

**SPK Başkanı Prof.Dr. Vedat Akgiray'ın  
Borsa Yatırımcıları Derneği (BORYAD) Dergisi İçin  
Verdiği Röportaj (Ekim 2009)**

**Boğaziçi Üniversitesi Finans Bölümü Başkanlığı görevinin ardından SPK Başkanlığı görevini üstlendiniz. SPK'nın gündemindeki konular dikkate alındığında, hangi konulara öncelik vereceksiniz?**

Ülkemizde, dünya çapında kabul gören bir finansal merkez oluşturulmasının olmazsa olmaz koşullarından birisi etkin işleyen bir sermaye piyasasının varlığıdır. Bunun da yolu, sermaye piyasasının çıkış noktası olan borsa şirketlerinin sayısının artırılmasından geçmektedir. Borsada işlem gören şirket sayısının artırılması için hâlihazırda İMKB bünyesinde bir “Gelişen İşletmeler Piyasası” (GİP) oluşturulmasına ilişkin çalışmalar devam etmektedir.

Bir diğer öncelikli gündem maddesi ise yatırım araçlarının çeşitliliğinin artırılmasıdır. Kurulun internet sayfası aracılığıyla görüşe açtığımız, bir çeşit teminatlı borçlanma aracı olan, Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler üzerindeki çalışmalarımız sonuçlandırılma aşamasındadır. Yine yakın zamanda Aracı Kuruluş Varantlarına ilişkin bir düzenleme yayınladık. Bu ve benzeri düzenlemeler ile sermaye piyasası araçlarına olan talebin artırılmasını hedefliyoruz.

**Türkiye'deki şirketlerin kurumsal yönetim yapılanmalarını ve bu yapıların işleyişini nasıl değerlendiriyorsunuz? Mesela Avrupa ve ABD'yle bir kıyaslama yapıldığında kurumsal yönetimde hangi konumdayız?**

Sermaye Piyasası Kurulu olarak, kurumsal yönetim konusunu borsa şirketi yatırımcılarının haklarının korunması ve şirketler kesiminin iç ve dış piyasalarda rekabetçi yapısının pekiştirilmesi bağlamında ele alıyoruz.

Konu ülkemizde, 2003 yılında yayınladığımız ilkeler çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulu önderliğinde şekillendiriliyor. Yayımdan itibaren geçen zaman zarfında, piyasalarımızın yapısı ve uluslararası gelişmeler dikkate alınarak, kurumsal yönetim kültürü ve bu kültürün gerektirdiği kurumsal yapılanma ve yükümlülüklerin yerine getirilmesi yönünde ciddi adımlar atıldığını düşünüyorum. Örnek vermek gerekirse, bugün artık borsa şirketi yapılanmasında yerini almış pay sahipleri ile ilişkiler birimi ve kamunun aydınlatılması kapsamında; sermaye içindeki imtiyazlı paylar, içerden öğrenenlerin ticareti kapsamındaki kişilerin düzenli olarak duyurulması, nihai hakim pay sahiplerinin dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılarak kamuya açıklanması, şirket yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticilerinin şirket sermayesindeki pay oranlarının bildirilmesi, yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişi, ücretlendