımcılar aynı riskli portföye yatırım yaptığına göre bu portföy pazar portföyü olmak zorundadır; yani her varlığın, kendi pazar değerinin tüm riskli varlıkların toplam pazar değerine oranı kadar yer aldığı portföydür. Sermaye Piyasası Doğrusuna göre etkin bir portföyün beklenen getirisi, risksiz faize, portföyün standart sapması ile riskin pazar fiyatının çarpımının eklenmesiyle bulunur; buradaki riskin pazar fiyatı, pazarın risk priminin pazarın standart sapmasına oranıdır. Ancak bu doğru yalnızca iyi çeşitlendirilmiş etkin portföyler için geçerlidir, çünkü onlarda toplam risk sistematik riske eşittir; tekil varlıklar sistematik olmayan riski de taşıdığı için bu doğru onlar için işlemez. Bu sınırı aşan da FVFM'nin asıl inceliğidir: model riski toplam volatilité yerine yalnızca sistematik bileşen olarak yeniden tanımlar ve bir varlığın sistematik riskini, getirisinin pazar portföyünün getirisindeki değişimlere duyarlılığını ölçen beta katsayısıyla ifade eder. Beta, varlığın pazar portföyüyle kovaryansının pazarın

varyansına oranıdır ve aynı zamanda varlığın standart sapması ile pazarla korelasyonunun çarpımının pazarın standart sapmasına bölünmesine eşittir.

Neden yalnızca sistematik risk fiyatlanır? Çünkü çeşitlendirmeyeyle eritilebilen bir risk için yatırımcının fazladan prim talep etmesinin ekonomik bir dayanağı yoktur. İyi çeşitlendirilmiş bir portföye yeni bir hisse eklendiğinde, o hissenin şirkete özgü riski portföyde zaten eridiği için yalnızca portföyün toplam riskine yaptığı marjinal katkı, yani sistematik riski önemlidir. Bu mantık üzerine FVFM'nin en ünlü eşitliği kurulur: bir varlığın beklenen getirisi, risksiz faize, varlığın betası ile pazarın risk priminin, yani pazar getirisi eksi risksiz faizin çarpımının eklenmesine eşittir. Bu beklenen getiri ile beta ilişkisinin grafiği Menkul Kıymet Pazarı Doğrusudur; dikey ekseninde beklenen getiri, yatay ekseninde beta yer alır, doğru risksiz faizden başlar ve pazar portföyünün betası tanım gereği bir olduğu için eğimi pazarın risk primine eşittir. Sermaye Piyasası Doğrusundan farkı çok önemlidir: o doğru riski standart sapmayla ölçer ve yalnızca etkin portföyler için geçerliken, Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu riski betayla ölçer ve hem portföyler hem de tekil varlıklar için geçerlidir. Betası birden büyük olan varlıklar pazara ortalamanın üzerinde duyarlıdır ve agresif, sıfır ile bir arasında olanlar defansif, negatif olanlar ise pazarla ters yönde hareket eden varlıklardır; risksiz varlığın betası sıfırdır.

Model bir denge tablosu çizer, ama gerçek dünya bu dengeden sapar ve işte bu sapma yatırımcı için fırsat üretir. Bir varlığın gerçekte beklenen getirisi ile Menkul Kıymet Pazarı Doğrusunun öngördüğü adil getiri arasındaki farka alfa denir. Alfası pozitif olan, yani doğrunun üzerinde yer alan varlık düşük fiyatlanmıştır ve zamanla adil fiyatına yükseleceği beklentisiyle cazip bir alım fırsatıdır; alfası negatif olan, doğrunun altındaki varlık ise yüksek fiyatlanmıştır. Örneğin pazarın beklenen getirisi yüzde on altı, risksiz faiz yüzde sekiz ve bir hissenin betası bir virgöl yirmi beş ise, doğrunun öngördüğü adil getiri yüzde on sekizdir; yatırımcı bu hisseden yüzde yirmi bekliyorsa alfa yüzde iki olur. Menkul kıymet analizinin amacı da alfası sıfırdan farklı varlıkları bulmaktır. Betanın kendisi uygulamada iki yolla tahmin edilir: doğrudan kovaryans oranından ya da varlığın tarihsel getirilerinin pazar getirisi üzerine regresyonundan. Bu regresyon menkul kıymet karakteristik doğrusu olarak adlandırılır; doğrunun eğimi betayı verir, belirlilik katsayısı ise varlığın getirisindeki değişkenliğin ne kadarının pazarla açıklanabildiğini gösterir. Uygulamada FVFM'nin gözlemlenemeyen teorik pazar portföyü yerine BIST 100 gibi gerçek bir endeksin kullanıldığı endeks modeli tercih edilir; bu modelin betası FVFM'deki betayla aynıdır ve tek fark, teorik pazar portföyü yerine gözlemlenebilir bir endeksin konmuş olmasıdır. Ampirik testler modeli tümüyle doğrulamasa da, risk-getiri ilişkisine getirdiği açık kavramsal çerçeve ve pratik kullanışlılığı, FVFM'yi en yaygın varlık fiyatlama modeli yapmaya devam eder.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.4.2 · Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT): Faktör Modeli ve Arbitrajsız Denge

KISACA

Arbitraj Fiyatlama Teorisi, Stephen Ross tarafından geliştirilen ve varlık getirilerini bir faktör modeliyle açıklayan alternatif bir denge modelidir. Çıkış noktası arbitrajın olmamasıdır: benzer nitelikteki varlıklar aynı fiyattan işlem görmelidir, çünkü fiyat farkı olsaydı yatırımcılar sıfır net yatırımla risksiz kazanç sağlar ve bu işlemler fiyatları hızla dengeye çekerdi. Teori üç önermeye dayanır: getiriler bir faktör modeliyle ifade edilebilir, piyasada iyi çeşitlendirme yapacak kadar çok menkul kıymet vardır ve sürekli arbitraj fırsatına yer yoktur. İyi çeşitlendirilmiş bir portföyde şirkete özgü risk yok olduğundan getiri neredeyse tümüyle faktöre duyarlılıkla, yani faktör betasıyla açıklanır. Denge de aynı faktör betasına sahip iki iyi çeşitlendirilmiş portföyün beklenen getirisi eşit olmak zorundadır; farklıysa arbitraj doğar. Böylece bir portföyün risk primi faktör betasıyla doğru orantılı olur. Tek faktör olarak pazar portföyü alındığında sonuç FVFM'ye benzer. FVFM'den farkı, gözlemlenemeyen pazar portföyünü zorunlu kılmaması ve daha esnek olmasıdır; ancak tekil varlıkların hepsi için geçerliliği garanti değildir.

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli riski beklenen getiri ve varyans temelinde açıklarken, Stephen Ross'un 1976 ve 1977'deki çalışmalarıyla ortaya koyduğu Arbitraj Fiyatlama Teorisi bambaşka bir kapıdan girer: getirileri belirleyen süreç verilirse, arbitraj imkânının olmaması koşulu varlık fiyatlarının nasıl oluşması gerektiğini tek başına belirler. Arbitraj, yanlış fiyatlanmadan yararlanarak risksiz kazanç elde etmektir; benzer ya da aynı niteliklere sahip, ama farklı fiyattan işlem gören bir varlığın eşanlı alınıp satılmasıyla fiyat farkından kazanç umulur. Sermaye piyasası teorisinin en temel ilkesi, denge fiyatlarının rasyonel olması sonucu arbitraj imkânının bulunmamasıdır. Bu, aynı nitelikteki iki varlığın aynı fiyattan işlem göreceğini söyleyen Tek Fiyat Kanunu'na dayanır; kanun ihlal edilirse yatırımcılar ucuz piyasada alıp pahalı piyasada satarak fiyatları hızla eşitler.

Teorinin ilk yapı taşı faktör modelidir. Riskli bir varlığın getirisindeki belirsizliğin iki kaynağı vardır: tüm varlıkları etkileyen ortak bir makroekonomik faktör ve yalnızca o şirkete özgü olaylar. Tek faktörlü bir modelde bir varlığın gerçekleşen getirisi, beklenen getirisine, faktörün beklenen değerinden sapması ile varlığın bu faktöre duyarlılığının çarpımının ve şirkete özgü hata teriminin eklenmesiyle bulunur. Faktör beklenmeyen gelişmeleri temsil ettiği için beklenen değeri sıfırdır; şirkete özgü terimlerin de hem kendi aralarında hem faktörle korelasyonsuz olduğu varsayılır. Ross'un teorisi üç önermeye dayanır: getiriler böyle bir faktör modeliyle ifade edilebilir, piyasada şirkete özgü riski çeşitlendirmeye eritecek kadar çok menkul kıymet vardır ve piyasalar sürekli arbitraj fırsatına izin vermeyecek kadar iyi çalışır.

İkinci yapı taşı iyi çeşitlendirilmiş portföydür. Çok sayıda hisseden oluşan bir portföyün varyansı sistematik ve sistematik olmayan bileşenlere ayrılır; portföydeki hisse sayısı arttıkça her hissenin ağırlığı küçüldüğü için sistematik olmayan bileşen sıfıra yaklaşır. Şirkete özgü riskin ihmal edilebilecek düzeye indiği böyle bir portföyün getirisi artık neredeyse tümüyle beklenen getirisi ile faktör betasının

faktörle çarpımının toplamına eşit olur; getiri, faktöre gösterilen duyarlılıkla açıklanır. Buradan teoremin kalbi çıkar: dengede, aynı faktör betasına sahip iki iyi çeşitlendirilmiş portföyün beklenen getirisi eşit olmak zorundadır. Eğer biri daha yüksek getiri sunuyorsa, yatırımcı yüksek getirili portföyde uzun, düşük getirili portföyde kısa pozisyon alarak faktör betalarını birbirini götürecek biçimde nötrler ve hiçbir sermaye koymadan, hiçbir risk almadan iki portföyün getirileri arasındaki farkı cebe indirir. Bu kazanç uzun süremez; işlemler fiyatları getiriler eşitlenene kadar dengeye çeker. Aynı mantık, faktör betaları farklı iyi çeşitlendirilmiş portföylerin risk primlerinin faktör betalarıyla doğru orantılı olmasını gerektirir; aksi halde bir portföyle risksiz varlığın uygun bileşiminden aynı betaya sahip ama daha ucuz bir alternatif kurulup arbitraj yapılabilir. Faktör betalarının negatif değer alabildiğini de belirtmek gerekir; örneğin petrol fiyatı faktörüne bir havayolu hissesi negatif duyarlılık gösterir, çünkü petrolün yükselmesi maliyetini artırıp getirisini düşürür.

Risk-getiri argümanı ile arbitraj argümanı arasında önemli bir fark vardır. FVFM'nin dayandığı risk-getiri yaklaşımında bir denge bozulduğunda çok sayıda yatırımcı riskten kaçınma derecesine göre portföyünde küçük ayarlamalar yapar ve bu ayarlamaların toplamı dengeyi yeniden kurar. Arbitraj argümanında ise sıfır net yatırımla risksiz kazanç söz konusu olduğu için birkaç yatırımcının alabildiğince büyük pozisyon alması bile dengeyi hızla yeniden kurmaya yeter. Tek faktör olarak pazar portföyü alındığında, pazar portföyü tek faktörle tam pozitif korelasyona sahip olduğu ve betası tanım gereği bir olduğu için elde edilen ilişki FVFM'nin Menkul Kıymet Pazarı Doğrusuyla aynı biçimi alır; bir varlığın beklenen getirisi risksiz faize, betasının pazar risk primiyle çarpımının eklenmesine eşittir. Böylece arbitraj olmaması koşulu, FVFM'nin sonucuna bir başka yoldan ulaşır. Yine de iki modelin temel bir farkı vardır: Arbitraj Fiyatlama Teorisi karşılaştırma ölçütü olarak illa gözlemlenemeyen pazar portföyünü şart koşmaz; iyi çeşitlendirilmiş herhangi bir portföy referans alınabilir, bu da teoriyi daha esnek kılar ve endeks modellerinin kullanımına teorik zemin verir. Buna karşılık teoremin bir zayıflığı, getiri-risk ilişkisinin iyi çeşitlendirilmiş portföyler için kesin, tekil menkul kıymetlerin hepsi için ise ancak yaklaşık geçerli olmasıdır; FVFM'nin beklenen getiri-beta ilişkisi hem portföyler hem tüm tekil varlıklar için geçerliiyken, bu nedenle Arbitraj Fiyatlama Teorisi'nin FVFM'yi tümüyle geride bıraktığı söylenemez.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.4.3 · Diğer Modeller

Çok Faktörlü Modeller: Chen–Roll–Ross, Fama–French ve Momentum

KISACA

Tek faktörlü modeller getiriyi tek bir makro değişkenle, çoğu zaman pazar endeksiyle açıklar; oysa varlıklar ekonomik büyüme, enflasyon, faiz gibi birçok sistematik riske farklı duyarlılıklar gösterir. Çok faktörlü modeller bu duyarlılıkları ayrı ayrı ele alır ve her faktöre ayrı bir risk primi tanır; böylece çok faktörlü bir menkul kıymet pazarı doğrusu kurulur. Bu ampirik modeller getirileri iyi açıklar ama beklenen getirinin nasıl oluştuğunu tek başına söylemez; bu boşluğu arbitraj fiyatlamaya çerçevesi doldurur. Chen, Roll ve Ross beş makroekonomik faktör önermiştir. Fama ve French ise makro değişkenler yerine şirket özelliklerini kullanır: pazar primine ek olarak küçük şirketlerin büyüklerden farkını ölçen büyüklük faktörü ile değer hisselerinin büyüme hisselerinden farkını ölçen değer faktörünü ekler. Carhart buna momentum faktörünü katarak dört faktörlü modeli oluşturur. Bu faktörler genellikle bir grupta uzun, diğerinde kısa pozisyonla kurulan sıfır net yatırımlı portföylerdir ve taşıdıkları primler, üstlenilen sistematik riskin, örneğin finansal sıkıntı riskinin karşılığı olarak yorumlanır.

Tek endeks ya da pazar modeli, menkul kıymet getirilerindeki değişkenliği sistematik ve sistematik olmayan risk ayrımında açıklarken pazar portföyünün getirisini, tüm makro etkileri özetleyen tek bir faktör olarak alır. Ne var ki bu yaklaşım her menkul kıymetin her risk kaynağına aynı ölçüde duyarlı olduğunu varsaymak zorunda kalır. Gerçekte varlıklar ekonomik büyümeye, enflasyona, faize ya da enerji fiyatlarına farklı derecelerde tepki verir. İşte çok faktörlü modeller, getiriyi etkileyen bu farklı faktörleri tek tek tanımlayıp ölçülebilir kılar. Böyle bir modelde bir varlığın getirisi, beklenen getirisine, her faktörün beklenmeyen değişimi ile o faktöre duyarlılığının çarpımlarının ve şirkete özgü hata teriminin eklenmesiyle bulunur. Faktör duyarlılıklarına faktör yükü ya da faktör betası denir ve her biri ilgili sistematik riskin varlık üzerindeki etkisini gösterir. Bu modeller yalnızca fiyatlamada değil, risk yönetiminde de kullanılır; belirli bir riske, örneğin faize karşı korunmak isteyen yatırımcı, faiz betasıyla aynı büyüklükte ama ters işaretli bir pozisyon olarak portföyünü koruyabilir.

Bu ampirik modellerin bir eksiği vardır: getirileri açıklarlar ama beklenen getirinin dengede nasıl oluştuğunu tek başlarına söylemezler. Bu boşluğu, arbitrajın olmaması koşuluna dayanan denge çerçevesi doldurur ve tek faktörlü menkul kıymet pazarı doğrusunu çok faktörlüye genelleştirir. Çok faktörlü doğrudan bir varlığın beklenen getirisi, risksiz faize, her faktöre gösterdiği duyarlılık ile o faktörün risk priminin çarpımlarının eklenmesiyle bulunur. Tek faktörlü halden en önemli farkı, herhangi bir faktöre ilişkin risk priminin ya da varlığın duyarlılığının negatif olabilmesidir; faiz betası pozitif bir hisse, faizler yükseldiğinde yatırımcısına koruma sağladığı için negatif prime bile razı edilebilir. Her faktörün risk primi, o faktöre duyarlılığı bir, diğer faktörlere duyarlılığı sıfır olan bir portföyün risk primi olarak düşünülebilir.

Peki bu faktörler nasıl seçilir? Amaç, getirileri yüksek oranda açıklayan mümkün olduğunca az sayıda ve yatırımcıların gerçekten önemsendiği faktörü bulmaktır. Çok faktörlü yaklaşımın en bilinen ilk örneği

Chen, Roll ve Ross'un modelidir; bu çalışmada ekonominin genel durumunu temsil ettiği düşünülen beş faktör kullanılır: sanayi üretimindeki değişim, beklenen enflasyondaki değişim, enflasyondaki öngörülme değişim, uzun vadeli şirket tahvilleri ile devlet tahvilleri getirileri arasındaki fark ve uzun vadeli devlet tahvilleri ile hazine bonoları getirileri arasındaki fark. Bu, çok boyutlu bir menkul kıymet karakteristik doğrusudur ve faktör betaları çoklu regresyonla tahmin edilir.

Makroekonomik faktörlere dayanan bu yaklaşıma güçlü bir alternatif, Fama ve French'in üç faktörlü modelidir; burada sistematik risklere duyarlılığın temsilcisi olarak makro değişkenler yerine şirket özellikleri kullanılır. Model, FVFM'deki gibi pazar endeksinin ek getirisine iki değişken ekler. Büyüklük faktörü, küçük ölçekli şirket hisselerinden oluşan bir portföyün getirisi ile büyük ölçekli şirketlerden oluşan bir portföyün getirisi arasındaki farktır; değer faktörü ise defter değeri pazar değerine oranı yüksek olan değer hisselerinden oluşan portföyün getirisi ile bu oranı düşük olan büyüme hisselerinden oluşan portföyün getirisi arasındaki farktır. Geçmiş veriler, küçük şirketlerin büyüklerden, değer hisselerinin büyüme hisselerinden ortalama daha yüksek getiri sağladığını gösterir. Bu faktörler bir grupta uzun, diğer grupta kısa pozisyonla kurulduğu için başlangıçta hiç sermaye gerektirmeyen sıfır net yatırımlı portföylerdir ve bu yapı onları arbitraj fiyatlama çerçevesiyle uyumlu kılar. Fama ve French bu ek getirileri bir yanlış fiyatlama değil, risk primi olarak yorumlar: küçük şirketler daha kırılgan nakit akışları ve finansal sıkıntı olasılığı, yüksek defter değeri pazar değeri oranına sahip şirketler ise finansal sıkıntı riski taşıdığı için yatırımcı fazladan prim talep eder.

Model zamanla genişletilmiştir. Bu genişletmelerin en bilineni Carhart'ın dört faktörlü modelidir; Fama-French modeline, son on iki aylık fiyat performansı en yüksek hisselerle en düşük hisseler arasındaki farkı ölçen momentum faktörünü ekler ve bu faktör bugün davranışsal yanılsamalardan doğan bir piyasa anomalisi olarak önemli yer tutar. Sonraki çalışmalarda kâr payı verimi, oynaklık ve kalite gibi başka faktörler de denenmiştir; ancak bir değişkenin gerçek bir risk faktörü sayılabilmesi için, Ang'in ortaya koyduğu gibi, güçlü akademik desteğe ve ekonomik gerekçeye sahip olması, kalıcı biçimde anlamlı bir prim üretmesi, hem normal hem kriz dönemlerinde performans geçmişi bulunması ve likit varlıklarda uygulanabilmesi gerekir. Yalnızca geçmiş getirilerde kalıp aramak veri madenciliği riskini taşır; bu yüzden bu faktörlerin taşıdığı primlerin gerçek bir sistematik riskin ödülü mü yoksa yanlış fiyatlamamanın sonucu mu olduğu tartışması sürmektedir. Son olarak, standart FVFM'nin kendisinin de sıfır betalı, tüketim temelli ve dönemlerarası gibi türevleri geliştirilmiştir; bunlar modelin bazı gerçekçi olmayan varsayımlarını gevşeterek varlık fiyatlarını daha doğru açıklamaya çalışır.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.5 · Temel Analiz

Temel Analiz: Makrodan Şirkete Değerleme ve Piyasa Çarpanları

KISACA

Temel analiz, genel ekonomiden sektöre ve oradan şirkete inen yukarıdan aşağıya bir yaklaşımla bir hisse senedinin gerçek değerini bulmaya çalışır; alım satım zamanlamasına odaklanan teknik analizin rakibi değil, hangi hissenin seçileceğini yanıtlayan tamamlayıcısıdır. Analiz önce büyüme, enflasyon ve faiz gibi makro değişkenlerle ekonomik döngünün hangi evresinde olduğunu değerlendirir; öncü, eşanlı ve takipçi göstergeler bu okumaya yardım eder. Ardından sektörün yaşam döngüsü ve Porter'ın beş rekabet gücü, yani yeni giriş tehdidi, tedarikçi ve alıcı pazarlık gücü, ikame ürünler ve mevcut rekabet incelenerek sektörün yapısal kârlılığı ortaya konur. Bu nitel çerçeve, gelir tablosundan bilanço ve nakit akışına uzanan finansal projeksiyonlarla sayısallaştırılır. Şirket değeri üç yaklaşımla bulunur: varlığa dayalı maliyet yaklaşımı, gelecekteki nakit akışlarını iskonto eden gelir yaklaşımı ve benzer şirketlerin çarpanlarını kullanan piyasa yaklaşımı. Gelir yaklaşımının temel araçları temettü iskonto modeli, Gordon büyüme modeli ve serbest nakit akımı modelleridir; piyasa çarpanlarının en yaygınları ise fiyat kazanç, piyasa değeri defter değeri ve firma değeri FAVÖK oranlarıdır.

Hiçbir şirket bir başkasının tam eşi değildir; sahip olduğu varlıklar, borçlar, yönetim ve maddi olmayan değerlerle her biri özgündür. Bu yüzden bir şirketin gerçek değerini bulmak, hem şirkete ait verileri hem de onu çevreleyen dış koşulları birlikte inceleyen kapsamlı bir analiz gerektirir. Temel analiz tam da bunu yapar: genel ekonomiden, sektörden ve şirkete ait temel verilerden yola çıkarak bir hisse senedinin değerini belirlemeye çalışır. Asıl amacı, şirketin gelecekte üreteceği nakit akışlarını, hisse başına kârını ve kâr payını tahmin ederek doğru değere ulaşmaktır. Bu yolculuk genellikle makrodan mikroya, yani yukarıdan aşağıya ilerler. Alım satımın zamanlamasına bakan teknik analizin aksine temel analiz hangi hissenin seçileceğini sorar; bu yönüyle teknik analizin alternatifi değil, tamamlayıcısıdır.

İlk halka genel ekonomidir. Bir hissenin değeri gelecekteki nakit akışlarının iskontosuyla bulunduğundan, ekonomideki gelişmeler tüm sektörleri ve şirketleri etkiler; bu nedenle gayrisafi yurt içi hasıla başta olmak üzere enflasyon, faiz, işsizlik ve bütçe açığı gibi büyüklüklerin tahmini önem taşır. Bu tahminlerin çatısı ekonomik döngüdür; ekonomi, dibi gördüğü noktadan zirveye uzanan genişleme ile zirveden dibe inen daralma evrelerini tekrarlar, genişleme genellikle daralmadan daha uzun sürer. Her evrede büyüme, enflasyon, getiri eğrisi ve kredi risk primi farklı davranır. Ekonominin gidişi hakkında ipucu veren göstergeler üçe ayrılır: gayrisafi yurt içi hasıladan yaklaşık altı sekiz hafta önce yön değiştiren öncü göstergeler, onunla aynı anda hareket eden eşanlı göstergeler ve sonradan değişen takipçi göstergeler; tek bir göstergenin yanıltıcı sinyalini süzmek için bunlar kompozit endekslerde birleştirilir.

İkinci halka sektördür. Her sektörün de doğma, büyüme ve olgunluk gibi bir yaşam döngüsü vardır. Bir şirketin kârlarının ekonomik döngüye duyarlılığını üç etken belirler: satışların duyarlılığı, sabit ve

değişken giderlerin bileşiminden doğan faaliyet kaldırıcı ve borç özkaynak bileşiminden doğan finansal kaldıraç. Sektörün yapısal kârlılığını çözümlemenin en güçlü aracı ise Porter'ın beş rekabet gücü çerçevesidir. Bunlar yeni giriş tehdidi, tedarikçilerin pazarlık gücü, alıcıların pazarlık gücü, ikame ürünlerin tehdidi ve mevcut rakipler arasındaki rekabetin yoğunluğudur. Yeni girişi ölçek ekonomileri, ağ etkileri, müşteri geçiş maliyetleri, sermaye gereksinimi, dağıtım kanallarına erişim ve devlet lisansları gibi giriş engelleri caydırır. Tedarikçiler az sayıda ve ikamesiz olduğunda, alıcılar büyük hacimli ve az sayıda olduğunda güçlenir; ikame ürünler sektöre bir fiyat tavanı koyar; rekabet ise çok sayıda benzer güçte oyuncu, düşük büyüme ve yüksek çıkış engelleri altında sertleşir. Bu güçlerin bileşimi, aynı makro ortamda bile bazı sektörlerin neden yıllarca yüksek özkaynak kârlılığı sürdürdüğünü, bazılarının neden düşük marjda sıkıştığını açıklar.

Bu nitel çerçeve, sayısal projeksiyonlara dönüştürülmediği sürece tek başına yatırım kararı için yetmez. Finansal modelleme genellikle gelir tablosundan başlar, ondan bilanço, en sonunda da bu ikisinden nakit akışı tablosu türetilir. Analist yıl yıl ayrıntılı tahmin yaptığı açık ufkun ötesi için, uzun vadeli sürdürülebilir büyüme ve kârlılık varsayan bir terminal değer kullanır. Gelir tahmini makro büyüklüklerden pazar payına inen yukarıdan aşağıya, şirket içi birimlerden toplama çıkan aşağıdan yukarıya ya da ikisini birleştiren hibrit yöntemle yapılır; satışlar çoğu zaman hacim ile ortalama fiyatın çarpımına ayrıştırılır. Maliyetler sabit değişken ya da fonksiyonel ayrımla modellenir ve tüm bu projeksiyonlar sonunda serbest nakit akımlarına dönüştürülüp şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle bugüne indirgenir.

Şirket değeri üç ana yaklaşımla bulunur. Maliyet, yani varlığa dayalı yaklaşım şirketin varlıklarının değerine bakar; başlıca yöntemleri özsermayenin defter değeri, varlıkların cari değeriyle borçların düşülmesiyle bulunan net aktif değeri ve şirket tasfiye edildiğinde geriye kalacak tasfiye değeridir. Bu yaklaşım kârlı ve süreklilik gösteren şirketler için zayıftır, çünkü sinerjiyi ve büyüme fırsatlarını göz ardı eder; asıl yeri varlıkları likit finansal kurumlar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve doğal kaynak şirketleridir. Gelir yaklaşımı ise bir varlığın gelir sağladığı sürece değeri olduğu düşüncesine dayanır ve şirketi gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değeri olarak görür. Temettü iskonto modeline göre bir hissenin içsel değeri, gelecekte ödeyeceği tüm temettülerin bugünkü değeridir; temettülerin sonsuza kadar sabit bir oranda büyüdüğü varsayıldığında bu, Gordon büyüme modeline indirgenir ve hisse değeri, gelecek yılın temettüsünün gerekli getiri oranı eksi büyüme oranına bölünmesine eşit olur, ki bu formülün geçerliliği için gerekli getirinin büyüme oranından büyük olması şarttır. Büyüme oranı, dağıtılmayan kâr oranı ile özsermaye kârlılığının çarpımı olarak tahmin edilebilir. Bir hissenin fiyatı, büyümesiz temel değer ile büyüme fırsatlarının bugünkü değerinin toplamıdır; şirketin özsermaye kârlılığı gerekli getiriden yüksek yeni yatırımlar bulduğunda bu ikinci bileşen fiyatın önemli bir kısmını oluşturur ve şirket bir büyüme hissesi haline gelir. Daha ayrıntılı gelir yaklaşımı olan indirgenmiş nakit akımı modeli, temettü yerine serbest nakit akımını iskonto eder: firmaya serbest nakit akımı borç ve özkaynak sahiplerinin tümüne kalan nakittir ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle iskonto edilir; özsermayeye serbest nakit akımı ise borç ödemelerinden sonra hissedarlara kalan nakittir ve özsermaye maliyetiyle iskonto edilir.

Üçüncü yaklaşım piyasa çarpanlarıdır; burada bir şirketin değeri, benzer şirketlerin piyasada ödediği bedellerle kıyaslanır. En ünlü çarpan, hisse fiyatının hisse başına yıllık net kâra oranı olan fiyat kazanç oranıdır; yatırımcının her bir liralık kâr için kaç lira ödediğini gösterir, geçmiş kazançla tarihi ya da gelecek beklentisiyle prospektif hesaplanır ve mutlak değil göreceli, yani sektör ve piyasa ortalamalarıyla karşılaştırılarak yorumlanmalıdır. Zarar eden ya da döngüsel şirketlerde yanıltıcı olabildiği için, büyümeyi hesaba katan fiyat kazanç büyüme oranı ve döngüsel kârı düzeltten Shiller CAPE oranı gibi türevleri geliştirilmiştir. Piyasa değeri defter değeri oranı değerlemeye bilanço tabanlı bakar; bir altında ise piyasa şirkete defter değerinden az değer biçiyor demektir. Firma değeri FAVÖK oranı ise şirketin borç dahil toplam değerini faiz, vergi ve amortisman öncesi kârına oranlar; sermaye yapısından ve amortisman politikasından bağımsız olduğu için çok borçlu ya da sermaye yoğun şirketlerde fiyat kazanç oranından daha güvenilir bir karşılaştırma sağlar.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.6 · Teknik Analiz

Teknik Analiz: Dalgalar, Trendler, Göstergeler ve Formasyonlar

KISACA

Teknik analiz, hisse senetlerinin fiyat ve işlem hacmi grafiklerini inceleyerek fiyatın gitmekte olduğu yönü ve olası dönüşleri tahmin etmeye çalışan bir değerlendirme yaklaşımıdır. Şirketin bilançosu ya da sektörü değil, tüm ekonomik yapının alıcı ve satıcılar üzerinde yarattığı etkinin grafiğe yansıdığı varsayımı esastır; bu yönüyle hangi hissenin seçileceğinden çok alım satımın zamanlamasıyla ilgilenir. Elliot dalga teorisine göre fiyatlar ana yönde beş, düzeltmede üç dalgalık tekrar eden modeller çizer. Fiyatın küçük oynamalarla belirli bir yöne gitmesine trend denir; yükselen trend boğa, alçalan trend ayı piyasasıdır ve trend çizgileri diplerin ya da tepelerin birleştirilmesiyle çizilir. Bir trendin ne kadar güçlü olduğunu ve hangi yöne baktığını saptamak için hareketli ortalamalar, MACD ve göreceli güç endeksi gibi göstergelerden yararlanılır. Fiyatların duraksadığı seviyeler destek ve dirençtir; kırıldığında rolleri yer değiştirir. Omuz baş omuz, ikili tepe ve ikili dip gibi formasyonlar ile fiyat boşlukları da trendin gücü ve olası dönüşü hakkında ipucu verir. Tüm sinyaller işlem hacmiyle birlikte değerlendirilir.

Teknik analiz, temel analize taban tabana zıt bir bakış açısıyla piyasaya yaklaşır. Şirketin faaliyet gösterdiği sektör, büyüme potansiyeli, bilanço verileri ya da oranlar burada öncelik taşımaz; teknik analist yalnızca hisse senedinin fiyatını ve işlem hacmini zaman ekseninde gösteren grafiklere bakar. Altta yatan varsayım şudur: bütün bir ekonomik yapının alıcılar ve satıcılar üzerinde yarattığı etki zaten fiyat grafiğine yansımıştır, dolayısıyla istatistiksel değişimleri izleyerek fiyatların gittiği yönü ve bu yönde olabilecek dönüşleri kestirmek mümkündür. Bu yüzden teknik analiz, hangi hissenin seçileceğinden çok alım ya da satım için doğru bölgeyi, yani zamanlamayı belirlemeye çalışır ve temel analizin rakibi değil tamamlayıcısıdır. Fiyatlar çizgi, çubuk, mum ya da sıfır çarpı grafikleriyle gösterilir; analiz temelde fiyat değişimleri, zaman ufku, işlem miktarı ve genel piyasa durumu üzerine kurulur.

Teknik analizin kavramsal dayanaklarından biri Ralph Nelson Elliot'ın 1930'larda geliştirdiği dalga teorisidir. Elliot'a göre her alım satım kararı bir bilgiyle üretilir ve kendisi de bilgi üretir; kararlar birbirini besleyen bir zincir oluşturarak tekrar eden ve bu yüzden tahmin edilebilen modeller doğurur. Gözle görülür bir hareketin her yükseliş ya da düşüşü beş dalga halinde gelişir; bunlardan bir, üç ve beş numaralı dalgalar hareketin ana yönünü oluştururken iki ve dört numaralı dalgalar ana yönün tersine gelişen düzeltme dalgalarıdır. Ana hareketi izleyen düzeltme ise üç dalgada tamamlanır ve rakamla değil harfle, A, B ve C olarak gösterilir; burada A ve C düzeltmenin yönünü, B ise ona ters tepki dalgasını temsil eder. Etki dalgalarının katı kuralları vardır: ikinci dalga birinci dalganın tümünü geri almaz, dördüncü dalga üçüncünün tümünü geri almaz, üçüncü dalga her zaman birincinin bitişini aşar ve üçüncü dalga fiyat olarak en kısa dalga olamaz. Düzeltme formasyonları ise dalga yapılarına göre zigzag, yassı, üçgen ve bileşik düzeltmeler olarak ayrılır.

Fiyatların küçük oynamalarla belirli bir yöne doğru sürekli hareketine trend denir. Alıcıların satıcılardan güçlü olduğu ve fiyatların yükseldiği dönem boğa piyasası, satıcıların baskın olduğu ve fiyatların düştüğü dönem ise ayı piyasasıdır. Yükselen trendin ayırt edici özelliği dip ve tepe noktalarının zaman içinde giderek yukarıda oluşması, alçalan trendinki ise giderek aşağıda oluşmasıdır; alıcı ve satıcının dengelendiği dönemlerde fiyat yatay seyreder. Yükselen trend çizgisi diplerin, alçalan trend çizgisi tepelerin birleştirilmesiyle çizilir ve çizgi ne kadar çok noktadan geçiyorsa trend o kadar güçlü sayılır; çizgi ters yönde kırıldığında hareketin bir süre o yönde devam edeceği varsayılır.

Hareketin gücünü ve yönünü ölçmek için çeşitli göstergeler kullanılır. Hareketli ortalamalar bir hissenin belirli bir dönemdeki ortalama değerini izler ve basit, ağırlıklı ya da üssel biçimde hesaplanır; ağırlıklı ve üssel ortalamalar son günlere daha fazla ağırlık verir. Fiyat ortalamanın üzerindeyse yükseliş, altındaysa düşüş kabul edilir; kısa dönem ortalamanın uzun dönem ortalamanın üzerine çıkması da yükseliş sinyalidir. MACD göstergesi yirmi altı günlük üssel ortalama ile on iki günlük üssel ortalamanın farkından hesaplanır, sinyal hattı da bu farkın dokuz günlük üssel ortalamasıdır; gösterge sinyal hattının üstüne çıktığında al, altına indiğinde sat anlamı taşır ve orta vadeli kararlar için uygundur. Göreli güç göstergesi ise bir hissenin kendi iç gücünü, yani momentumunu sıfır ile yüz arasında ölçer; yükseliş günlerindeki ortalama farkın düşüş günlerindeki ortalama farka oranından türetilir, genellikle on dört gün üzerinden hesaplanır. Yetmiş seviyesinin üstü tepeyi, otuz seviyesinin altı dibi işaret eder; en değerli sinyali ise fiyat yeni bir tepe ya da dip yaparken göstergenin bunu doğrulamamasıyla ortaya çıkan uyumsuzluktur, ki bu hareketin sona ermek üzere olduğunu haber verir.

Fiyatların yükselirken duraksadığı seviyelere direnç, düşerken duraksadığı seviyelere destek denir; bunlar alış ve satış gücünün dengelendiği bölgelerdir. Bir direnç seviyesi bir kez yukarı kırıldığında sonraki düşüşlerde destek görevi görür, kırılan bir destek ise sonraki yükselişlerde dirence dönüşür; bunun nedeni önceki seviyelerde işlem yapmış yatırımcıların davranışlarıdır. Fiyatlar bazen birbirine paralel iki çizgi arasında hareket ederek kanal oluşturur ve bir banda yaslanmak o yönde kırılma ihtimalini güçlendirir. Alıcı ve satıcıların grafik üzerinde bıraktığı izlere formasyon denir ve kritik seviyelerin kırılması formasyonun sona erip fiyatın o yönde hareket edeceğini haber verir. Bir insan silüetine benzeyen omuz baş omuz formasyonu trend dönüşünü işaret eder; boyun çizgisinin yüksek işlem hacmiyle kırılması satış sinyalidir ve dipte oluşan ters biçimi yükselişin başladığını gösterir. İkili tepe talebin fiyatı önceki tepenin üstüne taşıyamadığını, ikili dip ise satışın fiyatı önceki dibin altına indiremediğini gösterir. Fiyatın belirli seviyelerden hiç işlem görmeden atladığı boşluklar da olağan, kaçış, ölçüm ve tükeniş boşlukları olarak ayrılır; kaçış boşluğu trendden çıkışı, ölçüm boşluğu hareketin yaklaşık ortasını, tükeniş boşluğunun kapanması ise rallinin sona erdiğini haber verir. Tüm bu göstergeler tek başına değil, mutlaka işlem hacmiyle birlikte ve birbirini doğrulayacak biçimde okunmalıdır.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.7 · Sermaye Piyasası Araçlarının Değerlemesi

Sabit Getirili Araçların Değerlemesi: Tahvil, Vadeye Kadar Verim, Süre ve Konveksite

KISACA

Sermaye piyasası araçlarından tahvil ve bono, sabit getirili menkul kıymetlerdir; sahibine gelecekte belirli bir nakit akışı sağlayan borçlanma araçlarıdır. Tahvil uzun vadelidir, dönemsel kupon faizi öder ve vade sonunda anaparayı geri verir; bono ise bir yıldan kısa vadeli, kupon ödemeyen, iskonto lu satılan bir para piyasası aracıdır. Bir tahvilin değeri, gelecekteki kupon ve anapara ödemelerinin uygun bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmiş toplamıdır. Tahvilin sağladığı verim nominal verim, cari verim ve vadeye kadar verim olarak ifade edilir; vadeye kadar verim tahvilin iç verim oranıdır ve pazar faiziyle karşılaştırılarak alım satım kararı verilir. Tahvil fiyatı ile piyasa faizi ters yönlü hareket eder; bu duyarlılık en çok faiz oranı riskini doğurur. Fiyatın faize duyarlılığı, nakit akışlarının zaman ağırlıklı ortalaması olan süre ve onun düzeltilmiş biçimiyle ölçülür; fiyat-faiz ilişkisinin doğrusal olmayan kısmını ise konveksite yakalar. Kupon oranı, vade ve vadeye kadar verim hem süreyi hem konveksiteyi belirler; kuponsuz bir tahvilin süresi vadesine eşittir. Bono ise iskonto esasına göre fiyatlanır.

Yatırımcıların en büyük varlık sınıflarından birini oluşturan sabit getirili menkul kıymetler, sahibine gelecekte bir nakit akışı sağlayan borçlanma araçlarıdır ve iki temel türü vardır: tahvil ve bono. Tahvil uzun vadeli bir borçlanma aracıdır; yatırımcısına dönemsel, yani yıllık, altı aylık ya da üç aylık faiz geliri ile vade sonunda anaparayı öder. Devlet tahvili ve özel sektör tahvili olarak ikiye ayrılır. Tahvile yatırım yapan bir yatırımcı birkaç riski birden üstlenir. Bunların başında anapara ve faizin ödenmeme, yani kredi riski gelir; ihraççının mali durumu bozulursa ödemelerini yapamayabilir ve derecelendirme kuruluşları tam da bu riski ölçmek için ülkeleri ve kuruluşları notlandırır, en güvenilir ihraççı en düşük faizle borçlanır. İkincisi ve çıkarılmış tahvilleri en çok etkileyen risk faiz oranı riskidir; ayrıca enflasyon riski, vade uzadıkça artan belirsizlikten doğan vade riski ve tahvilin kolay paraya çevrilememesinden doğan likidite riski de vardır.

Bir tahvilin değeri, gelecekte sağlayacağı tüm nakit akışlarının uygun bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmiş toplamıdır; başka bir deyişle her dönemin kupon faizi ile vadedeki anaparanın bugünkü değerlerinin toplamıdır. Kullanılan iskonto oranı piyasa faizi ya da yatırımcının bu tahvilden beklediği verimdir. Tahvilin verimi birkaç kavramla ifade edilir. Nominal verim kupon faiz oranının kendisidir; yüzde on kupon faizli bir tahvilin nominal verimi yüzde ondur. Cari verim, tıpkı hisse senedindeki kâr payı verimi gibi, kupon faizinin tahvilin güncel fiyatına bölünmesiyle bulunur. Vadeye kadar verim ise tahvilin fiyatı bilindiğinde tüm nakit akışlarının bugünkü değerini bu fiyata eşitleyen iç verim oranıdır; iki varsayıma dayanır, yatırımcının tahvili vade sonuna kadar tutması ve elde ettiği her nakit akışını aynı orandan yeniden yatırması. Yatırım kararı, vadeye kadar verim ile piyasa faizinin karşılaştırılmasıyla verilir: vadeye kadar verim piyasa faizinden yüksekse tahvil düşük değerlenmiştir ve satın alınır, düşükse yüksek değerlenmiştir ve alınmaz, eşitse tahvil gerçek değerindedir. Kupon faizi piyasa faizinden yüksek

olduğunda tahvil nominal değerinin üzerinde, yani primli fiyatlanır; düşük olduğunda ise iskontolu fiyatlanır.

Tahvil değerini belirleyen dört faktör vardır: nominal değer, kupon faizi, vade ve piyasa faiz oranı. Bunların en önemlisi piyasa faizidir, çünkü tahvil değeri ile piyasa faizi arasında ters yönlü bir ilişki bulunur; faiz artınca fiyat düşer, faiz düşünce fiyat yükselir. Fiyatın faize gösterdiği bu duyarlılığa tahvil volatilitesi denir. Vade uzadıkça duyarlılık artar, kupon faizi yükseldikçe azalır; ayrıca faizdeki bir düşüşün fiyatı artırması, aynı büyüklükteki bir artışın fiyatı düşürmesinden daha fazladır, yani ilişki simetrik değildir. Bu duyarlılığı ölçmenin temel aracı süredir. Macaulay süresi, tahvilin nakit akışlarının gerçekleşeceği dönemlerin, o nakit akışlarının bugünkü değerleriyle ağırlıklandırılmış ortalamasıdır ve genellikle vadeden kısadır, çünkü vade yalnızca anaparayı, süre ise ara kupon ödemelerini de hesaba katar. Kupon faizi arttıkça süre kısalır, vadeye kadar verim yükseldikçe süre kısalır; kupon ödemesi hiç olmayan tahvillerde ise tek nakit akışı vadedeki anapara olduğu için süre tam olarak vadeye eşittir. Fiyat duyarlılığını doğrudan veren ölçü ise düzeltilmiş süredir; Macaulay süresinin bir artı vadeye kadar verime bölünmesiyle bulunur. Düzeltilmiş süre kullanıldığında, faiz oranındaki küçük bir değişim karşısında tahvil fiyatındaki yüzde değişim, düzeltilmiş sürenin faiz değişimiyle çarpımının eksilisine eşittir; eksi işaret, faiz ile fiyat arasındaki ters ilişkiyi yansıtır.

Süre yalnızca yaklaşık bir ölçüdür, çünkü tahvil fiyatı ile faiz arasındaki ilişki doğrusal değil, kavislidir. Bu kavisliliği, yani doğrusal tahminden sapmayı yakalayan ölçü konveksitedir; matematiksel olarak fiyatın faize göre ikinci türevidir. Pozitif konveksite yatırımcı için arzu edilen bir özelliktir: faiz düştüğünde tahvil fiyatı sürenin öngördüğünden daha çok yükselir, faiz yükseldiğinde ise beklenenden daha az düşer, dolayısıyla bu asimetri değere olumlu katkı yapar ve oynaklığın arttığı dönemlerde koruyucu bir etki sağlar. Konveksite de süre gibi kupon ve vadeye bağlıdır; kupon oranı yükseldikçe konveksite azalır, vade uzadıkça artar, bu yüzden aynı vadedeki tahviller arasında konveksite sıralaması kuponsuzdan yüksek kuponluya doğru azalır. Faiz oranı riskinin bir başka yansıması getiri makasıdır; bir kurumsal tahvilin risksiz bir referans tahvile göre sunduğu ek getiridir ve temelde likidite primi ile kredi priminden oluşur.

Bono ise tahvilden yapı olarak ayrılır. Devletin, finansal kurumların ve şirketlerin bir yıldan kısa vadeli nakit ihtiyaçlarını karşılamak için çıkardığı bir para piyasası aracıdır; devletinkine hazine bonusu, bankalarınkine banka bonusu, şirketlerinkine finansman bonusu denir, ama değerlendirme mantıkları aynıdır. Bono kupon ödemez; iskonto esasına göre nominal değerinin altında satılır ve vadede üzerinde yazan nominal değer ödenir, aradaki fark yatırımcının getirisidir. Değeri, nominal değerinin iskonto oranıyla vadeye kadar indirgenmesiyle bulunur; Türkiye'de hazine bonoları çoğunlukla basit faiz mantığıyla, yani nominal değerinin bir artı iskonto oranı çarpı vadenin yıla oranına bölünmesiyle fiyatlanır. Bono kupon içermediği için, tıpkı kuponsuz bir tahvil gibi, süresi vadesine eşittir ve tüm getirisi tek bir vade ödemesinde toplanır.

2. TEMEL FİNANS MATEMATİĞİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İçindekiler

2.8 · Portföy Performans Ölçüm Teknikleri

Portföy Performans Ölçümü: Sharpe, Treynor, Jensen Alfasi ve Bilgi Ölçütü

KISACA

Bir portföyün performansı yalnızca elde ettiği getiriye göre değerlendirilemez, çünkü yatırımcılar riskten kaçınır ve aynı getiri daha düşük riskle elde edildiğinde daha başarılıdır; bu yüzden riske göre düzeltilmiş ölçütler kullanılır. Ölçüm ya portföyün kendi getiri ve riski üzerinden mutlak, ya da bir referans portföye göre göreceli yapılır. Bir birim risk başına getiriyi ölçen başlıca araçlar Sharpe, Treynor, M2 ve Sortino ölçütleridir. Sharpe ölçütü artık getiriyi toplam riske, yani standart sapmaya böler ve iyi çeşitlendirilmiş portföyler için uygundur; Treynor ölçütü artık getiriyi yalnızca sistematik riske, yani betaya böler ve iyi çeşitlendirilmemiş portföyler için ayırt edicidir. M2 ölçütü aynı bilgiyi anlaşılır bir yüzde getirisi olarak verir, Sortino ise riski yalnızca aşağı yönlü sapmayla ölçer. Farksal getiri ya da Jensen alfası, portföyün gerçekleşen getirisi ile modelin öngördüğü getiri arasındaki farktır ve yöneticinin varlık seçme yeteneğini gösterir. Değerlendirme ölçütü alfayı spesifik riske oranlar; göreceli performans ise bilgi ölçütüyle, yani aktif getirinin takip hatasına oranıyla değerlendirilir.

Bir portföyün ya da fonun performansını yalnızca kazandığı getiriye bakarak değerlendirmek yanıltıcıdır, çünkü finans teorisi yatırımcıların riskten kaçındığını varsayar. Yüksek getiri elde etmiş bir fon, aynı getiriyi daha düşük riskle sağlamış bir fondan aslında daha kötü performans göstermiş olabilir. Bu yüzden performans, riske göre düzeltilmiş yöntemlerle ölçülür. Ölçüm iki biçimde yapılır: portföyün kendi toplam getirisi ve riski üzerinden mutlak analiz, ya da performansın bir referans portföye kıyasla değerlendirildiği göreceli analiz. Ölçmeye başlamadan önce iki karar verilir. Birincisi hangi getirinin kullanılacağıdır; yatırımcının para giriş çıkışlarını yöneticinin kontrol edemediği yatırım fonlarında, yöneticinin yeteneğini adil ölçmek için nakit akışlarının etkisini dışlayan zaman ağırlıklı getiri; yöneticinin giriş çıkış zamanlamasına kendisinin karar verdiği fonlarda ise para ağırlıklı getiri, yani iç verim oranı kullanılır. İkincisi getirinin brüt mü net mi olacağıdır; yöneticinin becerisi ölçülürken onun kontrolündeki alım satım komisyonu ve yönetim ücreti düşülür, saklama ve denetim gibi kontrol dışı giderler bırakılır; yatırımcı açısından ise tüm giderler düşülmüş net getiri esas alınır.

Mutlak analizin ilk grubu bir birim risk başına getiriyi ölçer. Bunun en bilinen aracı William Sharpe'in geliştirdiği ölçüttür; portföyün getirisinden risksiz faizin çıkarılmasıyla bulunan artık getirinin, portföyün toplam riskine, yani getirilerin standart sapmasına bölünmesiyle hesaplanır. Sharpe ölçütü aslında risksiz faizden portföye çizilen doğrunun eğimidir ve Sermaye Piyasası Doğrusu üzerinde yer alan portföyler için pazarın Sharpe ölçütüne eşittir; en yüksek çıkan portföy en başarılıdır. Ancak getirilerin normal dağıldığını varsaydığı için asimetric veya kalın kuyruklu getiri profillerinde yetersiz kalır, artık getiri negatifse sıralama için kullanılamaz ve tek başına, yani başka portföylerle kıyaslanmadan mutlak bir anlamı yoktur. Jack Treynor'ın ölçütü ise aynı artık getiriyi bu kez portföyün betasına, yani yalnızca sistematik riske böler; grafikte portföyle risksiz faizi birleştiren doğrunun eğimidir ve Menkul Kıymet Pazarı Doğrusu üzerindeki portföyler için pazarın Treynor ölçütüne eşittir. İki ölçüt arasındaki seçim

çeşitlendirmeye bağlıdır: iyi çeşitlendirilmiş bir portföy pazar portföyüne yaklaşır ve betası bire yakın olduğundan beta ayırt edici olmaz, bu durumda Sharpe ölçütü uygundur; iyi çeşitlendirilmemiş bir portföyde ise Treynor ölçütü daha iyi bir turnusol kâğıdıdır. Her iki ölçütte de anlamlı sıralama için artık getirinin pozitif olması şarttır.

Bu iki ölçüt portföyleri sıralar ama aralarındaki farkın yatırımcının servetine kaç puanlık getiri olarak yansıdığını, yani ekonomik anlamlılığını söylemez. Bu boşluğu iki araç doldurur. Franco ve Leah Modigliani'nin geliştirdiği M2 ölçütü, Sharpe ölçütünü pazarın riskiyle çarpıp risksiz faizi ekleyerek riske göre düzeltilmiş performansı doğrudan anlaşılır bir yüzde getiri olarak ifade eder; böylece farklı kaldıraç düzeyindeki portföyler pazarın risk seviyesine getirilerek karşılaştırılır. Sortino ölçütü ise Sharpe'a benzer, ancak riski simetrik ölçen standart sapma yerine yalnızca hedef getirinin altındaki, yani aşağı yönlü sapmaları dikkate alır ve artık getiriyi risksiz faize göre değil yatırımcının hedef getirisine göre hesaplar; bu yüzden getirisi kasıtlı olarak asimetrik kurgulanan serbest fonlar gibi alternatif yatırımların performansını ölçmede Sharpe'tan üstündür.

Mutlak analizin ikinci grubu farksal getiridir. Michael Jensen'in geliştirdiği bu ölçüt, portföyün gerçekleşen getirisi ile portföyün üstlendiği riske göre pasif bir stratejinin, yani pazar portföyü ile risksiz faizin bileşiminin sağlayacağı beklenen getiri arasındaki farktır. Beklenen getiri, risksiz faize portföy betasının pazar risk primiyle çarpımının eklenmesiyle bulunur, ki bu Menkul Kıymet Pazarı Doğrusunun ifadesidir; gerçekleşen getirinin bunu aşan kısmı alfa'dır. Pozitif alfa yöneticinin ortalamanın üzerinde, negatif alfa altında performans gösterdiğini işaret eder ve bu farksal getiri esasen yöneticinin varlık seçme yeteneğini ölçer. Jensen alfanın şans eseri mi yoksa gerçek yetenek mi olduğunu sınamak için portföyün ve pazarın artık getirilerini bir regresyona sokar; regresyonun kesişim terimi alfayı, hata terimi ise ilişkinin ne kadar iyi tanımlandığını verir. Alfayı riske göre düzeltmenin bir yolu da değerlendirme ölçütüdür; Treynor ve Black tarafından tanıtılan bu oran alfayı, portföyün hata teriminin standart sapması olan spesifik riske böler ve her bir birim spesifik riske karşılık elde edilen fazladan getiriyi gösterir. Yüksek değeri, elde edilen alfanın şanstın çok yöneticinin yeteneğinden kaynaklandığını ve yöneticinin aktif yönetimle yüklediği ek sistematik olmayan riske katlanmaya değdiğini ifade eder.

Görelî performansta ise portföy bir referans, yani benchmark portföye göre değerlendirilir; referans portföy, hedef portföye benzeyen ve ölçümde ölçüt alınan portföydür. Bu değerlendirmenin yaygın aracı bilgi ölçütüdür. Hedef portföyün getirisi ile referans portföyün getirisi arasındaki farka aktif ya da ek getiri, bu farkın standart sapmasına ise takip hatası veya aktif risk denir; bilgi ölçütü ek getirinin takip hatasına bölünmesiyle bulunur ve yöneticinin referans portföyün üzerinde ne kadar tutarlı biçimde ek getiri ürettiğini gösterir. Mantığı değerlendirme ölçütüne çok benzer, ama farkı regresyon kullanmadan ek getiriyi doğrudan hesaplamasıdır. Böylece bir yatırım fonunun performansı, hem üstlendiği toplam ve sistematik riske hem de bir ölçüt portföye kıyasla, yöneticinin gerçek katkısını yansıtacak biçimde çok yönlü olarak ölçülmüş olur.

3. TİCARET HUKUKU

İçindekiler

3.1 • Türk Ticaret Kanununun Ticaret Şirketlerine İlişkin Genel Hükümleri (Madde 124–210)

Ticaret Şirketlerinin Ortak Zemini: Türler, Sermaye Koyma Borcu, Yapısal Değişiklikler ve Şirketler Topluluğu

KISACA

Türk Ticaret Kanunu, ticaret şirketi olarak yalnızca beş oluşuma yer verir; bunlar kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatiftir. Kanun bu türleri kendi içinde ikiye ayırır: ortağın kişiliğinin öne çıktığı kollektif ve komandit şirketler şahıs şirketi, sermayenin öne çıktığı anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ise sermaye şirketi kabul edilir; kooperatif ticaret şirketi sayılmakla birlikte bu iki grubun dışında bırakılır. 124 ilâ 210. maddeler arasındaki genel hükümler, aksine özel bir düzenleme olmadıkça beş türün hepsine birden uygulanır ve her türün üzerine kurulacağı ortak temeli oluşturur. Bu temelin üç taşıyıcı fikri vardır: ticaret şirketlerinin tümü tüzel kişiliğe sahiptir, yalnızca kanunda sayılan sınırlı türlerle kurulabilir ve hak ehliyetleri artık işletme konusuyla çevrelenmiş değildir; yani ultra vires anlayışı bırakılmıştır. Her ortağın şirkete bir sermaye koyma borcu vardır; genel hükümler bu borcun neyle yerine getirileceğini, nasıl ifa edileceğini ve ifa edilmediğinde uygulanacak yaptırımları düzenlediği gibi, şirketlerin birleşme, bölünme ve tür değiştirme yoluyla dönüşmesini ve bir hâkim şirketle ona bağlı şirketlerden oluşan şirketler topluluğunu da kurala bağlar.

Ticaret şirketleri hukukuna girerken cevaplanması gereken ilk soru, hangi yapıların bu kavrama girdiğidir. Türk Ticaret Kanunu bu soruyu tereddüde yer bırakmayan bir sayımla karşılar ve 124. maddesinin birinci fıkrasında ticaret şirketlerinin kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketlerden ibaret olduğunu belirtir; buradaki ibarettir sözcüğü listeyi kapalı tutar. Aynı maddenin ikinci fıkrası türleri ikiye böler: kollektif ile komandit şirketler şahıs şirketi, anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler ise sermaye şirketi sayılır; kooperatif bir ticaret şirketi olsa da bu ayrımın kapsamına alınmaz. Kanun ticaret şirketlerine ilişkin düzenlemeyi beş kısımda sistemleştirir. En başta, aksine özel bir hüküm bulunmayan hâllerde bütün türlere uygulanan ve 124 ilâ 210. maddeler arasında yer alan genel hükümler gelir; bunu kollektif şirketlere ilişkin 211–303, komandit şirketlere ilişkin 304–328, anonim şirketlere ilişkin 329–563, sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlere ilişkin 564–572 ve limited şirketlere ilişkin 573–644. maddeler izler. Genel hükümlerin kendi içindeki dağılımına bakıldığında, 124–133. maddeler türleri, tüzel kişiliği, ehliyeti ve sermayeyi; 134–194. maddeler birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi yapısal değişiklikleri; 195–209. maddeler şirketler topluluğunu düzenler, 210. madde ise Ticaret Bakanlığına ticaret şirketleri bakımından genel bir düzenleme ve denetleme yetkisi verir. Kanunun sustuğu noktalarda ise Türk Medenî Kanunu'nun tüzel kişilere ilişkin hükümleri ile Türk Borçlar Kanunu'nun adi şirkete ilişkin hükümleri, nitelikleri elverdiği ölçüde tamamlayıcı kaynak olarak devreye girer.

Genel hükümlerin ilk taşıyıcı fikri, her ticaret şirketinin tüzel kişiliğe sahip olmasıdır. Kanunun 125. maddesinde açıkça belirtilen bu özellik, ticaret şirketini tüzel kişiliği bulunmayan adi şirketten kesin

biçimde ayırır; tüzel kişilik şirkete kendi malvarlığını, bir ticaret unvanını, bir tabiiyeti ve hem hak hem fiil ehliyetini kazandırarak onu ortaklarından bağımsız bir hak süjesi hâline getirir. İkinci fikir, kişilerin ancak kanunda sayılan tiplerden birini kurabileceğini, bu tiplerin ayırt edici niteliklerini birbirine karıştırıp yeni bir tür icat edemeyeceğini söyleyen sınırlı sayı, yani numerus clausus ilkesidir; sayılan türlerin karakteristik özelliklerini taşımayan bir ortaklık, Türk Borçlar Kanunu anlamında adi ortaklık sayılır. Üçüncü fikir ise hak ehliyetinin işletme konusuyla sınırlı olmamasıdır. Mülga dönemde şirketin ehliyeti esas sözleşmedeki işletme konusuyla çevrili görülür, bu konunun dışına taşan işlem yok hükmünde sayılırdı; İngiliz hukukundan gelen ve ultra vires denilen bu anlayış, Avrupa Birliği yönergelerinin etkisiyle terk edilmiş ve ticaret şirketlerinin Türk Medenî Kanunu'nun 48. maddesi çerçevesinde, yalnızca insana özgü niteliklere bağlı haklar dışında bütün haklardan yararlanabileceği kabul edilmiştir. Bu terk edişin anonim şirketlere yansıması 371. maddenin ikinci fıkrasındadır: temsile yetkili olanların işletme konusu dışında yaptığı işlemler de kural olarak şirketi bağlar, yalnızca üçüncü kişinin bu durumu bildiği ya da bilebilecek durumda olduğu ispatlanırsa şirket bağlanmaz.

Ortağın şirkete karşı yüklendiği asli borç, sermaye koyma borcudur; çünkü sermaye, kişi, sözleşme, ortak amaç ve bu amaç uğruna birlikte çaba gösterme yanında şirketin vazgeçilmez unsurlarından biridir. Neyin sermaye olarak konulabileceğini 127. madde örnekleyici biçimde sıralar: para, alacak, kıymetli evrak ve sermaye şirketlerine ait paylar; fikrî mülkiyet hakları; taşınır ve her çeşit taşınmaz ile bunların faydalanma ve kullanma hakları; kişisel emek; ticari itibar; ticari işletmeler; haklı olarak kullanılan devredilebilir elektronik ortamlar ile devrolunabilen ve nakden değerlendirilebilen her türlü değer. Bu genel kuralın istisnaları komandit, anonim ve limited şirketler bakımından saklı tutulmuştur; anonim şirkette kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacaklar sermaye olamaz, aynı sermaye olarak konulacak unsurların üzerinde sınırlı bir aynı hak, haciz veya tedbir bulunmaması ve bunların nakden değerlendirilebilir, devredilebilir nitelikte olması gerekir (m. 342). Asgari bir sermaye tutarı yalnızca anonim ve limited şirketler için aranır: esas sermaye sistemindeki anonim şirkette iki yüz elli bin, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka kapalı şirkette beş yüz bin, limited şirkette ise en az elli bin Türk Lirası. Kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık anonim ortaklıklar için gereken asgari tutar ise Sermaye Piyasası Kurulunun düzenlemesiyle çok daha yüksek belirlenir ve yıldan yıla güncellendiği için burada sabit bir rakamla anılmaz.

Sermaye koyma borcu, taahhüt ve tasarruf olmak üzere iki aşamada yerine getirilir ve getirilen değer türüne göre özel kurallara bağlanır. Taşınmaz söz konusu olduğunda, bunu içeren esas sözleşme hükümleri resmî şekil aranmaksızın geçerli sayılır; taşınmaz, bilirkişice biçilen değeriyle tapuya şerh verildiği anda aynı sermaye niteliği kazanır, şirketin onun üzerinde tasarruf edebilmesi için ise tapu siciline tescil gerekir. Aynı sermaye unsurlarına, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişiler değer biçer (m. 343). Nakit olarak taahhüt edilen payların itibarı değerinin dörtte biri tescilden önce, geri kalan bölümü ise tescili izleyen yirmi dört aylık süre içinde ödenir. Borcunu yerine getirmeyen ortağa karşı şirket ifa davası açabilir, gecikmeden doğan zararın tazminini ve temerrüt faizini isteyebilir; ifa davasını şahıs şirketlerinde ortaklar da açabilirken anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde yalnızca şirket tüzel kişiliği açabilir. Anonim şirketlere özgü iskat yaptırımında ise yönetim kurulu, temerrüde düşen pay sahibine bir aylık

süre tanıyan bir ihtar gönderir; buna rağmen ödeme yapılmazsa pay sahibini iştirak taahhüdünden ve yaptığı kısmi ödemelerden doğan haklarından yoksun bırakıp payı satarak yerine başkasını alabilir, esas sözleşmede öngörülümüşse ayrıca sözleşme cezası da isteyebilir.

Genel hükümler, ortağın kişisel alacaklısının şirket üzerindeki haklara hangi ölçüde başvurabileceğini de düzenler (m. 133). Şahıs şirketinde bu alacaklı, şirket devam ederken yalnızca ortağa düşen kâr payından, şirket sona ermişse tasfiye payından alacağını tahsil edebilir; sermaye şirketinde ise buna ek olarak ortağa ait payların İcra ve İflas Kanunu'nun taşınırlara ilişkin hükümlerine göre haczedilmesini ve paraya çevrilmesini isteyebilir, konulan haciz pay defterine işlenir. Bu özel hükümler, alacaklının borçlu ortağın şirket dışındaki mallarına başvurmasına engel değildir. Genel hükümlerin geniş bir bölümü ise şirketlerin yapısal olarak dönüşmesine ayrılmıştır. Birleşme, bir ya da daha çok ticaret şirketinin malvarlığının tasfiye edilmeksizin mevcut veya yeni kurulan bir şirkete geçmesi ve devrolunan şirketin ortaklarının önceden saptanan bir değişim oranıyla devralan şirkette pay sahibi olmasıdır; tescil anında devrolunan şirketin bütün aktif ve pasifi kendiliğinden devralana intikal eder, buna küllî halefiyet denir ve devrolunan şirket tescille infisah eder. Bölünme tam ya da kısmi olabilir; tür değiştirmede ise şirket tasfiyeye girmeden başka bir türe dönüşür ve yeni tür eskisinin devamı sayılır. Bütün bu işlemlere ortaklık paylarının ve haklarının korunması ilkesi egemendir; bu ilke uyarınca uygun bir denkleştirme akçesinin belirlenmesi için inceleme davası (m. 191), hukuka aykırı bir kararın kaldırılması için iptal davası (m. 192) ve işleme katılanların kusurundan doğan zararlar için sorumluluk davası (m. 193) açılabilir.

Bölümün son kısmı şirketler topluluğunu ele alır. Bir ticaret şirketi, diğerinin oy haklarının çoğunluğuna sahipse, yönetim organında karar çoğunluğunu oluşturan üyeleri seçtirebiliyorsa, bir sözleşmeye dayanarak oy çoğunluğunu elinde tutuyorsa ya da onu başka bir yolla hâkimiyeti altında bulundurabiliyorsa, birinci şirket hâkim, ikincisi bağlı şirkettir; ikisi birlikte topluluğu oluşturur ve hâkim ana, bağlı yavru şirket konumundadır. Bir teşebbüsün, bir sermaye şirketinin sermayesinin yüzde beş, on, yirmi, yirmi beş, otuz üç, elli, altmış yedi veya yüzde yüzünü temsil eden paylara ulaşması ya da bu eşiklerin altına inmesi hâlinde, durumu on gün içinde bildirmesi gerekir (m. 198). Birbirlerinin paylarının en az dörtte birine sahip sermaye şirketleri karşılıklı iştirak durumundadır ve bu konuma bilerek giren şirketin oy hakları dörtte biriyle sınırlanır (m. 197, 201). Hâkim şirket, hâkimiyetini bağlı şirketi kayba uğratabacak biçimde kullanamaz; kayıp o faaliyet yılı içinde denkleştirilmez veya denk bir istem hakkı tanınmazsa, bağlı şirketin pay sahipleri ve alacaklıları zararın giderilmesini isteyebilir (m. 202). Hâkim şirket, doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye şirketinin pay ve oy haklarının en az yüzde doksanına sahipse ve azlık şirketin işleyişini engelliyor ya da dürüstlük kuralına aykırı davranıyorsa, azlığın paylarını satın alabilir (m. 208). Nihayet hâkim şirket, topluluk itibarının topluma veya tüketiciye güven veren bir düzeye ulaştığı hâllerde, bu itibarın kullanılmasının uyandırdığı güvenden de sorumlu tutulur (m. 209). Görüldüğü gibi bu genel hükümler, sonraki her şirket türünün üzerine oturduğu ortak zemini kurar; buradaki kavramlar netleştğinde, ileride incelenecek anonim şirket başta olmak üzere her türün özel düzenlemesi çok daha kolay kavranır.

3. TİCARET HUKUKU

İçindekiler

3.2 · Türk Ticaret Kanununun Anonim Şirketlere İlişkin Hükümleri (Madde 329 – 562)

Anonim Şirketler: Tanımdan Tek Borç İlkesine, İlkelerden Organlara ve Pay Yapısına

KISACA

Anonim şirket, sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından ötürü yalnız kendi malvarlığıyla sorumlu bulunan bir sermaye şirkettir. Bu şirkette pay sahibinin yükümlülüğü, taahhüt ettiği sermaye payını şirkete ödemekten ibarettir; bu borcunu tamamlayınca şirkete karşı sorumluluğu biter ve alacaklılara karşı hiçbir yükümlülük altına girmez. Öğretide tek borç ilkesi denilen bu kural, türün en ayırt edici çizgisidir. Şirket tek bir kurucuyla dahi kurulabilir ve tüzel kişiliğini esas sözleşmenin ticaret siciline tescili anında kazanır. Kuruluş için aranan asgari sermaye, esas sermaye sistemindeki şirkette iki yüz elli bin, kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka kapalı şirkette beş yüz bin Türk Lirası olarak belirlenmiştir. Anonim şirket organları eliyle yönetilir; zorunlu iki organı, karar organı olan genel kurul ile idare ve temsil organı olan yönetim kurulumdur ve aralarında işlev ayrılığı ilkesi geçerlidir, yani genel kurul üst organ değildir. Şirketi bir arada tutan başlıca ilkeler çoğunluk, eşit işlem, malvarlığının ve sermayenin korunması, emredici hükümler ve kamuyu aydınlatmadır; bu son ikisi, sorumluluk ve hesap verilebilirlikle birlikte kurumsal yönetimin de dayandığı temellerdir. Sermayenin bölündüğü en küçük parça olan pay, aynı anda ortaklık hakkını temsil eden bir menkul kıymet niteliği taşır ve sahibine hem yönetsel hem malvarlıksal haklar verir.

Anonim şirketin ne olduğu, Kanunun 329. maddesindeki tanımda özetlenir: sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir. Bu kısa tanım türün bütün unsurlarını içinde taşır. Sermayenin belirli olması, onun önceden saptanmış ve kendiliğinden değişmez olması; paylara bölünmüş olması ise sermayenin, her biri sahibinin katılım oranını gösteren ve itibarî bir değer taşıyan birimlere ayrılmasıdır. Şirketin borçlarından yalnız malvarlığıyla sorumlu tutulması, ayrı bir hukuk süjesi olan tüzel kişinin bütün varlığıyla ve sınırsızca sorumlu olduğunu anlatır. Pay sahibinin konumu ise bundan bütünüyle farklıdır: o, yalnızca taahhüt ettiği sermaye payıyla ve sadece şirkete karşı sorumludur (m. 329/2); bu borcu gereği gibi ifa ettiğinde şirkete karşı yükümlülüğü de sona erer. Öğretinin tek borç ilkesi dediği bu esasın bir uzantısı olarak, taahhüt edilen sermaye getirilmemiş olsa bile şirket alacaklılarının bunu doğrudan pay sahibinden isteme hakkı yoktur; pay sahibinin borcu daima ve yalnızca şirkete yöneliktir.

Anonim şirket bizzat tacir sayıldığından kanuna uygun bir ticaret unvanı seçip tescil ettirmek zorundadır; bu unvanın çekirdeğini, esaslı noktalarıyla tanımlanmış bir işletme konusu ile türü gösteren anonim şirket ibaresi oluşturur. Şirket, kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ve konu için kurulabilir (m. 331) ve en temel amacı kâr elde etmektir. Kuruluş için tek bir pay sahibi yeterlidir; bu kişi gerçek ya da tüzel kişi olabilir, ancak şirket kendi paylarının tamamını, tek pay sahibi kendisi olacak biçimde edinemez (m. 338). Tüzel kişilik, esas sözleşmenin ticaret siciline tescili anında doğar (m. 355). Pay sahipleri şirket borçlarından şahsen sorumlu olmadığından, alacaklıları güvenceye almak için asgari bir sermaye aranır: esas sermaye sistemini benimseyen şirkette iki yüz elli bin, kayıtlı sermaye

sistemini benimseyen halka kapalı şirkette beş yüz bin Türk Lirası (m. 332). Kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık anonim ortaklıklar için gereken asgari tutar bunun çok üzerindedir; Sermaye Piyasası Kurulunun düzenlemesiyle belirlenip her yıl güncellendiğinden burada sabit bir rakam olarak anılmaz.

Anonim şirketler bir dizi temel ilke etrafında işler. Çoğunluk ilkesi gereği kararlar kural olarak salt çoğunlukla alınır; bilanço zararlarının kapatılması için yükümlülük koyan ya da merkezi yurt dışına taşıyan kararlar gibi bazı hâllerde nitelikli çoğunluk, hatta oybirliği aranır. Malvarlığının ve sermayenin korunması ilkesi, sınırlı sorumlu bir şirkette alacaklıları koruma amacına dayanır ve bu ilkeye aykırı yönetim kurulu ile genel kurul kararları butlanla sakatlanabilir. Emredici hükümler ilkesine göre esas sözleşme, Kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda açıkça izin verilmişse sapabilir (m. 340); yani burada asıl olan emredicilik, istisna ise irade serbestisidir. Eşit işlem ilkesi, pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit muameleye tabi tutulmasını gerektirir ve öncelikli muhatabı yönetim kuruldur (m. 357). Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ise pay sahiplerinin ve piyasadaki tüm ilgililerin doğru ve zamanında bilgilendirilmesini hedefler; eşitlik, hesap verilebilirlik ve sorumlulukla birlikte kurumsal yönetimin dört esas unsurundan biridir ve Kanun, halka açık ortaklıklar bakımından kurumsal yönetim ilkelerini belirleme yetkisini Sermaye Piyasası Kuruluna vermiştir (m. 1529). Pay sahiplerinin şirkete borçlanması kural olarak yasaktır; ancak sermaye taahhüdünden doğan vadesi gelmiş borçlar ödenmiş ve şirketin serbest yedek akçelerle birlikte kârı geçmiş yıl zararlarını karşılayacak düzeydeyse borçlanma mümkün olur (m. 358). Son olarak oransallık ilkesi, pay sahipliği haklarının kural olarak sermayeye katılım oranına göre belirlendiğini; buna karşılık genel kurula katılma, bilgi alma ve iptal davası açma gibi koruyucu hakların paydan bağımsız kullanılabilirdiğini ifade eder.

Kurucu sıfatı, pay taahhüt edip esas sözleşmeyi imzalayan gerçek ya da tüzel kişiye tanınır (m. 337). Olağan kuruluş yolu öğretide ani kuruluş diye anılır; kurucuların, sermayenin tamamını ödemeyi şartsız üstlendikleri ve imzaları noterce onaylanan esas sözleşmede anonim şirket kurma iradelerini açıklamalarıyla başlar (m. 355). İmzaların noterce onaylanmasıyla, tescile kadar sürececek ön şirket aşamasına geçilir; henüz tüzel kişilik doğmasa da bu andan itibaren esas sözleşme ve Kanunun anonim şirket hükümleri kurucular arası ilişkilere uygulanmaya başlar (m. 335). Taahhüt edilen sermayenin tamamı nakit ise basit ani kuruluş söz konusudur; sermayenin kısmen ya da tamamen aynı unsurlardan oluşması, kuruluşta bir işletme veya aynın devralınması ya da kuruculara özel menfaatler sağlanması hâllerinde ise değerlendirme gerektiren nitelikli kuruluşla geçilir. Aynı sermaye unsurlarına ve devralınan işletmelere, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişiler değer biçer (m. 343). Süreç, esas sözleşmenin tümüyle ticaret siciline tescili ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilanı ile tamamlanır. Kanun, kuruculara sermayenin azalması sonucunu doğurabilecek bir menfaat tanınmasını yasaklamakla birlikte, dağıtılabilir kârdan belirli bir orana kadar kurucu intifa senedi çıkarılmasına izin verir (m. 348). Kuruluşta ağır aykırılıklar bulunsa dahi tescilden sonra şirketin butlanına veya yokluğuna karar verilemez; ancak kanuna aykırılıkla alacaklıların, pay sahiplerinin veya kamunun menfaatleri önemli ölçüde tehlikeye düşmüşse, tescil ve ilandan başlayan üç aylık hak düşürücü süre içinde fesih davası açılabilir (m. 353).

Anonim şirket organları aracılığıyla yönetilir ve dışarıda temsil olunur. Yönetim kurulu, esas sözleşmeyle atanmış veya genel kurulca seçilmiş bir ya da daha fazla kişiden oluşur; tek kişilik bir yönetim kurulu da

mümkündür (m. 359) ve üyeler en çok üç yıl için seçilir (m. 362). Kurul, kanun ve esas sözleşme uyarınca genel kurula bırakılanlar dışında, işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gereken her tür iş ve işlem hakkında karar almaya yetkilidir (m. 374). Bazı görev ve yetkiler ise devredilemez ve vazgeçilemez niteliktedir: şirketin üst düzeyde yönetimi, yönetim teşkilatının belirlenmesi, finansal planlama düzeninin kurulması, üst düzey yöneticilerin atanıp görevden alınması ve gözetimi, defter ile raporların ve kurumsal yönetim açıklamasının düzenlenmesi, nihayet borca batıklık durumunun mahkemeye bildirilmesi bunların başında gelir (m. 375). Yönetim kurulu, son yıllık bilançodan sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının yarısının zararlar karşılıksız kaldığını görürse genel kurulu hemen toplantıya çağırıp iyileştirici önlemler sunmak; üçte ikisinin karşılıksız kaldığı hâlde ise, genel kurul sermayeyle yetinme veya sermayeyi tamamlama kararı vermezse şirketin kendiliğinden sona ermesiyle yüzleşmek durumundadır (m. 376). Şirketin temsili kural olarak çift imzayla kullanılır; temsile yetkili kişilerin işletme konusu dışında yaptığı işlemler bile iyiniyetli üçüncü kişilere karşı kural olarak şirketi bağlar (m. 371). Yönetim kurulu üyeleri görevlerini tedbirli bir yöneticinin özeniyle yerine getirmekle yükümlüdür ve kanundan ya da esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini kusurlarıyla ihlal ederlerse şirkete, pay sahiplerine ve alacaklılara karşı verdikleri zarardan sorumlu olurlar; bu sorumlulukta, her üyenin kusuru ve durumun gerekleri ölçüsünde belirlenen farklılaştırılmış teselsül geçerlidir (m. 553, 557).

Genel kurul, şirketin karar organıdır ve kural olarak yalnızca Kanunda açıkça öngörülen konularda karar alır (m. 408). Devredilemez görev ve yetkileri arasında esas sözleşmenin değiştirilmesi, yönetim kurulu üyelerinin seçimi ile ibrası ve görevden alınması, denetçinin seçimi, finansal tablolar ve yıllık kâr üzerinde tasarrufa ilişkin kararlar, şirketin feshi ve önemli miktarda şirket varlığının toptan satışı yer alır. Genel kurul olağan olarak her faaliyet döneminin sonundan itibaren üç ay içinde toplanır, gerektiğinde olağanüstü de toplanabilir; bütün payların sahipleri hazır bulunup itiraz etmezse çağrı usulüne uyulmaksızın çağrısız da toplanabilir (m. 416). Adi toplantı için sermayenin en az dörtte birini karşılayan payların hazır bulunması gerekir ve kararlar toplantıda mevcut oyların çoğunluğuyla alınır (m. 418). Esas sözleşmeyi değiştiren kararlarda ilk toplantıda sermayenin en az yarısı, sağlanamazsa ikinci toplantıda en az üçte biri aranır (m. 421); işletme konusunun tamamen değiştirilmesi, imtiyazlı pay oluşturulması ve nama yazılı payların devrinin sınırlandırılması gibi kararlarda sermayenin en az yüzde yetmiş beşinin, merkezin yurt dışına taşınması gibi kararlarda ise oybirliğinin olumlu oyu şarttır. Genel kurul kararlarının sakatlığı üç yaptırım doğurur: toplantı ve karar yetersayılarına uyulmaması gibi kurucu unsur eksikliklerinde yokluk; pay sahibinin vazgeçilemez haklarını ortadan kaldıran, bilgi alma ve inceleme hakkını kanunun izin verdiğinin ötesinde sınırlayan ya da şirketin temel yapısını bozan ve sermayenin korunmasına aykırı kararlarda butlan (m. 447); kanuna, esas sözleşmeye veya dürüstlük kurallarına aykırılık hâlinde ise karar tarihinden başlayan üç aylık hak düşürücü süre içinde açılabilen iptal davası (m. 445).

Kanunun tanımında geçen pay, hem şirket sermayesinin bölündüğü en küçük birimi hem de ortaklık hakkını temsil eden menkul kıymeti anlatır. Payın itibarî değeri en az bir kuruştur ve ancak birer kuruş ile katları olarak yükseltilebilir; itibarî değer in altında pay çıkarılamaz, buna karşılık esas sözleşmede hüküm ya da genel kurul kararı bulunması hâlinde itibarî değer in üzerinde primli pay ihraç edilebilir (m. 347, 476). Pay senetleri hamiline veya nama yazılı olabilir; ancak bedeli tamamen ödenmemiş paylar

için hamiline yazılı senet çıkarılamaz (m. 484). Hamiline yazılı payın devri, zilyetliğin geçirilmesi ve Merkezi Kayıt Kuruluşuna yapılacak bildirimle; nama yazılı payın devri ise ciro ile zilyetliğin geçirilmesiyle gerçekleşir ve bu devrin şirkete karşı ileri sürülebilmesi için ayrıca pay defterine kaydedilmesi gerekir (m. 489, 490, 499). Pay sahibinin hakları geleneksel olarak yönetsel ve malvarlıksal haklar biçiminde ikiye ayrılır. Genel kurula katılma, oy kullanma, kararların yokluğunu, butlanını veya iptalini isteme, sorumluluk davası açma, bilgi alma ve inceleme (m. 437) ile özel denetçi atanmasını isteme (m. 438) yönetsel hakların; kâr payı (m. 509), tasfiye bakiyesine katılma ve yeni pay alma, yani rüçhan hakkı ise malvarlıksal hakların başında gelir. Bu hakların bir bölümü sermayeye katılım oranından bağımsız olarak tek bir paya sahip pay sahibince dahi kullanılabilirken, oy ve kâr payı gibi haklarda oransallık ilkesi işler. Böylece tanımdan başlayan çizgi; şirketin kuruluşu, organlarının işleyişi ve pay yapısıyla birlikte bütünlüklü bir çerçeveye kavuşur.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.1 • Muhasebenin Temel Kavramları, İlkeleri ve Genel Muhasebe

Muhasebenin Temeli: Kavramlar, İlkeler ve Genel Muhasebe İşleyişi

KISACA

Muhasebe, işletmenin parayla ifade edilebilen faaliyetlerine ilişkin bilgileri toplayan, doğruluğunu saptayan, kaydeden, sınıflandıran, raporlayan ve analiz eden bir bilgi sistemidir; böylece işletme faaliyetleri ile karar vericiler arasında bir köprü kurar. Bir olayın muhasebeye girebilmesi için önce para ile güvenilir biçimde ölçülebilmesi gerekir; ölçülemeyen bir değer, ne kadar önemli olursa olsun sistemin dışında kalır. Muhasebenin iki temel işlevi vardır: geçmişte güvenilir biçimde saklayan bir hafıza olmak ve bu kayıtları finansal tablolara dönüştürerek dışarıya raporlamak. Raporlanan bilgi iki ana gruba ayrılır: belli bir andaki finansal durumu gösteren bilanço ile belli bir dönemin finansal performansını gösteren gelir tablosu. Bütün bu yapının kuramsal zeminini muhasebenin temel kavramları oluşturur; sosyal sorumluluk, kişilik, işletmenin sürekliliği ve dönemsellik gibi kavramlar hem genel kabul görmüş ilkelerin hem de muhasebe standartlarının dayanağıdır. Genel muhasebe ise bu kavramları, Varlıklar eşittir Borçlar artı Özsermaye denklemi, hesapların işleyiş kuralları, tekdüzen hesap düzeni ve dönem sonu işlemleri aracılığıyla somut bir kayıt ve raporlama düzenine çevirir.

Muhasebeyi anlamanın en sağlam yolu, onu bir bilgi sistemi olarak görmektir. Muhasebe, tamamen veya kısmen finansal nitelikli ve parayla ifade edilebilen işlemlere ait anlamlı ve güvenilir bilgileri sağlayacak biçimde, bu bilgilerin ilgili kaynaklardan toplanması, doğruluklarının saptanması, kaydedilmesi, sınıflandırılması ve raporlar halinde sunularak analiz edilmesidir. Bu tanım birbirini tamamlayan üç kısımdan oluşur. Birinci kısım muhasebenin düzenli bir kayıt sistemi olmasıdır; bir ticari faaliyetin muhasebeye konu olabilmesi için önce parayla, üstelik güvenilir biçimde ölçülebilmesi gerekir. Çalışanların bilgi birikimi veya ürünlerin sağlamlığına dair müşteri algısı gibi parayla ölçülemeyen değerler, önemli olsalar bile sistemin dışında kalır. İkinci kısım kaydetme ve sınıflandırmadır; işlemler belli bir sistematik içinde kaydedilir ve sınıflandırılarak binlerce işlemde yararlı sonuçlar üretilebilir hale getirilir. Üçüncü kısım ise raporlanan bilginin analiz edilip yorumlanmasıdır, çünkü üretilen bilginin nihai amacı doğru kararlara zemin oluşturmasıdır.

Bu sistem iki temel işlev görür. Birincisi, geçmişte gerçekleşen ve parayla ifade edilebilen faaliyetleri güvenilir bir ortamda saklayarak bir hafıza oluşturmaktır; bu nedenle hukuk sistemi kayıtların nasıl tutulacağına ve saklanacağına taraf olur ve işletmeler bu kayıtları en az beş yıl korumakla yükümlü tutulur. İkincisi, kaydedilen bilgileri belli bir formata sokarak taraflara raporlamaktır; bu finansal raporlama işlevidir. Raporlanan bilgi iki ana gruba ayrılır: işletmenin belli bir andaki finansal durumu ile belli bir dönemdeki finansal performansı. Finansal durum bilançoda, finansal performans ise gelir tablosunda gösterilir; bu ikisine temel finansal tablolar denir. Finansal durumdaki değişimi nakit akışları açısından izleyen nakit akış tablosu ile özkaynaklar açısından izleyen özkaynak değişim tablosu ise yardımcı finansal tablolarıdır.

Bu yapının kuramsal temelini muhasebenin temel kavramları oluşturur ve genel kabul görmüş ilkeler ile standartların bu kavramlara aykırı olmaması gerekir. Sosyal sorumluluk kavramı, bilgi üretilirken belli kişi veya grupların değil tüm toplumun çıkarının gözetilmesini, yani tüm çıkar gruplarına eşit uzaklıkta gerçeğe uygun ve tarafsız davranılmasını ister. Kişilik kavramı işletmeyi sahiplerinden, yöneticilerinden ve çalışanlarından ayrı bir varlık sayar; bu ayrım yapılamazsa taraflara eşit uzaklıkta bilgi üretmek de mümkün olmaz. İşletmenin sürekliliği kavramı, faaliyetlerin belli bir süreye bağlı olmaksızın sürdürüleceğini varsayar ve bu varsayım maliyet esasının da dayanağıdır; sınırsız ömürlü bir işletmede varlıkların piyasa değeri anlamsızlaşır, önemli olan onların kullanılarak yaratacağı performanstır. Dönemsellik kavramı, sürekliliğin doğal sonucu olarak sınırsız ömrü eşit dönemlere böler ve her dönemin sonucunu diğerlerinden bağımsız saptar. Parayla ölçülme kavramı işlemlerin ortak bir ölçü birimiyle, ulusal para birimiyle kaydedilmesini; maliyet esası kavramı edinilen varlık ve hizmetlerin elde etme maliyetiyle muhasebeleştirilmesini; tarafsızlık ve belgelendirme kavramı kayıtların objektif belgelere dayandırılmasını ifade eder. Bunlara tutarlılık, tam açıklama, ihtiyatlılık, önemlilik ve özün önceliği kavramları eklenir. Özün önceliği, bir işlemin biçimi ile özü çeliştiğinde özün esas alınmasını öngörür.

Genel muhasebe, bu kavramları somut bir işleyişe çevirir. Her şeyin merkezinde muhasebe temel denklemi bulunur: Varlıklar eşittir Kaynaklar, yani daha ayrıntılı biçimiyle Varlıklar eşittir Borçlar artı Özsermaye. Denklemin sol tarafı işletmenin ekonomik yapısını, sahip olduğu varlıkları; sağ tarafı ise finansal yapıyı, bu varlıkların kaynaklarını gösterir. Bir kalemin varlık sayılabilmesi için işletmenin kontrolünde olması ve gelecekte ekonomik yarar sağlaması beklenmelidir. Bilanço bu denklemin belli bir andaki ayrıntılı fotoğrafıyken, gelir tablosu Gelirler eksi Giderler eşittir Kar veya Zarar denklemiyle bir dönemin filmi gösterir.

Hesaplar, değer hareketlerini izleyen çizelgelerdir; her hesabın sol tarafına borç, sağ tarafına alacak denir. Aktif hesaplarda artışlar borç, azalışlar alacak tarafına yazılır ve bu hesaplar borç kalanı verir; pasif hesaplarda ise tersi geçerlidir, artışlar alacak, azalışlar borç tarafına kaydedilir. Gider hesaplarına ilk kayıt borç, gelir hesaplarına ise alacak tarafından yapılır. Bu kuralların ülke çapında birlik içinde uygulanabilmesi için Tekdüzen Muhasebe Sistemi geliştirilmiş ve Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği ile yürürlüğe konulmuştur; bu sistemde hesaplar dokuz sınıfa ayrılır ve dönen varlıklardan nazım hesaplara kadar sıralanır.

Dönem sonu işlemleri ise kayıtların gerçeği yansıtmasını sağlar. Dönem içindeki kayıtlar genel geçici mizanda toplanır; ancak muhasebe kayıtları ile gerçek durum arasında farklar oluşabileceğinden, önce fiziki sayıma dayanan muhasebe dışı envanter, ardından bu farkları düzelten muhasebe içi envanter yapılır. Stoklarda değersiz ve şüpheli alacaklar, amortismanlar, kasa ve banka sayım farkları gibi kalemler bu aşamada düzeltilir. Envanter kayıtlarından sonra hesap kalanları değişeceği için genel kesin mizan düzenlenir; işletmenin gerçek durumunu gösteren bu mizandan hareketle dönem sonu bilançosu ve gelir tablosu hazırlanır. Son adımda, açık kalan hesaplar borç kalan verenler alacak, alacak kalan verenler borç kaydedilerek kapatılır ve dönem tamamlanmış olur.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.2.1 - Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve

Kavramsal Çerçeve: Finansal Raporlamanın Amacı, Bilginin Nitelikleri, Tahakkuk ve Ölçüm

KISACA

Kavramsal Çerçeve, finansal raporlamanın hangi amaçla ve hangi ilkelere göre yapıldığını belirleyen zemindir. Finansal raporlamanın temel amacı, kullanıcılara işletmeye kaynak sağlama ve benzeri kararları verirken faydalı olacak bilgiyi sunmaktır. Bu bilginin asli kullanıcıları, işletmeden doğrudan bilgi talep etme imkanı bulunmayan mevcut ve potansiyel yatırımcılar ile borç ve kredi verenlerdir; onlar esas olarak işletmenin gelecekteki nakit yaratma kabiliyetini tahmin etmek için finansal tablolara güvenirlir. Bilginin faydalı olabilmesi için iki temel niteliksel özelliği taşıması gerekir: ihtiyaca uygunluk ve gerçeğe uygun şekilde sunum. İhtiyaca uygun bilgi kararları etkileme gücüne sahiptir ve önemlilik kavramıyla birlikte anlam kazanır; gerçeğe uygun sunum ise tam, tarafsız ve hatasız olmalıdır. Bunlara karşılaştırılabilirlik, doğrulanabilirlik, zamanında sunum ve anlaşılabilirlik gibi destekleyici özellikler eklenir. Bir kalemin finansal tablolara alınması, yani tahakkuku, gelecekte ekonomik yarar olasılığının bulunması ve maliyet ya da değer güvenilir biçimde ölçülebilmesi koşullarına bağlıdır. Ölçümde ise tarihi maliyet ile gerçeğe uygun değer, kullanım değeri ve cari maliyet gibi cari değer esasları kullanılır.

Kavramsal Çerçeve, tek tek standartların altında yatan mantığı verdiği için finansal raporlamayı anlamanın başlangıç noktasıdır. İşe amaçtan başlamak gerekir. Finansal tabloların içerdiği bilgiyi kullanan taraflara finansal tablo kullanıcıları denir ve finansal raporlamanın temel amacı, bu kullanıcılara işletmeye kaynak sağlama ve diğer kararları verirken faydalı olacak bilgiyi sunmaktır. İşletmelerin kullanıcılara raporladığı tablolar genel amaçlı finansal tablolardır; yani belirli bir kullanıcı grubunun özel ihtiyacına göre değil, farklı ihtiyaçları olan geniş bir kitleye hitap edecek şekilde hazırlanır.

Kullanıcıların hepsi aynı konumda değildir. Yatırımcılar, borç ve kredi verenler, çalışanlar, satıcılar, müşteriler, hükümetler ve genel olarak kamu bu bilgiden yararlanır; ancak bunların içinde mevcut ve potansiyel yatırımcılar ile borç ve kredi verenler asli kullanıcı olarak nitelenir. Bunun nedeni, bu tarafların işletmeden doğrudan kendilerine bilgi sağlanmasını talep etme imkanının bulunmaması ve ihtiyaç duydukları bilginin çoğu için finansal raporlara güvenmekten başka rasyonel bir yollarının olmamasıdır. Asli kullanıcılar, satın alma, elde tutma veya satma kararlarını bekledikleri getirilere göre alırlar; bu getiri beklentileri ise işletmeye yönelik gelecekteki net nakit girişlerinin tutarına, zamanlamasına ve belirsizliğine ilişkin değerlendirmelere dayanır. Dolayısıyla finansal bilgiler esas olarak işletmenin gelecekteki nakit yaratma kabiliyetini tahmin etmek için kullanılır.

Her bilgi eşit derecede faydalı değildir. Finansal bilginin faydalı sayılabilmesi için iki temel niteliksel özelliği taşıması gerekir. Bunların ilki ihtiyaca uygunluktur; ihtiyaca uygun bilgi, kullanıcıların verdiği kararları etkileme gücüne sahip bilgidir. Bir bilgi, gelecekteki sonuçların tahmininde kullanılabiliriyorsa tahminlerde kullanılabilme özelliğine, önceki değerlendirmeleri doğruluyor ya da değiştiriyorsa teyit etme özelliğine sahiptir; bu iki özellik çoğu zaman bir aradadır. İhtiyaca uygunluk önemlilik kavramıyla birlikte anlam kazanır: bir bilginin verilmemesi ya da yanlış verilmesi kullanıcıların kararlarını

etkileyebiliyorsa o bilgi önemlidir. Önemlilik işletmeye özgüdür, bu yüzden standart bir sayısal eşiği yoktur. İkinci temel özellik gerçeğe uygun şekilde sunumdur ve bunun tam anlamıyla sağlanması için sunumun tam, tarafsız ve hatasız olması gerekir. Tam sunum, olayın anlaşılması için gerekli tüm bilgileri içerir; tarafsız sunum, bilginin seçim ve gösteriminde önyargı taşımaz; hatasız sunum ise sürecin doğru seçilip uygulandığını, yani her açıdan kesin doğruluk değil, sürecin kusursuzluğunu ifade eder.

Bu iki temel özelliğin yanına faydayı artıran destekleyici niteliksel özellikler eklenir. Karşılaştırılabilirlik, kullanıcıların kalemler arasındaki benzerlik ve farklılıkları görebilmesini sağlar ve tek bir kalemle değil en az iki kalemle ilgilidir; tutarlılık ise aynı kalemler için aynı yöntemlerin kullanılması anlamına gelir ve karşılaştırılabilirliğe hizmet eder. Doğrulanabilirlik, farklı bilgi düzeyindeki bağımsız gözlemcilerin bir sunumun gerçeğe uygunluğu konusunda görüş birliğine varabilmesidir ve doğrudan ya da dolaylı olabilir. Zamanında sunum, bilginin kararları etkileyebileceği anda mevcut olmasıdır; anlaşılabilirlik ise bilginin açık ve öz biçimde sınıflandırılıp sunulmasıdır. Ancak doğası gereği karmaşık olan bilgilerin sırf daha kolay anlaşılabilir diye tablo dışında bırakılması, raporları eksik ve yanıltıcı hale getirir.

Bir kalemin finansal tablolara alınması, yani tahakkuku, iki koşula bağlıdır. Birincisi, kalemle ilgili olarak gelecekte işletmeye ekonomik yarar girişi ya da işletmeden ekonomik yarar çıkışı olmasının muhtemel olmasıdır. İkincisi, kalemin maliyet ya da değerinin güvenilir biçimde ölçülebilesidir; birçok durumda tahmin gerekir ve makul tahminlerin kullanılması tabloların güvenilirliğini zayıflatmaz, ancak makul bir tahmin yapılamıyorsa kalem tahakkuk ettirilmez. Bu çerçevede bir varlık, gelecekte ekonomik yarar girişi muhtemelse ve güvenilir biçimde ölçülebiliyorsa bilançoda gösterilir; aksi halde harcama gider yazılır. Borçlar ise mevcut bir yükümlülüğün yerine getirilmesi için kaynak çıkışı gerçekleşecekse ve güvenilir biçimde ölçülebiliyorsa tahakkuk ettirilir. Gelir ve giderlerin hangi döneme ait olduğu ise nakit esaslı ile tahakkuk esaslı arasındaki ayrımla belirlenir; tahakkuk esasında gelir satışların yapıldığı, gider ise giderin meydana geldiği dönemde kabul edilir ve bu, dönemsellik varsayımının bir gereğidir.

Son olarak, tahakkuk ettirilen kalemlerin hangi parasal tutarla raporlanacağı ölçüm esasının seçilmesini gerektirir. Tarihi maliyette varlıklar elde edildikleri tarihte ödenen tutarla ölçülür. Cari değer esasları ise ölçüm tarihindeki koşulları yansıtacak biçimde güncellenmiş bilgi kullanır; bunların içinde gerçeğe uygun değer, piyasa katılımcıları arasında olağan bir işlemde bir varlığın satışından elde edilecek ya da bir yükümlülüğün devri için ödenecek fiyattır. Kullanım değeri, bir varlığın kullanımı ve elden çıkarılmasıyla elde edilmesi beklenen nakit akışlarının bugünkü değeri; ifa değeri ise bir yükümlülüğün yerine getirilmesi için devredilecek kaynakların bugünkü değeridir. Cari maliyet ise ölçüm tarihinde bir varlık için ödenecek bedel ile o tarihteki işlem maliyetlerinin toplamıdır. Hangi esasın seçileceği, finansal tablonun sağlaması beklenen faydalı bilginin niteliğine göre belirlenir.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.2.2 · TMS/TFRS

TMS/TFRS: Türkiye Muhasebe Standartları Düzeni, Kapsamı ve Genel Raporlama İlkeleri

KISACA

Türk Ticaret Kanunu ile birlikte işletmelerin yasal kayıtları ile finansal raporları birbirinden ayrılmıştır: tacirler yasal kayıtlarını esas olarak Vergi Usul Kanunu'na göre tutarken, finansal raporlarını Türkiye Muhasebe Standartlarına göre hazırlar. Bu standartları, uluslararası standartlarla uyumlu biçimde Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu belirler ve yayımlar. Standartların uygulanacağı işletmeler kademelidir: kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar ile borsada işlem gören şirketler, bankalar, sigorta ve emeklilik şirketleri tam kapsamlı TFRS'yi uygular; bunların dışında bağımsız denetime tabi olup TFRS uygulamayan işletmeler için Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı, bağımsız denetime tabi olmayan küçük ve mikro işletmeler için ise Küçük ve Mikro İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı geliştirilmiştir. Standartlar, gerçeğe uygun sunumu sağlamak için işletmenin sürekliliği, tahakkuk esası, ihtiyatlılık, önemlilik, mahsup yasağı ve tutarlılık gibi genel ilkeler koyar. Tam bir finansal tablo seti; finansal durum tablosu, kar veya zarar tablosu, nakit akış tablosu, özkaynak değişim tablosu ile önemli muhasebe politikalarını içeren dipnotlardan oluşur.

Türkiye Muhasebe Standartları düzenini anlamak için işe Türk Ticaret Kanunu'nun getirdiği ayırmadan başlamak gerekir. Yeni Kanun'la birlikte işletmelerin yasal muhasebe kayıtlarının tutulması ile finansal raporlarının hazırlanması farklılaşmıştır. Buna göre gerçek ve tüzel kişi tacirler yasal kayıtlarını temel olarak Vergi Usul Kanunu ve ona dayalı düzenlemelere göre yaparken, finansal raporlarını Kanun'un öngördüğü çerçevede Türkiye Muhasebe Standartlarına göre hazırlar. Bu, muhasebe uygulamalarının vergi düzenlemeleriyle bağıni korurken, dışa raporlanan finansal tablolar için ayrı ve uluslararası düzeyde geçerli bir dil kullanılması demektir. Bu standartları belirleme yetkisi, 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile kurulan Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'na aittir; Kurum, uluslararası finansal raporlama standartlarını ülkemiz iç hukukuna önemli bir gecikme olmaksızın aktarır ve bu işlemi Kurul kararları aracılığıyla yürütür.

Standartların kapsamı iki bileşenlidir. Dar anlamda Türkiye Muhasebe Standartları, uluslararası standartlarla uyumlu TMS ve TFRS'ler ile bunların yorumlarından oluşur; buna Kurum'un değişik işletme büyüklükleri, sektörler ve kar amacı gütmeyen kuruluşlar için belirlediği özel standartlar ile kavramsal çerçeve de eklenir. Bu standartların hangi işletmelerde uygulanacağı ise kademeli bir yapı gösterir. Sermaye piyasası araçları borsada işlem gören şirketler, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, bankalar, sigorta ve reasürans şirketleri ile emeklilik şirketleri tam kapsamlı TFRS uygular; bunlar genel olarak kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar olarak nitelenir. Başlangıçta TFRS uygulama kapsamı bağımsız denetim kapsamıyla aynı tutulmuştu; ancak bunun görece küçük işletmeleri karmaşık ve maliyetli bir standart setini uygulamak zorunda bırakacağı görülünce, uluslararası uygulamalara paralel biçimde TFRS kapsamı esas olarak kamu yararını ilgilendiren kuruluşlarla sınırlandırılmıştır.

Bu sınırlamanın doğal sonucu, kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar dışında kalan işletmeler için ayrı raporlama çerçeveleri oluşturulmasıdır. Bağımsız denetime tabi olup TFRS uygulamayan işletmelerin genel kurullarına sunacakları finansal tabloların hazırlanmasında Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı esas alınır; bu standart, daha önce bu işletmelerin uyguladığı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği ile ilave hususların yerini almış ve gerçeğe uygun, ihtiyaca uygun ve karşılaştırılabilir tablolar üretilmesini amaçlamıştır. Bir işletmenin bu standart açısından büyük işletme sayılıp sayılmadığı ise aktif toplamı, yıllık net satış hasılatı ve ortalama çalışan sayısından oluşan üç ölçüte bakılarak belirlenir; bu üç ölçütten en az ikisinin eşik değerini art arda iki raporlama döneminde aşan işletme, izleyen dönemde büyük işletme sayılır. Bu eşik değerler Cumhurbaşkanı Kararı ile dönemsel olarak güncellendiğinden, öğrenilmesi gereken sabit bir rakam değil, işleyen bu mekanizmadır. Bağımsız denetime tabi olmayan tacirler için ise Küçük ve Mikro İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı geliştirilmiştir; bu standart, önce küçükleri düşün yaklaşımıyla ve genel olarak maliyet esaslı, daha az maliyetli bir çerçeve olarak tasarlanmıştır.

Hangi çerçeve uygulanırsa uygulansın, standartların ortak amacı finansal tabloların gerçeğe uygun sunumunu sağlamaktır ve bunun için bir dizi genel raporlama ilkesi konulur. İşletmenin sürekliliği ilkesi uyarınca, yönetimin işletmeyi tasfiye etme veya faaliyete son verme niyeti ya da zorunluluğu yoksa tablolar süreklilik varsayımına dayanılarak hazırlanır. Tahakkuk esası, nakit akış tablosu hariç tüm tabloların, işlem ve olayların etkileri gerçekleştiğinde, nakit hareketinin ne zaman olduğuna bakılmaksızın gösterilmesini gerektirir. İhtiyatlılık, belirsizlik altında varlık ve gelirlerin olduğundan fazla, yükümlülük ve giderlerin olduğundan düşük gösterilmemesi için gereken dikkati ifade eder. Önemlilik ilkesi her önemli hesap sınıfının ayrı gösterilmesini; mahsup yasağı, standartça izin verilmedikçe varlık ve yükümlülükler ile gelir ve giderlerin birbirinden mahsup edilmemesini; sunumda tutarlılık ise kalemlerin sunum ve sınıflandırılmasının dönemler arasında kural olarak değişmemesini öngörür. Ayrıca raporlar en az yılda bir kez sunulur ve cari dönem tutarları önceki dönemle karşılaştırmalı olarak verilir.

Bu ilkeler doğrultusunda hazırlanan tam bir finansal tablo seti asgari olarak beş unsurdan oluşur: finansal durum tablosu, kar veya zarar tablosu, nakit akış tablosu, özkaynak değişim tablosu ile önemli muhasebe politikalarını ve diğer açıklayıcı bilgileri içeren dipnotlar. Finansal durum tablosu, işletmenin belirli bir tarihteki varlık, yükümlülük ve özkaynaklarını gösterir ve dönen-duran varlık ile kısa-uzun vadeli yükümlülük ayrımıyla sunulur; raporlama döneminden sonraki on iki ay içinde paraya çevrilmesi beklenen varlıklar dönen varlık, benzer sürede yerine getirilecek yükümlülükler kısa vadeli sayılır. Kar veya zarar tablosu bir dönemin gelir ve giderleri ile net sonucunu, özkaynak değişim tablosu özkaynak kalemlerindeki dönem içi hareketleri, nakit akış tablosu ise nakit ve nakit benzerlerindeki giriş ve çıkışları esas faaliyet, yatırım ve finansman faaliyetleri ayrımıyla gösterir. Standartlar bu tabloların ötesinde, muhasebe politikalarındaki değişikliklerin geriye dönük uygulanması, muhasebe tahminlerindeki değişikliklerin ileriye dönük ele alınması, geçmiş dönem yanlışlıklarının geriye dönük düzeltilmesi, hasılatın ve stokların ölçümü ile finansal araçların değerlemesi gibi pek çok konuyu da ayrıntılı biçimde düzenler.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.2.3 · Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği II-14.1

II-14.1 Tebliği: Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamanın Esasları

KISACA

Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği, kamunun zamanında, yeterli ve doğru aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, kapsamdaki işletmelerin düzenleyeceği finansal raporların hazırlanması ve ilgililere sunulmasına ilişkin ilke ve esasları belirler. Tebliğ kapsamında işletme, yatırım fonları ile konut ve varlık finansmanı fonları dışında kalan ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarıdır. Bu işletmeler finansal tablolarını Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'nun yayımladığı TMS/TFRS'yi esas alarak hazırlar. Tebliğ, yıllık finansal rapor düzenlemeyi tüm kapsam için zorunlu tutar; borsada işlem gören işletmeler ile belirli kurumlar ayrıca üçer, altışar ve dokuzar aylık ara dönem raporları hazırlar. Finansal raporlara yönetim kurulu faaliyet raporu ile sorumluluk beyanı eklenir ve raporların gerçeğe uygunluğundan yönetim kurulu üyeleri sorumludur. Raporlar belirlenen süreler içinde, borsada işlem gören şirketler için Kamuyu Aydınlatma Platformu aracılığıyla kamuya açıklanır. İşletmeler ayrıca, muhasebe kayıtları ile Tebliğ'e göre hazırlanan tablolar arasındaki bağı kurmak için Sermaye Piyasası Muhasebe Defteri tutar.

Sermaye piyasasında finansal raporlamanın kendine özgü kuralları, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği ile belirlenir. Tebliğ'in amacı doğrudandır: kamunun zamanında, yeterli ve doğru bir şekilde aydınlatılmasını sağlamak. Bunun için kapsamdaki işletmelerin düzenleyeceği finansal raporlar ile bunların hazırlanması ve ilgililere sunulmasına ilişkin ilke, usul ve esasları düzenler. Tebliğ'de işletme kavramı özel olarak tanımlanmıştır; yatırım fonları ile konut finansmanı ve varlık finansmanı fonları dışında kalan ihraççılar ve sermaye piyasası kurumları bu kapsamdadır. İhraççı, kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç için Kurul'a başvuran veya araçları halka arz edilen tüzel kişiler ile yatırım fonlarıdır; sermaye piyasası kurumları ise yatırım kuruluşları, kolektif yatırım kuruluşları, portföy yönetim şirketleri, bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşları ile merkezi takas ve saklama kuruluşları gibi yapıları içerir.

Tebliğ'in çıkış noktası, finansal tabloların hangi standartlara göre hazırlanacağıdır. Buna göre işletmeler finansal tablolarının hazırlanmasında Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayımlanan TMS/TFRS'yi esas alır. Uygulamada birliğin sağlanması veya esasların açık hale getirilmesi gerektiğinde ise Kurul, Kanun'un ilgili maddesi kapsamında kararlar alır ve işletmeler bu kararlara uymakla yükümlüdür. Böylece muhasebe standartları raporlamanın içeriğini, Tebliğ ve Kurul kararları ise sermaye piyasasına özgü usul ve süreleri belirler.

Raporlama yükümlülüğü yıllık ve ara dönem olmak üzere ikiye ayrılır. Kapsamdaki tüm işletmeler yıllık finansal raporlarını düzenlemekle yükümlüdür; konsolide tablo hazırlama yükümlülüğü bulunan yatırım ortaklıkları, konsolide tabloların yanı sıra bireysel tablolarını da hazırlar. Buna ek olarak, sermaye piyasası araçları borsada işlem gören işletmeler ile yatırım kuruluşları, yatırım ortaklıkları, portföy

yönetim şirketleri ve ipotek finansmanı kuruluşları üç, altı ve dokuz aylık dönemler itibarıyla ara dönem finansal raporu düzenler. Finansal raporların yanında işletmeler yıllık ve ara dönem yönetim kurulu faaliyet raporu da hazırlar; faaliyet raporlarında yönetim kurulu üyelerinin yetki ve görev süreleri, işletmenin sektördeki yeri, yatırımlardaki gelişmeler, finansman kaynakları ve varsa kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu gibi hususlara yer verilir.

Sorumluluk, Tebliğ'in en kritik boyutudur. Finansal raporların Tebliğ'e uygun hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan işletmenin yönetim kurulu üyeleri, kusurlarına ve durumun gereklerine göre sorumludur; yönetim kurulunun finansal tabloların ve faaliyet raporlarının kabulüne dair ayrı bir karar alması gerekir. Yönetim kurulu ayrıca kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca oluşturulan denetim komitesini, yoksa üyeleri arasından en az bir üyeyi finansal raporlamadan sorumlu belirler; ancak bu belirleme yönetim kurulunun kendi sorumluluğunu ortadan kaldırmaz. Kamuya açıklanacak raporlara, finansal raporlamadan sorumlu yönetim kurulu üyeleri ile genel müdür veya sorumlu yöneticinin, raporu incelediklerini, önemli konularda gerçeğe aykırı ya da yanıltıcı bir eksiklik bulunmadığını ve tabloların işletmenin durumunu dürüstçe yansıttığını içeren sorumluluk beyanları eklenir.

Raporların ne zaman ve nasıl kamuya ulaşacağı da ayrıntılı biçimde düzenlenmiştir. Borsada işlem gören işletmeler yıllık raporlarını, konsolidasyon yükümlülüğünün bulunmadığı durumda hesap döneminin bitimini izleyen altmış gün, bulunduğu durumda yetmiş gün içinde bildirir; ara dönem raporları için bu süreler otuz ve kırk gündür ve ara dönem tablolarının sınırlı bağımsız denetime tabi olduğu hallerde bu süreler ek süre tanınır. Her halükarda yıllık raporlar hesap döneminin bitimini takip eden üçüncü ayın sonuna kadar bildirilir. Borsada işlem gören işletmeler, portföy yönetim şirketleri ve yatırım kuruluşları raporlarını kamuya açıklanmak üzere Kamuyu Aydınlatma Platformu'na bildirirken, diğer bazı işletmeler raporlarını Kurul'a bildirir. Kamuya açıklanan raporlar, işletmenin internet sitesinde en az beş yıl süreyle erişilebilir tutulmalıdır.

Son olarak Tebliğ, muhasebe kayıtları ile raporlanan tablolar arasındaki bağın izlenebilmesi için özel bir defter öngörür. Finansal tabloların Tebliğ uyarınca hazırlanması nedeniyle işletmelerin diğer mevzuata göre tuttıkları kanuni defterlere yeni kayıt yapılamaz veya mevcut kayıtlar değiştirilemez; bunun yerine işletmeler, muhasebe kayıtlarından Tebliğ'e uygun tablolara ulaşırken yaptıkları tüm açılış, düzeltme ve sınıflandırma kayıtlarını ayrı ayrı Sermaye Piyasası Muhasebe Defteri'ne kaydeder. Bu defter elektronik ortamda veya yazılı olarak tutulabilir ve Türk Ticaret Kanunu'nda ticari defterler için öngörülen süre kadar saklanır. Böylece hem kamuya açıklanan tabloların dayanağı belgelenmiş hem de bir sonraki dönemin raporlamasının sağlıklı yürümesi güvence altına alınmış olur.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.3.1 • Temel Kavramlar

Bağımsız Denetimin Temel Kavramları: Amaç, Türler, Standartlar, Yaklaşımlar ve Görüş Türleri

KISACA

Bağımsız denetim, denetçinin işletmelerin finansal tablolarının geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun hazırlandığı konusunda makul güvence sağlamak amacıyla yeterli ve uygun kanıt toplaması ve bunları değerlendirerek bir görüş oluşturmaktır. Denetimin varlık nedeni, bir kişi veya kurum adına başkasının hizmet gördüğü asil-vekil ilişkisidir; bilgi asimetrisi nedeniyle taraflar arasında güven ihtiyacı doğar ve denetim bu güveni sağlamlaştırır. Denetimin temel amacı, kullanıcıların finansal tablolara duyduğu güven düzeyini artırmaktır. Denetim türleri finansal tablo denetimi, uygunluk denetimi ve faaliyet denetimi olarak üçe; denetçiler ise bağımsız denetçi, iç denetçi ve kamu denetçisi olarak üçe ayrılır. Denetçilerin uyması gereken temel ilke ve kurallar denetim standartlarıyla belirlenir; uluslararası düzeyde bu standartlar IFAC eliyle geliştirilmiş, ülkemizde ise Bağımsız Denetim Standartları olarak benimsenmiştir. Bağımsız denetim planlama, kanıt toplama, değerlendirme ve raporlama aşamalarından oluşur ve zamanla geleneksel yaklaşımdan risk tabanlı yaklaşıma geçilmiştir. Denetim sonunda denetçi olumlu, şartlı, olumsuz görüş verir ya da görüş bildirmekten kaçınır.

Bağımsız denetimin ne olduğunu kavramak için önce neden var olduğunu anlamak gerekir. İşletmelerde ekonomik kararlar mevcut bilgiler doğrultusunda alınır ve bu bilgilerin güvenilirliği denetimle desteklenir. Denetimin köklerinde vekalet teorisi, yani asil-vekil ilişkisi yatar; bir kişi veya kurum adına başka birinin bir hizmeti yerine getirip karşılığında ücret aldığı bu ilişkide, asilin vekilin işlemleri hakkında tam bilgiye sahip olmaması, çıkar çatışması ve ahlaki tehlike gibi sorunlar ortaya çıkar. Farklı motivasyonlar ve bilgi asimetrisi, asillerin vekillerine duyduğu güveni etkiler; işte denetim, vekillerin sağladığı bilgiler üzerinde bağımsız bir kontrol kurarak güven ve itimadın elde edilmesine yardım eder. Bu çerçevede bağımsız denetim, denetçinin finansal tabloların ilgili muhasebe temellerine uygun hazırlandığı konusunda makul bir güvence sağlamak amacıyla yeterli ve uygun kanıt toplaması ve bunları değerlendirerek bir denetim görüşü ortaya koymasındır. Burada bağımsızlık güvenilirliğin ön koşuludur; tarafsızlıktan uzak, çıkar ilişkilerine dayalı bir görüş, kullanıcıların yanlış kararlar almasına yol açar.

Denetimin temel amacı, hedef kullanıcıların finansal tablolara duyduğu güven seviyesini artırmaktır; bu amaca, tabloların tüm önemli yönleriyle geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun hazırlanıp hazırlanmadığına ilişkin verilen görüşle ulaşılır. Denetim bu haliyle işletmeye ve tüm kullanıcılara çeşitli faydalar sağlar: yönetime doğru bilgi akışını ve sağlıklı karar almayı destekler, finansal tabloların gerçeği yansıtip yansıtmadığını gösterir, hile yapılmasının önlenmesine yardımcı olur, denetimden geçmiş tablolarla işletmenin düşük maliyetli finansman bulmasını kolaylaştırır ve ortakların haklarının daha iyi korunmasını sağlar.

Denetim, kullanıcıların ilgi alanlarına göre farklı biçimler alır ve temel olarak üçe ayrılır. Finansal tablo denetimi, bilanço, gelir tablosu ve nakit akım tablosu gibi tabloların genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun hazırlanıp hazırlanmadığının denetlenmesidir; yönetim, yatırımcılar, bankalar ve resmi kuruluşlar bu denetimden yararlanır. Uygunluk denetimi, işletmenin kendisinden daha yüksek bir otoritenin belirlediği kural ve düzenlemelere uygun hareket edip etmediğini inceler; vergi beyannamelerinin vergi otoritelerince denetimi buna örnektir ve sonuçları çoğunlukla yönetime raporlanır. Faaliyet denetimi ise işlemlerin yöntem ve metotlarının etkinlik ve verimliliğini değerlendirir; etkinlik amaçlara ulaşma derecesini, verimlilik kaynakların etkin kullanımını ifade eder ve bu alanda genel kabul görmüş ölçütler bulunmadığından yargılar görece öznelidir. Denetimi yürütenler de üçe ayrılır: herhangi bir kişi veya kuruluşa bağlı olmadan çalışan bağımsız denetçi, işletme organizasyonunun bir parçası olarak üst yönetime destek veren iç denetçi ve bir kamu kurumuna bağlı çalışan kamu denetçisi.

Denetçinin uyması gereken temel ilke ve kurallar denetim standartlarıyla belirlenir. Standartlar denetçilerin niteliklerini, sorumluluklarını ve beklenen çalışmalarını genel düzeyde belirleyen asgari kurallardır; kısıtlayıcı değil yol gösterici niteliktedir ve denetimin kalitesinin ölçülmesinde ölçüt olarak kullanılır. Uzun süredir geniş kabul gören genel kabul görmüş denetim standartları on adet olarak anılır. Denetimin uluslararası boyutu güçlendikçe standartların uyumlaştırılması ihtiyacı doğmuş, bu görevi Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu üstlenmiştir; planlama, denetim programının yürütülmesi ve raporlama evrelerini esas alan Uluslararası Denetim Standartları bu çerçevede oluşturulmuştur. Bu standartlar ülkemiz mevzuatına kazandırıldığında Bağımsız Denetim Standartları olarak adlandırılmıştır.

Bağımsız denetim, denetim işinin kabulüyle başlar ve denetim raporunun sunulmasıyla sona erer; süreç planlama, kanıt toplama, değerlendirme ve raporlama aşamalarından oluşur. Zaman içinde riskin önemine bağlı olarak geleneksel yaklaşımdan risk tabanlı yaklaşıma geçilmiştir. Planlama, denetimin etkin yürütülmesi için bir yol haritası çizmek ve denetçinin dikkatini önemli ve yüksek riskli alanlara yoğunlaştırmasını sağlamaktır; bu aşamada kabul edilebilir denetim riski ve doğal risk gibi risk unsurları değerlendirilir. Doğal risk ile kontrol riski birlikte önemli yanlış beyan risklerini oluşturur. Kanıt, bir iddiayı doğrulayan ya da çürüten bilgidir; denetçi görüşüne dayanak oluşturacak makul sonuçlara ulaşmak için yeterli ve uygun kanıt toplar ve kanıtın uygunluğu ile geçerliliği bu aşamada belirleyicidir.

Sürecin sonunda denetçi topladığı tüm kanıtları değerlendirerek finansal tablolar hakkında genel bir sonuca ulaşır ve görüşünü raporlar. Denetçinin verebileceği görüşler nettir. Olumlu görüş, finansal tabloların tüm önemli yönleriyle geçerli finansal raporlama çerçevesine uygun hazırlandığı sonucuna varıldığında verilir. Şartlı, yani sınırlı olumlu görüş, denetçinin tespit ettiği yanlışlıkların önemli olduğu ancak finansal tablolarda yaygın olmadığı; ya da yeterli kanıt elde edilemediği fakat olası etkinin yaygın olmayabileceği durumlarda verilir. Olumsuz görüş, yanlışlıkların hem önemli hem de yaygın olduğu, tabloların bütününe hatalı değerlendirilmesine yol açacak nitelikte olduğu sonucuna varıldığında bildirilir. Görüş bildirmekten kaçınma ise temel belirsizlikler veya önemli kapsam sınırlamaları nedeniyle denetçinin görüş oluşturacak yeterli dayanağa sahip olmadığı durumlarda başvurulacak yoldur; bu görüş olumlu ya da olumsuzla vurgu yapmaz, yalnızca denetçinin görüş bildirecek temele sahip olmadığını gösterir.

4. MUHASEBE VE FİNANSAL RAPORLAMA

İçindekiler

4.3.2 · Bağımsız Denetime İlişkin Düzenlemeler

Bağımsız Denetimin Hukuki Çerçevesi: TTK, KKG, Denetim Yönetmeliği ve İlgili Kararlar

KISACA

Bağımsız denetimin hukuki çerçevesi birkaç düzenlemenin bir araya gelmesinden oluşur. Türk Ticaret Kanunu'nun 397'nci maddesi, denetime tabi anonim şirketlerin ve şirketler topluluğunun finansal tablolarının Türkiye Denetim Standartlarına göre denetleneceğini; denetime tabi olacak şirketlerin ise Cumhurbaşkanınca belirleneceğini hükme bağlar. Denetime tabi olduğu halde denetlettilmemiş finansal tablolar düzenlenmemiş sayılır. Denetçi genel kurulca seçilir ve bağımsızlığı ile denetçi olma engelleri Kanun'da ayrıntılı düzenlenir. Standartları belirleme, denetçileri yetkilendirme ve kamu gözetimi yapma yetkisi, 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile kurulan Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'ndadır. Bağımsız Denetim Yönetmeliği ise denetim kuruluşları ve denetçilere ilişkin usul ve esasları, kamu yararını ilgilendiren kuruluşlar, denetim sözleşmesi, denetim ekipleri, rotasyon, bağımsızlık ve yaptırımlar gibi konuları düzenler. Sermaye piyasasına özgü kurallar Seri:X No:22 Tebliği'nde yer alır. Bir şirketin bağımsız denetime tabi olup olmadığı, belirli listelerde sayılıp sayılmadığına ya da üç ölçütten en az ikisinin eşliğini art arda iki hesap döneminde aşp aşmadığına bakılarak belirlenir.

Bağımsız denetimin hukuki çerçevesi tek bir metinde değil, birbirini tamamlayan düzenlemelerde yer alır ve bunları katman katman okumak konuyu anlaşılır kılar. En üstte Türk Ticaret Kanunu bulunur. Kanun'un 397'nci maddesi, dördüncü fıkra uyarınca denetime tabi olan anonim şirketlerin ve şirketler topluluğunun finansal tablolarının, denetçi tarafından, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'nca yayımlanan uluslararası denetim standartlarıyla uyumlu Türkiye Denetim Standartlarına göre denetleneceğini hükme bağlar; yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporundaki finansal bilgilerin tablolarla tutarlı olup olmadığı da denetim kapsamındadır. Burada önemli bir yaptırım vardır: denetime tabi olduğu halde denetlettilmemiş finansal tablolar ile yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu düzenlenmemiş hükmündedir. Denetim, envanterin, muhasebenin, öngörülen ölçüde iç denetimin, riskin erken saptanması komitesi raporunun ve faaliyet raporunun denetimini kapsar ve dürüst resim ilkesine, yani şirketin malvarlıksal ve finansal durumunun gerçeği aslına sadık biçimde yansıtıp yansıtmadığına odaklanır. Kanun ayrıca 398'inci maddesi kapsamında denetime tabi olacak şirketlerin Cumhurbaşkanınca belirleneceğini öngörür.

Kanun, denetçinin kimliğini ve bağımsızlığını da titizlikle düzenler. Denetçi şirket genel kurulunca, topluluk denetçisi ana şirketin genel kurulunca seçilir ve her faaliyet dönemi için, o dönem bitmeden seçilmesi şarttır; seçim ticaret siciline tescil ettirilir ve ilan edilir. Denetçi ancak yeminli mali müşavir veya serbest muhasebeci mali müşavir unvanını taşıyan ve Kurum tarafından yetkilendirilen kişiler ile ortakları bu kişilerden oluşan sermaye şirketleri olabilir. Kanun, bağımsızlığı zedeleyecek durumları denetçi olma engeli sayar; denetlenecek şirkette pay sahibi olmak, onun yöneticisi veya çalışanı olmak ya da yakın geçmişte olmuş bulunmak, şirketin defterlerinin tutulmasına veya tablolarının

düzenlenmesine denetim dışında katkıda bulunmuş olmak ve belirli yakınlık ilişkileri bunların başlıcalarıdır.

Bu düzenin merkezinde, 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile kurulan Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu yer alır. Kurumun amacı, uluslararası standartlarla uyumlu Türkiye Muhasebe Standartlarını oluşturup yayımlamak, bağımsız denetimde uygulama birliğini, güveni ve kaliteyi sağlamak, denetim standartlarını belirlemek, bağımsız denetçi ve denetim kuruluşlarını yetkilendirip faaliyetlerini denetlemek ve bağımsız denetim alanında kamu gözetimi yapmaktır. Kamu tüzel kişiliğini haiz ve idari özerkliğe sahip olan Kurul, biri Başkan biri İkinci Başkan olmak üzere Cumhurbaşkanınca atanan dokuz üyeden oluşur.

Kurum'un bu yetkileri Bağımsız Denetim Yönetmeliği ile somutlaşır. Yönetmelik, Türk Ticaret Kanunu ve 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname çerçevesinde yapılacak denetime, denetim kuruluşlarına ve denetçilere ilişkin usul ve esasları düzenler. Burada kilit kavramlardan biri kamu yararını ilgilendiren kuruluşlardır; halka açık şirketler, bankalar, sigorta, reasürans ve emeklilik şirketleri, çeşitli finansal kuruluşlar ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda tanımlanan ihraççılar ve sermaye piyasası kurumları bu kapsamdadır ve bu kuruluşların denetimi yalnızca denetim kuruluşları tarafından üstlenilir. Yönetmelik, denetim faaliyetinin ancak Kurumca yetkilendirilenlerce yürütülebileceğini, denetçi olmak için kural olarak en az üç yıl uygulamalı mesleki eğitim gerektiğini, denetçilerin resmi sicile kaydedileceğini ve bağımsızlığın esasen ve şeklen korunması gerektiğini düzenler. Denetim kuruluşu ile denetlenen işletme arasında yazılı denetim sözleşmesi yapılır; sözleşmenin, seçimden itibaren en geç altmış gün içinde imzalanması gerekir ve içeriğinde denetimin amacı, kapsamı, tarafların sorumlulukları ile denetim ücretinin ayrıntısı yer alır. Denetim, işin gerektirdiği sayıda denetçiden oluşan ve üç denetçiden az olamayacak ekiplerce, sorumlu denetçinin gözetiminde yürütülür. Bağımsızlığı korumak için rotasyon kuralı getirilmiştir; son on yılda yedi yıl aynı işletmenin denetimini yürütenler, üç yıl geçmedikçe o işletmenin denetimini yeniden üstlenemez. Kurum, mevzuata aykırı hareket edenler hakkında uyarı, faaliyet iznini askıya alma ve iptal etme ile idari para cezası yaptırımları uygulayabilir; denetim raporlarının standartlara aykırı ya da yanıltıcı olmasından doğan zararlardan denetim kuruluşları ve denetçiler hukuken sorumludur.

Sermaye piyasasında denetimin nasıl yapılacağı ise Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ, yani Seri:X No:22 çerçevesinde belirlenir; bu Tebliğ, sermaye piyasasında bağımsız denetim faaliyetine, yetkilendirilecek denetim kuruluşlarına ve denetçilere ilişkin standart, ilke, usul ve esasları düzenler ve borsada işlem gören ortaklıklar ile belirli sermaye piyasası kurumlarının altı aylık ara dönem tablolarını sınırlı bağımsız denetim kapsamına alır.

Son halka, bir şirketin bağımsız denetime tabi olup olmadığının nasıl belirlendiğidir. Denetime tabi olacak şirketler bugün Cumhurbaşkanı Kararı ile belirlenir ve iki yol izlenir. Belirli bir listede sayılan şirketler; örneğin Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenleme ve denetimine tabi kuruluşlar, bankalar, sigorta ve emeklilik şirketleri ile borsada işlem gören anonim şirketler herhangi bir ölçüte bağlı olmaksızın denetime tabidir. Bunların dışında kalan şirketler ise aktif toplamı, yıllık net satış hasılatı ve çalışan sayısından oluşan üç ölçüte göre değerlendirilir; bu üç ölçütten en az ikisinin eşik değerini art

arda iki hesap döneminde aşan şirket, izleyen hesap döneminden itibaren bağımsız denetime tabi olur. Aynı mantık tersine de işler: eşik değerlerin altına art arda iki dönem inen ya da bir dönemde önemli oranda altında kalan şirket denetim kapsamından çıkar. Bu eşik değerler zaman içinde kademeli olarak düşürülüp güncellendiğinden, ezberlenmesi gereken belirli bir tutar değil, işleyen bu ölçüt ve süre mekanizmasıdır.

5. KURUMSAL YÖNETİM

İçindekiler

5.1 · İşletme Yönetimi

İşletme Yönetimi: Fonksiyonlar, Yönetim Düşüncesinin Gelişimi ve Temel İşlevler

KISACA

İşletme yönetimi, sınırlı kaynaklarla belirlenen amaçlara ulaşmanın sistemli yoludur ve her işletmede belirli fonksiyonların birlikte yürütülmesine dayanır. Bu fonksiyonlar temelde yönetim, üretim, pazarlama ve finansman olarak gruplanır; insan kaynakları, muhasebe, araştırma-geliştirme ve halkla ilişkiler ise bunları destekler. Yönetimin kendisi de bir süreçtir ve planlama, örgütleme, yürütme, koordinasyon ve kontrol işlevleriyle işler.

Yönetim düşüncesi tarih içinde katmanlar hâlinde gelişmiştir. Klasik dönemde Taylor'un bilimsel yönetimi, Fayol'un yönetim süreci ve ilkeleri ile Weber'in bürokrasi yaklaşımı işi ve yapıyı öne çıkarmıştır. Neoklasik yani davranışsal dönem, Hawthorne araştırmalarıyla insanı ve sosyal ihtiyaçları keşfetmiş; modern dönem ise sistem, durumsallık ve dinamik yönetim anlayışlarıyla işletmeyi çevresiyle birlikte ele almıştır.

Bu özet, işletmenin dört temel yönetim işlevini bir arada verir: planlama amaçları ve yolları belirler, örgütleme yapıyı kurar, yürütme insanları yetki, iletişim, liderlik ve motivasyonla harekete geçirir, kontrol ise sonuçları standartlarla karşılaştırıp düzeltir. Tüm bunların üstünde sorumluluk, gizlilik ve çıkar çatışmasından kaçınma gibi etik değerler yer alır; iyi bir yönetim, bu değerleri de gözeten bir bütünlük içinde kurulur.

İşletmeyi anlamak, onun amaçlarına ulaşırken yerine getirdiği fonksiyonları anlamakla başlar. Bir işletmenin temel fonksiyonları yönetim, üretim, pazarlama ve finansmandır; bunlara insan kaynakları, muhasebe, araştırma-geliştirme ve halkla ilişkiler gibi destek fonksiyonları eklenir. Yönetim, işletme amaçlarına ulaşabilmek için insan ve diğer kaynakların planlanması, örgütlenmesi, yönlendirilmesi ve kontrol edilmesi sürecidir ve kendi içinde planlama, organizasyon, koordinasyon, yürütme ve kontrol olmak üzere beş temel işleve ayrılır. Üretim, girdileri çıktılara dönüştürerek mal ve hizmet yaratır; pazarlama, üretici ile tüketici arasında köprü kurarak tüketici tatminini hedefler; finansman ise faaliyet için gerekli fonların en uygun kaynaktan bulunup en kârlı biçimde kullanılmasını sağlar. Muhasebe mali nitelikli işlemleri kaydedip raporlar, insan kaynakları rekabetçi üstünlük için gerekli insan gücünü sağlar ve geliştirir.

İşletmecilikte birkaç temel ilke, bu fonksiyonların ne kadar başarılı yürütüldüğünü ölçmeye yarar. Verimlilik, elde edilen çıktının kullanılan girdiye oranıdır ve kaynakların ne ölçüde etkili kullanıldığını gösterir. Etkinlik ise önceden belirlenen programın hangi ölçüde gerçekleştirildiğini anlatır; Peter Drucker'ın özlü ifadesiyle etkinlik doğru işi yapmak, verimlilik ise işi doğru yapmaktır. Ekonomiklik, toplam satış tutarının maliyet giderlerine oranıdır ve bu oranın birden büyük olması işletmenin başarısına işaret eder. Kârlılık ise varlıkların ve kaynakların kârlı alanlarda değerlendirilip değerlendirilmediğini aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve satışların kârlılığı gibi çeşitli oranlarla ortaya koyar.

Yönetim, bir bilim dalı olarak birdenbire doğmamış, tarihsel katmanlar hâlinde olgunlaşmıştır. 1880'lere kadar süren erken dönemin ardından, Sanayi Devrimi'nin doğurduğu büyük fabrikalar ve kalabalık işgücü yönetim sorunlarını ön plana çıkarmış ve klasik yönetim düşüncesini doğurmuştur. Klasik yaklaşım üç koldan ilerler: Amerika'da Frederick Taylor'un bilimsel yönetimi, işin teknik yönünü zaman etütleriyle inceleyip verimliliği artırmayı hedeflemiş; Fransa'da Henri Fayol, yönetimi işlevsel bir süreç olarak ele alıp planlama, örgütleme, emir-komuta, koordinasyon ve denetim evrelerini tanımlamış ve on dört yönetim ilkesini ortaya koymuş; Almanya'da Max Weber ise kurallara tam bağlılığa dayanan bürokrasi yaklaşımını geliştirmiştir. Bu dönemin ortak zayıflığı, insanı adeta makinenin bir parçası gibi görüp sosyal ve psikolojik yönlerini göz ardı etmesidir.

1929 dünya ekonomik bunalımının klasik teorinin eksiklerini görünür kılmasıyla neoklasik, yani davranışsal yönetim düşüncesi gelişmiştir. Bu akımın kilit taşı, Elton Mayo öncülüğünde yürütülen Hawthorne araştırmalarıdır; işyerindeki ışıklandırma ile verimlilik arasında beklenen ilişkinin bulunamaması, araştırmacıları insanların yalnızca maddi ödüllerle değil, takdir edilme, kabul görme ve gruba ait olma gibi sosyal ihtiyaçlarla da güdülendiği sonucuna götürmüştür. Aynı çizgide McGregor'un X ve Y teorileri iki karşıt insan ve yönetici anlayışını, Likert'in dört aşamalı sistem modeli istismarcı-otokratikten demokratik sisteme uzanan bir ölçeği, Argyris'in olgunlaşma yaklaşımı ise sorumluluk arttıkça insanın olgunlaştığı fikrini ortaya koymuştur. Klasik anlayışın insansız organizasyonlar, neoklasik anlayışın ise organizasyonsuz insanlar üzerine kurulu olduğu söylenir.

İkinci Dünya Savaşı sonrasında iki yaklaşımın da tek başına yetersiz kaldığı görülmüş ve modern yönetim düşüncesi doğmuştur. Modern anlayış üç temel yaklaşım üzerinde yükselir: sistem yaklaşımı, işletmeyi çevresiyle etkileşen açık bir bütün olarak ele alır; durumsallık yaklaşımı, her durum için tek bir en iyi yol olmadığını, uygun yönetim tekniğinin koşullara göre değiştiğini savunur; dinamik yönetim ise esneklik, şeffaflık ve katılıma dayanır ve toplam kalite yönetimi gibi çağdaş anlayışlarla bütünleşir. Küreselleşmeyle birlikte işletmeler artık yalnızca ülke içi değil uluslararası rekabetle de karşı karşıyadır ve yönetim, nasıl yapılacağı sorusundan çok ne yapılması gerektiği sorusuna odaklanır hâle gelmiştir.

Bütün bu birikimin pratikteki karşılığı, yönetimin dört temel işlevidir. Planlama, geleceğe dönük ve öncelikli bir işlevdir; amaçları ve bu amaçlara ulaştıracak yolları belirler, belirsizlikleri azaltır ve diğer işlevlere zemin hazırlar. Mevcut durumun gözden geçirilmesinden en iyi seçeneğin uygulanmasına uzanan bir süreç olarak işler ve stratejik düzeyde kurumsal karne, çevre analizleri ve değer zinciri gibi araçlarla desteklenir. Örgütleme işlevi ise planda belirlenen amaçlara uygun faaliyetleri gruplayıp bunları yapacak kişileri, aralarındaki ilişkileri ve yetki ile sorumlulukları belirler; işletmeler bu amaçla fonksiyon, ürün, bölge, müşteri, zaman veya süreç temeline göre bölümlere ayrılabilir, matriks ve şebeke gibi çağdaş yapıları da benimseyebilir.

Yürütme işlevi, kurulan yapıyı harekete geçiren ve yönetimin çekirdeğini oluşturan işlevdir; başkalarına isteyerek iş yaptırma sanatı olarak dört araçla yürütülür. Bunların ilki, göreve ve mevkiye bağlı bir hak olan yetkidir; ikincisi, kaynaktan mesaja ve alıcıya uzanan iletişimidir ve dikey, yatay, çapraz ve dışa dönük biçimlerde işler. Üçüncüsü, başkalarını etkileyip yönlendirme süreci olan liderliktir ki lider doğru işi yaparken yöneticinin işi doğru yaptığı söylenir. Dördüncüsü ise insanları harekete geçiren

motivasyondur; Maslow'un ihtiyaçlar hiyerarşisi, Herzberg'in güdüleyici ve hijyen etmenleri, McClelland'ın başarı ihtiyacı ve Vroom'un beklenti teorisi bu alanın başlıca kuramlarıdır. Son işlev olan kontrol, ulaşılmak istenen durumla ulaşılan durum arasında köprü kurar; standartların belirlenmesi, gerçekleşen sonuçların ölçülmesi, karşılaştırma ve düzeltici tedbirlerin alınması aşamalarıyla döngüyü tamamlar.

Bütün bu işlevlerin üzerinde, işletmenin nasıl davranacağını belirleyen etik değerler yer alır. Etik değerler; kanunlara, müşterilere, çalışanlara, tedarikçilere ve rakiplere karşı sorumluluğu, gizliliği, çıkar çatışmasından kaçınmayı, işletme varlıklarının doğru kullanımını, muhasebe ve finansal raporlama standartlarına uyumu, güvenli çalışmayı, takım çalışmasını ve verimliliği kapsar. Yirmi birinci yüzyılda kurumsal sosyal sorumluluk giderek önem kazanmış, şirketler yönetim kurallarını ve etik değerlerini şeffaf biçimde yayınlamaya başlamıştır. Kurumsal yönetim tartışması da tam bu zeminde, iyi yönetilen bir işletmenin hem verimli hem de hesap verebilir olması gerektiği anlayışı üzerinde yükselir.

5. KURUMSAL YÖNETİM

İçindekiler

5.2 · Kurumsal Yönetim ile İlgili Temel Kavramlar ve Yaklaşımlar

Kurumsal Yönetimin Temel Kavramları, Dört İlkesi ve Yaklaşımları

KISACA

Kurumsal yönetim tartışması, modern şirkette mülkiyet ile kontrolün birbirinden ayrılmasıyla başlar. Berle ve Means'in 1932'de dile getirdiği bu ayrım, şirketi kuran hissedarlar ile onu fiilen yöneten profesyonel yöneticilerin çıkarlarının çatışabileceği sorununu doğurmuştur. Enron, WorldCom ve Parmalat gibi büyük skandallar da konuyu hem iş dünyasının hem devletlerin gündemine taşımıştır. Kurumsal yönetimin tek bir tanımı olmasa da, dar anlamda şirket yönetimi ile pay sahipleri ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünü olarak anlaşılır. Evrensel kabul gören dört ana ilkesi vardır: adillik bütün hak sahiplerine eşit davranmayı, hesap verebilirlik yönetimin pay sahiplerine karşı sorumluluğunu, şeffaflık bilginin zamanında ve doğru açıklanmasını, sorumluluk ise faaliyetlerin mevzuata ve etik değerlere uygunluğunu ifade eder.

Yaklaşımlar iki eksende toplanır: yalnızca hissedar haklarını önceleyen anlayış ile menfaat sahiplerini de gözetken anlayış; ve dağılmış mülkiyete dayalı Anglo-Sakson sistem ile hakim ortağın ağırlıkta olduğu Kıta Avrupası sistemi. Bu çerçevenin odak noktası yönetim kuruludur; bağımsız ve icracı olmayan üyeler, iç denetim, iç kontrol ve risk yönetimiyle birlikte iyi kurumsal yönetimin temel taşlarını oluşturur.

Kurumsal yönetimin neden bir sorun alanı hâline geldiğini anlamak için modern şirketin yapısına bakmak gerekir. Adolf Berle ve Gardiner Means, 1932'de yayımladıkları çalışmada, büyük şirketlerde sermayenin çok sayıda küçük hissedar arasında dağıldığını, buna karşılık yönetim ve kontrolün profesyonel yöneticilerin elinde toplandığını göstermiş ve mülkiyet ile kontrol fonksiyonlarının aynı elde bulunmamasının doğurduğu tehlikelere dikkat çekmiştir. Bu ayrım, hissedarlara hesap verme yükümlülüğü zayıflayan yöneticilerin şirketi kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirebileceği endişesini beraberinde getirmiştir. Yıllar içinde Amerika'da Enron ve WorldCom, İtalya'da Parmalat, Hollanda'da Ahold gibi arka arkaya patlak veren şirket skandalları, bu endişenin somut karşılığını gözler önüne sermiş ve kurumsal yönetimi hem şirketlerin hem devletlerin gündemine oturtmuştur.

Kurumsal yönetimin üzerinde tam görüş birliği sağlanmış tek bir tanımı yoktur; kaynaklarda model, uygulama, mekanizma ve sistem gibi farklı terimlerle ele alınır. Yine de yaygın tanımları bir araya getirdiğimizde, dar anlamda kurumsal yönetim, şirket yönetimi ile hissedarlar ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Cadbury raporunun ifadesiyle bu, şirketlerin yönetimine ve denetimine ilişkin sistemi anlatır. Burada anahtar kavramlardan biri menfaat sahipleridir; şirketle doğrudan veya dolaylı ilişki içinde olan ve şirketin iyi yönetiminden fayda, kötü yönetiminden zarar gören tüm kişi ve gruplar bu kavrama dâhildir. Pay sahipleri, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, alacaklılar, rakipler, toplum ve devlet bu geniş halkanın içinde yer alır.

Kurumsal yönetimin evrensel kabul gören dört ana ilkesi vardır ve bu ilkeler bütün düzenlemelerin ortak dayanağıdır. Birincisi adilliktir; şirket yönetiminin, azınlık hissedarlar ve yabancı ortaklar da dâhil

bütün hak sahiplerine eşit davranmasını ve hakları ihlal edildiğinde telafi imkânı tanınmasını ifade eder. İkincisi hesap verebilirliktir; yönetim kurulunun esasen tüzel kişiliğe ve pay sahiplerine karşı hesap verme zorunluluğudur ve niteliği gereği faaliyet sonrasını kapsar. Üçüncüsü şeffaflıktır; ticari sır niteliğindeki ve henüz açıklanmamış bilgiler dışında, şirketle ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz ve kolay erişilebilir biçimde kamuya duyurulmasıdır ve faaliyet öncesini, sırasını ve sonrasını birlikte kapsamı yönüyle hesap verebilirlikten daha geniştir. Dördüncüsü sorumluluktur; şirket yönetiminin tüzel kişilik adına yaptığı faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye, şirket içi düzenlemelere ve etik değerlere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini anlatır.

Kurumsal yönetim yaklaşımları temel olarak iki eksenle ele alınır. İlk ayrım, öncelikle yalnızca hissedar haklarının korunmasını savunan anlayış ile hissedar haklarıyla birlikte diğer menfaat sahiplerinin de gözetilmesini savunan anlayış arasındadır. İkinci ayrım ise mülkiyet yapısıyla ilgilidir. Anglo-Sakson sistemde şirketler, payları küçük çok sayıda hissedara dağılmış bir yapıya sahiptir; sermaye piyasaları şeffaf ve gelişmiştir ve şirketleri esasen piyasa denetler. Ancak bu dağılmış mülkiyette küçük hissedarların yöneticileri denetleme isteği ya da gücü zayıf kaldığından, yöneticilerin kendi çıkarlarını hissedarların çıkarları önüne koyabilmesi riski doğar; literatürde vekil maliyeti denilen bu sorun, kurumsal yönetimi gündeme getiren asıl etkidir. Kıta Avrupası sisteminde ise hakim ortak ağırlıktadır; bu yapı denetim zafiyetini azaltır, ama bu kez büyük hissedarın şirket varlıklarını küçük hissedarların aleyhine kullanması tehlikesini doğurur. Araştırmacılar en iyi sistemin, büyük ve küçük yatırımcıların haklarını hukuken en iyi koruyan sistem olduğunu belirtir.

Bütün bu çerçevenin odak noktası yönetim kuruludur; başta hissedarlar olmak üzere tüm menfaat sahipleri adına yönetimi izleyen, stratejiyi belirleyen, riski yöneten ve üst yönetimi değerlendiren en üst organdır. Yönetim kurulunun üst yönetimi etkin biçimde izleyebilmesi için en önemli nitelik bağımsızlıktır. Burada iki kavramı ayırt etmek gerekir: icracı olmayan üye, şirketin günlük icraatında görev almayan üyedir; bağımsız üye ise ayrıca şirket, hakim ortak veya üst yönetimle önemli çıkar çatışmasına yol açacak yakın bir ilişki içinde olmayan üyedir. Buradan çıkan kural nettir: her bağımsız üye aynı zamanda icracı olmayan üyedir, ama her icracı olmayan üye bağımsız değildir. Avrupa'da yönetim kurulu yapıları da farklılık gösterir; tek kademeli kurulda icracı ve icracı olmayan üyeler bir arada bulunur, iki kademeli yapıda icra kurulu ile onu denetleyen gözetim kurulu birbirinden ayrışır, İskandinav ülkeleri ise küçük ve ağırlıklı olarak icracı olmayan üyelerden oluşan kurul yapısıyla ayrı bir grup oluşturur.

İyi bir kurumsal yönetim, yönetim kurulunun yanında sağlam bir güvence ve kontrol altyapısı gerektirir. İç denetim, kurumun faaliyetlerini geliştirmeyi ve onlara değer katmayı amaçlayan bağımsız ve objektif bir güvence ve danışmanlık faaliyetidir; risk yönetim, iç kontrol ve kurumsal yönetim süreçlerinin etkinliğini değerlendirip geliştirir. İç kontrol ise faaliyetlerin etkinliğini, mali raporların güvenilirliğini ve mevzuata uygunluğu temin eden bir süreçtir ve beş unsurdan oluşur: kontrol ortamı, risk değerlemesi, kontrol faaliyetleri, bilgi ve iletişim ile gözetim. Risk yönetimi de işletmenin ancak taşıyabileceği ölçüde riskle karşılaşmasını sağlar; getirinin elde edilebilmesi için risk almak gerekir, ama bu ancak riskin başarıyla yönetilmesi hâlinde amaçlanan sonuca dönüşür.

Bütün bu yapının bir bedeli olduğu gibi somut faydaları da vardır. İyi kurumsal yönetim uygulayan şirketler dış finansmana daha kolay erişir, çünkü şeffaflık ve hesap verebilirlik arttıkça yatırımcı güveni de artar. Aynı nedenle bu şirketlerin sermaye maliyeti düşer, operasyonel verimlilikleri ve dolayısıyla performansları yükselir. Yatırımcıların doğru yönetilen şirketlerin hisselerine daha fazla prim ödemeye hazır olması şirket ve marka değerini artırır; sağlam bir risk yönetimi ile iç kontrol ise şirketleri olası krizlere ve batma skandallarına karşı daha dayanıklı kılar. Kurumsal yönetim bu yönüyle yalnızca bir uyum yükümlülüğü değil, aynı zamanda rekabet avantajı sağlayan bir yönetim felsefesidir.

5. KURUMSAL YÖNETİM

İçindekiler

5.3 · Kurumsal Yönetime İlişkin Dünyadaki Gelişmeler ve Uygulamalar

Dünyada Kurumsal Yönetim: Sarbanes–Oxley, Avrupa Birliği, OECD ve Sürdürülebilirlik

KISACA

Kurumsal yönetim terimi yaygın olarak 1980'lerde kullanılmaya başlamış, 2000'li yıllarda arka arkaya yaşanan şirket skandallarıyla dünya gündemine yerleşmiştir. Amerika Birleşik Devletleri'nde Enron ve WorldCom skandallarının ardından 2002'de çıkarılan Sarbanes–Oxley Kanunu; kamu gözetimi muhasebe kurulu kurulması, denetim komiteleri, denetçi bağımsızlığı ve yöneticilerin finansal raporlardan sorumlu tutulması gibi katı önlemler getirmiştir.

Avrupa Birliği ise katı kanunlar yerine uygula, uygulamıyorsan açıkla ilkesini benimsemiştir; ilk örnek 1992 tarihli İngiliz Cadbury Raporu olmuş, ardından pek çok ülke kendi kodlarını yayımlamıştır.

Uluslararası düzeyde ise OECD İlkeleri belirleyicidir; 1999'da kabul edilen, 2004'te gözden geçirilen bu ilkeler 2015'te G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak yenilenmiştir.

Bu gelişmelerin bir başka boyutu sürdürülebilirliktir. Roma Kulübü'nün Büyümenin Sınırları raporundan Brundtland Raporu'na ve Rio Zirvesi'ne uzanan süreçte, şirket faaliyetlerinin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim etkileri raporlanır hâle gelmiştir. Küresel Raporlama Girişimi standartları ile daha bütünlük bir yaklaşım sunan entegre raporlama, bu alandaki en önemli araçlardır.

Kurumsal yönetim konularının Avrupa, Amerika ve Japonya'da uzun bir geçmişi olsa da, terim yaygın biçimde 1980'lerde kullanılmaya başlanmış ve asıl olarak 2000'li yıllarda arka arkaya patlak veren şirket skandallarıyla dünya gündemine yerleşmiştir. Bu sürecin en belirleyici halkası Amerika Birleşik Devletleri'nde yaşanmıştır. 2002'de telekomünikasyon devi WorldCom'un iflası, ardından Enron skandalı, kurumsal yönetimin önemini bütün dünyaya göstermiştir. Bu çöküşlerin ardından ABD'de, ülkenin en katı kanunlarından biri sayılan Sarbanes–Oxley Kanunu çıkarılmıştır. Kanun, denetim şirketlerini ve muhasebecileri yakın gözetim altına almış; bir kamu gözetimi muhasebe kurulu kurmuş, denetim komitelerinin oluşumunu ve üyelerinin bağımsızlığını düzenlemiş, denetçilerin denetim dışı hizmet vermesini yasaklamış, usulsüzlükleri ihbar edenleri koruyan bir muhbirlik mekanizmasını yasal güvenceye almış ve şirket yöneticilerini finansal raporların doğruluğundan kişisel olarak sorumlu tutmuştur. New York ve Nasdaq gibi borsalar da kendilerine kote olmak için gerekli kurumsal yönetim standartlarını ayrıca yayımlamıştır.

Amerika'da bu katı kanuni çerçeve kurulurken, Avrupa Birliği farklı bir yol izlemiştir. Avrupa'da egemen olan yaklaşım, uygulamayı zorunlu kılan katı kanunlar yerine uygula, uygulamıyorsan açıkla ilkesidir; buna göre şirketler bir ilkeye uymuyorsa bunun gerekçesini ve bunun yerine hangi uygulamayı benimsediklerini açıklamakla yükümlüdür. Bu anlayışın ilk ve en bilinen örneği, İngiltere'de 1992'de yayımlanan Cadbury Raporu'dur; onu izleyen yıllarda İngiltere'de birleşik kod ile icracı olmayan üyelere ve denetim komitesine ilişkin raporlar, Almanya ve Fransa'da da kendi ulusal kodları kabul edilmiştir. Avrupa Birliği ayrıca komisyon düzeyinde şirketler hukukunun modernleştirilmesi ve kurumsal yönetimin güçlendirilmesine yönelik faaliyet planları benimsemiş; şeffaflığın artırılması, hissedarların

yönetime daha çok katılması ve şirketlerin rekabet gücünün desteklenmesi gibi başlıklarda çok sayıda direktif ve tavsiye kararı yayımlamıştır.

Ulusal düzenlemelerin ötesinde, kurumsal yönetime uluslararası ortak bir çerçeve kazandıran metin OECD İlkeleridir. OECD, 1998'de bağlayıcı olmayan bir dizi ilke belirlemek üzere çalışma başlatmış; bu ilkeler 1999'da OECD Bakanlar Kurulu tarafından onaylanarak dünya genelinde bir referans kaynağı hâline gelmiştir. İlkeler 2004'te gözden geçirilmiş, daha sonra tüm G20 ülkelerinin katılımıyla yenilenerek 2015'te önce OECD Konseyi tarafından kabul edilmiş, ardından aynı yıl Ankara'da yapılan toplantıda ve G20 Liderler Zirvesi'nde G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak benimsenmiştir. İlkeler bağlayıcı değildir ve iyi kurumsal yönetimin tek bir modeli olmadığını vurgular; altı bölümde etkin bir kurumsal yönetim çerçevesinin temelleri, pay sahiplerinin hakları ve adil muamele, kurumsal yatırımcılar ile pay senedi piyasaları ve diğer araçlar, menfaat sahiplerinin rolü, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile yönetim kurulunun sorumlulukları başlıklarında rehberlik sunar.

Kurumsal yönetime ilişkin dünyadaki gelişmelerin bir başka önemli boyutu sürdürülebilirliktir. 1970'lere kadar ekonomik büyüme, çevre ve doğal kaynaklar dikkate alınmaksızın hedeflenmiş; ancak artan çevre sorunları bu anlayışı sorgulatmıştır. 1972'de Roma Kulübü'nün Büyümenin Sınırları raporu, mevcut büyüme eğiliminin sürmesi hâlinde bir yüzyıl içinde dünyadaki büyümenin sınırlarına ulaşılabileceği uyarısını yapmış; aynı yıl Birleşmiş Milletler'in Stockholm'de düzenlediği İnsani Çevre Konferansı, sürdürülebilirlik düşüncesinin temel dayanaklarını ortaya koymuştur. Kavram, 1987'de yayımlanan Ortak Geleceğimiz, diğer adıyla Brundtland Raporu'nda genişletilmiş ve sürdürülebilir kalkınma, gelecek kuşakların kendi ihtiyaçlarını karşılayabilme olanağından ödün vermeksizin bugünün ihtiyaçlarını karşılayabilen kalkınma olarak tanımlanmıştır. 1992'de Rio'da toplanan Çevre ve Kalkınma Zirvesi ise bu stratejiyi uluslararası bir zemine taşımıştır.

Bu düşünsel gelişme, şirket düzeyinde raporlamaya dönüşmüştür. Şirket faaliyetlerinin ekonomik, çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim alanlarındaki etkilerinin ölçülüp açıklanması, sürdürülebilirlik raporlaması olarak adlandırılır; bu etkiler kısaca çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim, yani ÇSY başlıkları altında değerlendirilir. 1997'de kurulan Küresel Raporlama Girişimi, bu alanda en yaygın kullanılan raporlama çerçevesini geliştirmiş; Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi ve çeşitli standartlar da bu çerçeveyi tamamlamıştır. Ancak sürdürülebilirlik raporlarının finansal raporlar gibi tek bir standarda ve bağımsız denetime bağlı olmaması, açıklanan verilerin karşılaştırılabilirliğini ve güvenilirliğini önemli bir sorun hâline getirmiştir; nitekim veri kalitesinin sağlanması için üçüncü tarafların yaptığı doğrulamanın önemi giderek artmaktadır.

Sürdürülebilirlik raporlarının parçalı kalması ve şirketin uzun vadeli değer yaratımını bütünsel biçimde gösterememesi, daha kapsayıcı bir yaklaşımı gündeme getirmiştir. Entegre raporlama, işletmenin finansal ve finansal olmayan bilgilerini tek bir raporda bir araya getirmekle kalmaz; bu bilgilerin birbiriyle ve şirket stratejisiyle ilişkisini kurar ve şirketin bugün ve gelecekte nasıl değer yarattığını gösterir. Bu anlayışın kökeni, Güney Afrika'da yayımlanan King raporlarına dayanır; Johannesburg Borsası'nın borsaya kote şirketlere entegre rapor yayımlamayı, yayımlamayanların ise nedenini açıklamayı zorunlu kılmasıyla Güney Afrika bu alanda öncü olmuştur. 2010'da kurulan Uluslararası

Entegre Raporlama Konseyi ise entegre raporlamaya küresel bir kurumsal çerçeve kazandırmış ve şirketlere yol gösterecek, uluslararası kabul gören bir entegre raporlama çerçevesi yayımlamıştır.

5. KURUMSAL YÖNETİM

İçindekiler

5.4 · Türk Ticaret Kanununun Kurumsal Yönetime İlişkin Hükümleri

Türk Ticaret Kanununda Kurumsal Yönetim: Pay Sahipleri, Şeffaflık, Menfaat Sahipleri ve Yönetim Kurulu

KISACA

Türk Ticaret Kanunu'nun hazırlanmasında Avrupa Birliği'nin kurumsal yönetimi güçlendirmeye yönelik çalışmalarından yararlanılmış, düzenlemeler büyük ölçüde Anglo-Sakson hukuk anlayışıyla şekillenmiştir. Kanunun genel gerekçesinde kurumsal yönetimin dört taşıyıcı kolonu sayılır: şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk.

Kanunun kurumsal yönetime ilişkin hükümleri dört başlık altında toplanabilir. Pay sahipleri bakımından kişisel haklar ile azınlık hakları ayrılır; azınlık, sermayenin en az yüzde onuna, halka açık şirketlerde yüzde beşine sahip olanları ifade eder. Eşit işlem ilkesi, pay sahiplerinin şirkete borçlanma yasağı, bilgi alma ve özel denetim isteme hakkı gibi düzenlemeler bu başlıkta yer alır.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık başlığında finansal tabloların bağımsız denetimi, faaliyet raporu ve internet sitesi zorunluluğu düzenlenir. Menfaat sahipleri başlığında şirketler topluluğu ve alacaklıların korunmasına ilişkin hükümler bulunur. Yönetim kurulu başlığında ise görev süresi, özen ve bağlılık yükümlülüğü, rekabet ve borçlanma yasakları ile riskin erken saptanması komitesi düzenlenir.

Kanunun 1529. maddesi, halka açık şirketlerde kurumsal yönetim ilkelerini belirleme yetkisini Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakır.

Türk Ticaret Kanunu'nun kurumsal yönetime ilişkin hükümlerini anlamak için önce bu düzenlemelerin nereden geldiğine bakmak gerekir. Kanunun hazırlık çalışmalarında, Avrupa Birliği'nin şirketler hukukunun modernleştirilmesi ve kurumsal yönetimin güçlendirilmesine ilişkin aksiyon planından ve Avrupa şirketler hukuku için hazırlanan modern düzenleme çerçevesinden yararlanılmıştır. Avrupa Birliği'nin ilgili direktiflerinin büyük çoğunluğunda Anglo-Sakson hukuk sisteminin etkisi bulunduğu için, Kanunun kurumsal yönetimle ilgili bölümleri de genel olarak bu çerçevede oluşmuştur. Kanunun genel gerekçesinde kurumsal yönetimin dört taşıyıcı kolon üzerine oturduğu belirtilir: şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk. Şeffaflık, pay sahiplerinin ve sermaye piyasası aktörlerinin tam bilgilendirilmesini; adillik, geniş kapsamlı bir eşit işlem ilkesini; hesap verilebilirlik, kararların açıklanabilir ve haklı bir temele dayanmasını; sorumluluk ise görevden doğan yükümlülüklerin bilinçle yerine getirilmesini anlatır.

Kanunun pay sahiplerine tanıdığı haklar iki bölümde incelenebilir. Bir kısmı, her pay sahibinin tek başına kullanabildiği kişisel haklardır; diğer kısmı ise sermayenin belli bir yüzdesine ulaşan pay sahiplerinin birlikte kullanabildiği azınlık haklarıdır. Azınlık, anonim şirketlerde sermayenin en az yüzde onuna, halka açık anonim şirketlerde ise en az yüzde beşine sahip olanları ifade eder. Kanun, pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulmasını temel bir ilke olarak benimser ve bu ilkeye aykırı yönetim kurulu kararlarını batıl sayar. Pay sahiplerinin şirkete borçlanmasını kural olarak yasaklar, oy hakkını payların

itibarî değeriyle orantılı biçimde düzenler ve pay sahibinin kendisiyle ilgili işlerde oy kullanmasını engelleyen oydan yoksunluk kuralını getirir.

Pay sahibinin bilgilendirilmesi de ayrıntılı biçimde güvenceye alınmıştır. Finansal tablolar, faaliyet raporu, denetleme raporları ve kâr dağıtım önerisi genel kurul toplantısından en az on beş gün önce pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulur; bilgi alma ve inceleme hakkı esas sözleşme veya organ kararıyla kaldırılamaz ve sınırlandırılmaz. Bunun ötesinde her pay sahibi, belirli olayların açıklığa kavuşturulması için genel kuruldan özel denetim isteyebilir; genel kurul bu istemi reddederse, sermayenin belirli bir oranını temsil eden pay sahipleri mahkemeden özel denetçi atanmasını talep edebilir. Kanun ayrıca yeni çıkarılan payları öncelikle alma hakkı olan rüçhan hakkını tanır ve oyda imtiyazı sınırlayarak bir paya en çok on beş oy hakkı verilebileceğini hükme bağlar.

Kurumsal yönetimin şeffaflık kolonu, kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümlerde somutlaşır. Denetime tabi anonim şirketlerin ve şirketler topluluğunun finansal tabloları, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunca yayımlanan standartlarla uyumlu Türkiye Denetim Standartlarına göre denetlenir; yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporundaki finansal bilgilerin bu tablolarla tutarlı olup olmadığı da denetim kapsamındadır. Finansal tablolar, şirketin mal varlığını, borçlarını ve faaliyet sonuçlarını tam, anlaşılabilir ve gerçeğe uygun biçimde yansıtabilecek şekilde hazırlanır. Faaliyet raporu ise şirketin o yılki durumunu dürüst biçimde gösterir ve karşılaştırılması muhtemel risklere açıkça işaret eder; yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilere sağlanan ücret, prim ve benzeri mali menfaatler de bu raporda yer alır. Kanun ayrıca denetime tabi sermaye şirketlerine internet sitesi kurma zorunluluğu getirir.

Kanun yalnızca pay sahiplerini değil, şirketle ilişkili diğer menfaat sahiplerini de korur. Şirketler topluluğuna ilişkin hükümler bu korumanın önemli bir parçasıdır; hakim şirketin hakimiyetini bağlı şirketi kayba uğratabilecek biçimde kullanması ve bu kaybın süresinde denkleştirilmemesi hâlinde alacaklılara dava hakkı tanınır. Hakim şirket, topluluk itibarının topluma veya tüketiciye güven veren bir düzeye ulaştığı hâllerde bu güvenden de sorumlu tutulur. Alacaklıların korunmasına yönelik olarak sermayenin azaltılması, esas sermayenin belirli oranlarda kaybedilmesi ve tasfiye gibi hâllerde ayrıntılı bildirim ve teminat düzenlemeleri öngörülür; denetçinin kusurlu davranışından doğan sorumluluğu da hem şirkete hem pay sahiplerine hem de şirket alacaklılarına karşı kabul edilir.

Kanunun kurumsal yönetim anlayışının merkezinde yönetim kuruluna ilişkin hükümler yer alır. Yönetim kurulu üyeleri en çok üç yıl için seçilir ve gündemde ilgili madde bulunması ya da haklı bir sebebin varlığı hâlinde genel kurul kararıyla her zaman görevden alınabilir. Üyeler, görevlerini tedbirli bir yöneticinin özeniyle yerine getirmek ve şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyarak gözetmekle yükümlüdür; bu özen ve bağlılık yükümlülüğünün yanında, kendi kişisel menfaatiyle şirketin menfaatinin çatıştığı konulardaki müzakerelere katılamazlar. Kanun ayrıca yönetim kurulu üyelerine şirketle işlem yapma ve şirkete borçlanma yasağı ile rekabet yasağı getirir. Payları borsada işlem gören şirketlerde yönetim kurulu, şirketin varlığını ve devamını tehlikeye düşüren sebeplerin erken teşhisi için uzman bir komite kurmak, sistemi çalıştırmak ve riski yönetmekle yükümlüdür; yıllık faaliyet

raporunun ve kurumsal yönetim açıklamasının düzenlenmesi de kurulun devredilemez görevleri arasındadır.

Kanun, kurumsal yönetimin icracı ve icracı olmayan üye ayrımını sorumluluk hukukuna da yansıtır. Farklılaştırılmış teselsül ilkesine göre, aynı zararı tazminle yükümlü birden çok kişiden her biri, kusuruna ve durumun gereklerine göre, zarar şahsen kendisine yükletilebildiği ölçüde diğerleriyle birlikte müteselsilen sorumlu olur; böylece herkesin tüm zarardan sınırsız sorumlu tutulduğu eski anlayış terk edilmiştir. Son olarak Kanun, kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesinde sermaye piyasası düzenlemeleriyle arasındaki bağı kurar. Bu düzenlemeye göre halka açık anonim şirketlerde kurumsal yönetim ilkeleri, yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının esasları ve şirketlerin bu yönden derecelendirme kural ve sonuçları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenir; diğer kamu kurum ve kuruluşları ise ancak Kurulun uygun görüşünü alarak kendi alanlarına özgü, ayrıntıya ilişkin sınırlı düzenlemeler yapabilir.

5. KURUMSAL YÖNETİM

İçindekiler

5.5 - Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1

Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1): İlkeler, Gruplandırma, Uyum Raporları ve İlişkili Taraf İşlemleri

KISACA

Kurumsal Yönetim Tebliği, Sermaye Piyasası Kanunu'nun kurumsal yönetim ilkeleri başlıklı 17. maddesine dayanılarak hazırlanan II-17.1 sayılı düzenlemedir ve 2014 yılında yürürlüğe girmiştir. Tebliğ, ortaklıkların uygulayacağı kurumsal yönetim ilkeleri ile ilişkili taraf işlemlerinin usul ve esaslarını belirler. Tebliğin kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin hükümleri, payları Borsa İstanbul'un Yıldız, Ana ve Alt Pazarında işlem gören halka açık ortaklıkları kapsar. Bu ortaklıklar, piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri dikkate alınarak üç gruba ayrılır ve zorunlu olarak uygulayacakları ilkeler gruplarına göre belirlenir. Zorunlu olmayan ilkeler ise uygula, uygulamıyorsa açıkla yaklaşımıyla kamuya açıklanır.

İlişkili taraf işlemleri, işlem tutarının belirli eşikleri aşması hâlinde değerlendirilmesini ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin onayını gerektirir. Tebliğ ayrıca yatırımcı ilişkileri bölümü kurma zorunluluğu ile teminat, rehin, ipotek ve kefaletlere ilişkin sınırlamaları düzenler. İlkelere uyulmaması hâlinde Kurul, gerekli tedbirleri almaya ve gerektiğinde resen bağımsız üye atamaya yetkilidir.

Kurumsal Yönetim Tebliği'nin dayanağı, Sermaye Piyasası Kanunu'nun kurumsal yönetim ilkeleri başlıklı on yedinci maddesidir. Bu madde, halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkelerine, uyum raporlarının içeriğine ve yayımlanmasına, ortaklıkların bu ilkelere uyumlarının derecelendirilmesine ve bağımsız yönetim kurulu üyeliklerine ilişkin usul ve esasların Kurulca belirleneceğini hükme bağlar. Kurul bu yetkiyi, eşit koşullardaki şirketlere eşit kuralların uygulanması ve haksız rekabete yol açılmaması prensibiyle kullanır. Bu hükme dayanılarak hazırlanan II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği, 3 Ocak 2014 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanmıştır ve ortaklıkların uygulayacağı kurumsal yönetim ilkeleri ile ilişkili taraf işlemlerine ilişkin usul ve esasları düzenler. Tebliğ hükümleri üç temel bölümde ele alınır: kurumsal yönetim ilkeleri, ilişkili taraf işlemleri ve diğer hükümler.

Tebliğin kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin hükümleri, payları Borsa İstanbul'un Yıldız Pazar, Ana Pazar veya Alt Pazarında işlem gören halka açık ortaklıklar tarafından uygulanır; Türk Parası Kıymetini Koruma mevzuatına göre dışarıda yerleşik sayılan ortaklıklar bu kapsam dışındadır. Zorunlu olarak uygulanacak ilkelerin belirlenmesinde ortaklıklar sistemik önemlerine göre üç gruba ayrılır ve bu gruplama, piyasa değerleri ile fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri esas alınarak yapılır. Piyasa değerinin ortalaması üç milyar lirayı ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması yedi yüz elli milyon lirayı aşan ortaklıklar birinci gruba; birinci grup dışında kalıp piyasa değeri bir milyar lirayı ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri iki yüz elli milyon lirayı aşanlar ikinci gruba; bunların dışındaki ortaklıklar ise üçüncü gruba oluşturur. Gruplama her yıl Ocak ayında Kurul tarafından yapılır ve üst gruba yükselen ortaklık, yeni gruba ilişkin ilkelere ilk genel kurul tarihi itibarıyla uyum sağlar.

Kapsamdaki ortaklıklar, Tebliğ ekinde yer alan kurumsal yönetim ilkelerinden zorunlu olanları uygulamakla yükümlüdür; zorunlu olmayan ilkeler karşısındaki durumlarını ise uygula, uygulamıyorsa

açıkla yaklaşımıyla kamuya açıklar. Bu yaklaşım, bir ilkeye uyulmaması hâlinde bunun gerekçesinin, doğurduğu çıkar çatışmalarının ve gelecekte uyum sağlama planının açıklanmasını gerektirir. Zorunlu ilkelerin başında bağımsız yönetim kurulu üyeliğine ilişkin kural gelir; yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olamaz, hesaplamada küsuratlar izleyen tam sayıya tamamlanır ve her hâlükârda bağımsız üye sayısı ikiden az olamaz. Tebliğ, üçüncü gruptaki bazı iş ortaklıkları, kamu hizmeti gören imtiyazlı ortaklıklar ve bankalar için bu kurallara sınırlı istisnalar tanır.

Ortaklıkların kurumsal yönetim uygulamalarını nasıl raporlayacağı da Tebliğ çerçevesinde belirlenmiştir. Yıllık faaliyet raporlarında ortaklıklar, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığına ve uygulanmıyorsa gerekçesine ilişkin açıklama yapar. Bu raporlama, Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden iki şablonla yürütülür: gönüllü ilkelere uyum durumunu gösteren Kurumsal Yönetim Uyum Raporu ile mevcut uygulamalar hakkında bilgi veren Kurumsal Yönetim Bilgi Formu. Uyum raporunda ortaklıklar her ilke için evet, kısmen, hayır, ilgisiz veya muaf yanıtlarından birini kullanır; kısmen ya da hayır yanıtı verildiğinde tavsiye edilen uygulamadan nasıl ayrıldıklarını gerekçesiyle açıklamak zorundadır. Bu şablonların yıllık olarak ve her hâlde genel kurul tarihinden en az üç hafta önce doldurulması gerekir. Ayrıca sürdürülebilirlik ilkelerine ilişkin açıklamalar da gönüllülük esasıyla bu çerçeveye eklenmiştir.

İlkelere uyum zorunluluğunun yerine getirilmemesi hâlinde Kurulun elinde etkili araçlar vardır. Kurul, uyumu sağlayacak kararları almaya ve buna ilişkin işlemleri resen yapmaya yetkilidir; herhangi bir süre verilmemiş olsa dahi aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemeye ve dava açmaya da yetkisi vardır. Yeterli sayıda yönetim kurulu üyesi bulunmasına rağmen gerekli kararlar alınmıyorsa Kurul, ortaklığa otuz gün süre verir; bu süre içinde de uyum sağlanmazsa, Kanunun on yedinci maddesi uyarınca yönetim kurulunun toplanıp karar alabilmesi için gerekli, bağımsızlık kriterini taşıyan üyeleri resen atar. Bu mekanizma, kurumsal yönetim ilkelerinin kâğıt üzerinde kalmasını önleyen zorlayıcı bir güvence işlevi görür.

Tebliğin ikinci temel bölümü ilişkili taraf işlemlerini düzenler ve payları borsada işlem gören ortaklıklar ile bunların bağlı ortaklıklarını kapsar. Yaygın ve süreklilik arz etmeyen işlemlerde, işlem tutarının varlık toplamına, hasılatı veya şirket değerine oranının yüzde beşi aşacağına öngörülmesi durumunda, işlem öncesinde Kurulca belirlenen bir kuruluşa değerlendirme yaptırılması zorunludur. Bu oranın yüzde onu aşması hâlinde ise değerlemeye ek olarak yönetim kurulu kararında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranır; ilişkili taraf niteliğindeki üyeler bu toplantılarda oy kullanamaz. Bağımsız üyelerin çoğunluğu işlemi onaylamazsa durum kamuya açıklanır ve işlem, tarafların ve bunlarla ilişkili kişilerin oy kullanamayacağı bir genel kurul onayına sunulur. Yaygın ve süreklilik arz eden işlemlerde ise oranın yüzde onu aşması hâlinde yönetim kurulu, işlemlerin piyasa koşullarıyla karşılaştırılmasına ilişkin bir rapor hazırlar ve bu raporu kamuya açıklar.

Tebliğin diğer hükümler bölümü, yatırımcı ilişkileri bölümü ile teminat, rehin, ipotek ve kefaletleri düzenler. Kapsamdaki ortaklıkların bir yatırımcı ilişkileri bölümü kurması zorunludur; bu bölümün yöneticisi genel müdüre veya idari sorumluluğu bulunan bir yöneticiye doğrudan bağlı çalışır, kurumsal yönetim komitesi üyesi olarak görevlendirilir ve kural olarak hem Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3

Lisansı hem de Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahip olması gerekir. Bölümün başlıca görevleri; pay sahipleriyle yazışmaların kaydını sağlıklı biçimde tutmak, yazılı bilgi taleplerini yanıtlamak, genel kurul dokümanlarını hazırlamak ve mevzuattan doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesini gözetmektir. Teminat, rehin, ipotek ve kefaletler bakımından ise ortaklıklar; kendi tüzel kişilikleri lehine, tam konsolide ettikleri ortaklıklar lehine ve olağan ticari faaliyetleri kapsamında üçüncü kişiler lehine verdikleri güvenceler dışında, üçüncü kişiler lehine bu güvenceleri veremez.

5. KURUMSAL YÖNETİM

İçindekiler

5.6 · Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği Seri: VIII, No: 51**Derecelendirme Faaliyeti ve Kuruluşları: Seri VIII, No 51 Sayılı Tebliğ****KISACA**

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti, Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurulun düzenlemeleri çerçevesinde yürütülür; derecelendirme kuruluşları Kanunda sermaye piyasası kurumları arasında sayılmıştır. Bu faaliyetin ayrıntılı esasları, 2007 yılında yayımlanan Seri VIII, No 51 sayılı Tebliğ'de düzenlenmiştir.

Tebliğe göre derecelendirme faaliyeti iki koldan oluşur: kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi. Kredi derecelendirmesi, borçlunun yükümlülüklerini vadesinde karşılayabilirliğine dair geleceğe dönük bir görüştür; kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ise işletmelerin Kurulca yayımlanan ilkelere uyumunun ağırlıklı olarak geçmiş verilere bakılarak değerlendirilmesidir. Kuruluşlar bu iki faaliyet için ayrı ayrı yetkilendirilir.

Tebliğ, kuruluşların yeterli organizasyona ve nitelikli uzman kadrosuna sahip olmasını, bağımsızlığını korumasını ve çıkar çatışmalarından kaçınmasını şart koşar. Derecelendirme kuruluşları metodolojilerini belirlemede serbesttir; ancak metodolojinin sistematik olması ve Kurulun ilkelerinin tamamını kapsamaması gerekir. Kurul, ilke kararlarıyla derecelendirmede kullanılacak ana başlık ağırlıklarını belirlemiş ve faaliyeti gözetim ile denetimine tabi kılmıştır.

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti, ancak Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurulun bu alandaki düzenlemeleri çerçevesinde yürütülebilir. Kanun, faaliyette bulunacak sermaye piyasası kurumları arasında derecelendirme kuruluşlarını da saymış; bu kuruluşlara ilişkin faaliyet esaslarını ve sorumluluğu ayrı maddelerinde düzenlemiştir. Bu maddeler çerçevesinde Kurul, derecelendirme faaliyetlerinin güvenli ve bağımsız biçimde yürütülmesi, kalite güvence sistemlerinin oluşturulması ve kamu yararı gözetilerek uluslararası standartlara uyum sağlanması amacıyla düzenleme, gözetim ve denetim yapar; kuruluşların yetkilendirilmesine ve yönetici ile çalışanlarının lisanslanmasına ilişkin usul ve esasları belirler. Bu yetkiye dayanılarak çıkarılan Seri VIII, No 51 sayılı Tebliğ, 12 Temmuz 2007 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanmış ve derecelendirme faaliyetine, bu faaliyette bulunacak kuruluşlara, çalışanlarına ve Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarına ilişkin düzenlemeleri bir araya getirmiştir.

Tebliğin en temel ayrımı, sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetinin iki koldan oluştuğudur: kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi. Kredi derecelendirmesi, işletmelerin risk durumlarının ve borçluluğu temsil eden araçların anapara ve faiz gibi yükümlülüklerinin vadesinde karşılanabilirliğinin bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılmasıdır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ise işletmelerin, Kurulca yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun aynı bağımsızlık ve tarafsızlıkla değerlendirilip sınıflandırılmasıdır. İki faaliyet arasında bir yön farkı vardır: kredi derecelendirmesi ödeme kapasitesi hakkında geleceğe dönük bir görüş sunarken, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi

ağırlıklı olarak geçmiş verilere bakarak uyumu ölçer. Mevzuatta bilinçli olarak kurumsal yönetim derecelendirmesi değil, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ifadesi kullanılır; çünkü ölçülen şey, Kurulun yayımladığı belirli ilkeler setine uygunluktur.

Derecelendirme kuruluşları, kredi derecelendirmesi ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi için Kurul tarafından ayrı ayrı yetkilendirilir ve listeye alınır. Kurulca zorunlu tutulmadığı durumlarda kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ihtiyaridir; talebe bağlı olarak ya da talebe bağlı olmadan yapılabilir. Talebe bağlı olmayan derecelendirmede kuruluş, sonuçları kamuya açıklamadan önce ilgili işletmeye bilgi vermek zorundadır; bu tür çalışmalara işletmenin birbirini izleyen üç hesap dönemi süresince devam edilir ve verilen not en fazla altı aylık dönemlerle gözden geçirilerek açıklanır. Talebe bağlı derecelendirmede ise kuruluş ile müşteri arasında bir sözleşme imzalanır ve bu sözleşme Kurula gönderilir. Kuruluş, notun kamuya açıklanmasından kaçınmak amacıyla derecelendirme çalışmasına son veremez.

Tebliğ, derecelendirme faaliyetinin güvenilirliğini sağlamak için kuruluşların ve çalışanların niteliğine ilişkin ayrıntılı şartlar getirir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi yapabilmek için kuruluşların yeterli organizasyona, mekâna, teknik donanım ve belge-kayıt düzenine sahip olması gerekir. Her derecelendirme çalışmasında en az iki derecelendirme uzmanı ile en az üç kişilik bir derecelendirme komitesi görevlendirilir; uzmanların çalışmaları komiteye sunulur ve not, uzman tarafından değil komite tarafından, ilgili tüm bilgilerin değerlendirilmesiyle ve yayımlanan metodolojiye uygun olarak belirlenir. Uzman olarak çalışmak için diğer koşullar yanında dört yıllık lisans mezunu olmak, ilgili alanlarda en az üç yıllık deneyime sahip bulunmak ve kurumsal yönetim derecelendirme lisans belgesi almış olmak gerekir; komite üyeliği için ise bu koşulların tümü sağlanmalı ve deneyim süresi en az beş yıl olmalıdır. Faaliyet için ayrıca mesleki sorumluluk sigortası yaptırılması zorunludur.

Derecelendirme kuruluşları metodolojilerini belirlemede serbest bırakılmıştır; ancak bu serbestliğin iki sınırı vardır: metodolojinin sistematik olması ve Kurulca yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerinin tamamını kapsaması gerekir. Bu yaklaşım, gelişmiş ekonomilerdeki uygulamalarla da uyumludur; oralarda da her kuruluş kendi bağımsız metodolojisini geliştirir. Kuruluşlar metodolojilerini, süreçlerini ve varsayımlarını, her not grubunun neyi ifade ettiğiyse birlikte kamuya açıklamak zorundadır. Faaliyetin yüksek kalitede, bağımsız ve tarafsız yürütülmesi esastır; Tebliğ tarafsızlığı, bağımsızlığın sağlanmasını ve çıkar çatışmalarından kaçınılmasını ayrı maddelerde düzenler ve bağımsızlığın zedelenmesine dair ciddi bir tereddüt oluştuğunda bağımsızlığın ortadan kalktığını kabul eder. Kuruluşlar iş elde etmek için reklam sayılabilecek faaliyetlerde bulunamaz, gizlilik ve sır saklama yükümlülüğüne uyar ve raporları ile bunların dayanağını oluşturan belgeleri en az on yıl süreyle saklar.

Kurul, ilke kararlarıyla kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde kullanılacak ana başlık ağırlıklarını belirlemiştir. Buna göre değerlendirme; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört ana başlık üzerinden yapılır ve bu başlıkların ağırlıkları sırasıyla yüzde yirmi beş, yüzde yirmi beş, yüzde on beş ve yüzde otuz beştir. Ayrıca, ilkelerde belirtilen asgari unsurların yerine getirilmiş olması hâlinde ilgili ilkeden tam puanın en çok yüzde seksen

beşinin verilebileceği, uygulamaların asgari şartların üzerinde olması hâlinde ise puanın iyi uygulamanın özelliğine göre tam puana yaklaştırılabileceği kabul edilmiştir. Faaliyet bütünüyle Kurulun gözetim ve denetimine tabidir; Kurul her türlü bilgi ve belgeyi isteyebilir. Faaliyetin mevzuata uygun yürütülmemesinden doğan zararlardan kuruluş ile birlikte ilgili uzmanlar ve komite üyeleri müteselsilen sorumludur; başvuru koşullarının kaybı ya da ilke ve esaslara aykırılık hâlinde Kurul idari para cezası uygulayabilir veya kuruluşu listeden çıkarabilir.

5. KURUMSAL YÖNETİM

İçindekiler

5.7 · Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi

Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi: Süreç, Metodoloji, Notlar ve Endeksler

KISACA

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, belirli aşamalardan oluşan bir süreçle yürütülür. Süreç, not almak isteyen şirketin talebiyle başlar; uygun görülürse şirket ile derecelendirme kuruluşu arasında bir hizmet sözleşmesi imzalanır ve mali mesuliyet sigortası düzenlenir. Ardından uzman ve analistler soru seti ile belge incelemesi üzerinden çalışmalarını yürütür, sonuçları en az üç kişilik derecelendirme komitesine sunar; nihai notu komite belirler. Verilen not bir yıl geçerlidir ve yıl sonunda güncellenir.

Derecelendirme metodolojisi, Kurulun kurumsal yönetim ilkelerini esas alır. Değerlendirme dört ana başlık üzerinden yapılır: pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu. Bu başlıkların ağırlıkları Kurulca belirlenmiştir ve dört bölüm notu ile genel uyum notu olmak üzere beş not elde edilir. Notlar bir ile on arasında, virgülden sonra iki hane olarak verilir.

Bu derecelendirme, sermaye piyasasındaki endekslerle de bağlantılıdır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, kurumsal yönetim notu belirli eşiğin üzerinde olan şirketlerin paylarından oluşur; sürdürülebilirlik endeksleri ise şirketlerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim performansını ölçer.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, baştan sona belirli aşamalardan geçen bir süreçtir ve bu sürecin nasıl işlediğini bilmek, notun ne anlama geldiğini anlamak için gereklidir. Süreç, derecelendirme notu almak isteyen şirket yönetiminin talebinin kuruluşu ulaşmasıyla başlar. Kuruluş, kendi etik ilke ve kurallar yönetmeliği çerçevesinde hizmetin verilmesini uygun görür, ekip ile teknik altyapı uygunluğunu değerlendirir ve uygun bulursa şirketle sözleşme yapılmasına karar verir. Süreç hukuki olarak, iki nüsha hâlinde düzenlenen derecelendirme hizmet sözleşmesinin taraflarca imzalanmasıyla başlar. Kuruluş, sözleşme tutarının en az iki katı kadar bir mali mesuliyet sigorta poliçesi düzenler; bu poliçe sözleşmenin ayrılmaz bir parçasıdır ve poliçesi düzenlenmeyen sözleşmeler hükümsüzdür. Kuruluş, sözleşmeyi ve eklerini altı iş günü içinde Kurula bildirir; borsada işlem gören araçları olan şirket ise sözleşmeye ilişkin kamuyu aydınlatma açıklamasını yapar.

Sözleşmenin ardından inceleme süreci başlar. Bu aşamada uzman ve analistler; şirketin özel bir şifreyle erişip cevaplayacağı kurumsal yönetim soru seti ile derecelendirme analizinde kullanılacak bilgi ve belgelerin doldurulup gönderilmesini ister; belge ve bilgi alışverişi kural olarak elektronik ortamda yapılır. Uzman, gerekli gördüğünde ilave bilgi ve belge talebiyle şirket ziyaretinde bulunabilir, kuruluşun veri tabanından ve şirketin kurumsal internet sitesinden de yararlanabilir. Bilgilerin incelenip analiz edilmesinin ardından, gündemi inceleme sonucuna göre belirlenen toplantılar düzenlenir; bu toplantılara şirketin farklı bölümlerinin yöneticileri de davet edilebilir ve şirket hakkında belirlenen konularda mutabakat sağlanır. Bütün bu süreç boyunca kuruluş, kamuya açıkladığı etik ilke ve kurallar yönetmeliği gereği gizlilik ilkesine titizlikle uyar.

Uzman ve analistler çalışmalarını tamamladıktan sonra, elde ettikleri bilgileri ve görüşmelerin sonuçlarını içeren değerlendirme raporlarını, kuruluşun en az üç kişiden oluşan kurumsal yönetim uyum derecelendirme komitesine sunar. Komite, gerekli görürse danışma kurulunun görüş ve önerilerinden de yararlanarak nihai kararı verir; karar imza altına alınıp komite karar defterine işlenir. Nihai kararla oluşan not, şirketin sermaye piyasası araçları borsada işlem görüyorsa, notun olduğu günü izleyen ilk iş günü belirli bir saate kadar düzenleyici kuruluşlara ve kamuoyuna eş zamanlı olarak bildirilir ve şirketçe kamuyu aydınlatma açıklaması yapılır. Verilen not bir yıllık süre için geçerlidir; bir yılın sonunda notun güncellenmesi gerekir ve bu süre boyunca uzman ile analist şirketin durumunu izlemeyi sürdürür.

Derecelendirme metodolojisi, Türkiye'de yerleşik ve Kuruldan yetki almış şirketler tarafından iki ana kategori üzerinden kurulur: halka açık şirketler ve diğerleri. Her ana kategorinin altında standart reel sektör şirketleri, bankalar, banka dışı finansal kuruluşlar ve sigorta şirketleri için ayrı metodolojiler oluşturulur; kuruluşlar notun yanına yazdıkları kısa ibarelerle bu ayrımı belirtir. Derecelendirme şirketleri metodolojilerine temel olarak Kurulun kurumsal yönetim ilkelerini esas alır ve ilkelerde değişiklik oldukça metodolojilerini günceller; ilkelerin dışında önemli buldukları veya uluslararası alanda kabul gören bazı konuları da ekleyebilirler. Metodolojilerde uzmanların öznel görüşlerinden çok nesnel kriterlerin yer almasına özen gösterilir; böylece belli bir standart yakalanır ve herhangi bir şirket lehine olumlu ya da olumsuz ayrımcılık yapılması zorlaştırılır.

Metodoloji çerçevesinde incelenen konular, Kurulun kurumsal yönetim ilkelerinin dört ana başlığını izler. Pay sahipleri başlığında; yatırımcı ilişkileri bölümünün etkinliği, bilgi alma ve inceleme hakkı, genel kurulun düzgün işleyişi, oy hakkı, azlık hakları, kâr payı hakkı ve payların devri gibi konular değerlendirilir; hatta derecelendirme temsilcileri genel kurul toplantısına katılarak toplantının nasıl yürütüldüğünü gözlemler. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık başlığında kurumsal internet sitesinin içeriği ile güncelliği ve faaliyet raporunun yeterliliği incelenir. Menfaat sahipleri başlığında şirketin menfaat sahiplerine ilişkin politikaları, insan kaynakları uygulamaları, müşteri ve tedarikçi ilişkileri ile etik kurallar ve sosyal sorumluluk ele alınır. Yönetim kurulu başlığında ise kurulun işlevi, faaliyet esasları, yapısı, toplantı düzeni, bünyesinde oluşturulan komiteler ve üyelere sağlanan mali haklar mercek altına alınır.

Sürecin sonunda derecelendirilen şirket için, biri genel uyum notu ve dördü ana bölüm notu olmak üzere beş not elde edilir. Önce dört ana bölümün uyum notları belirlenir; sonra bu notlar Kurulca belirlenen katsayılarla, yani pay sahipleri için yüzde yirmi beş, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık için yüzde yirmi beş, menfaat sahipleri için yüzde on beş ve yönetim kurulu için yüzde otuz beş ağırlıklarla çarpılarak genel uyum notu hesaplanır; ana başlık ağırlıkları Kurulca belirlenmişken alt başlık ağırlıkları şirketlerin iradesine bırakılmıştır. Notlar bir ile on arasında ve virgülden sonra iki hane olarak, tam sayıya yuvarlanmadan verilir; ona yakın notlar yüksek uyum seviyesine işaret eder. Ancak dört ana bölüm altında yaklaşık yüz kural ve uygulama değerlendirildiğinden, yalnızca nota bakmak yeterli değildir; notla birlikte yayımlanan derecelendirme raporunun okunması, şirketin hangi ilkelere tam, hangilerine kısmen uyduğunu görmek açısından daha sağlıklı bir değerlendirme sağlar.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, sermaye piyasasındaki endekslerle de doğrudan bağlantılıdır. Borsa, 2005'te temel kurallarını belirlediği Kurumsal Yönetim Endeksi'nin

hesaplanmasına 2007'de başlamıştır; bu endeks, kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu yüksek şirketlerin fiyat ve getiri performansını ölçer. Bir payın endekse alınabilmesi için gereken asgari kurumsal yönetim derecelendirme notu on üzerinden sekiz, her bir ana başlık itibarıyla on üzerinden yedidir ve notun yıllık olarak yenilenmesi şarttır. Bunun yanında borsalar, sürdürülebilirlik konusundaki performansı ölçmek için sürdürülebilirlik endeksleri de geliştirmiştir; Borsa İstanbul'da kurumsal sürdürülebilirlik performansı üst seviyede olan şirketlerin paylarından oluşan BIST Sürdürülebilirlik Endeksi 2014'te, büyük ve likit şirketlere odaklanan BIST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi ise 2022'de yayımlanmaya başlamıştır. Bu endeksler, şirketlere kurumsal risklerini ve fırsatlarını etkin yöneterek rekabet avantajı sağlarken, sorumlu yatırımcılara da yatırım kararlarında kullanabilecekleri bir gösterge sunar.



benzensor



DERS NOTLARI 2026 BASKISI

SPL KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME

İyi çalışmalar

Bu ders notları benzensor tarafından ücretsiz hazırlandı; resmî kurum yayını değildir. Hata bildirimi: destek@benzensor.com

Okudun, sıra pekiştirmede
Şimdi çöz!

Okuduğun konuyu hemen soruyla pekiştir. benzensor uygulamasında konu anlatımı, soru bankası ve gerçek sınav simülasyonu bir arada.

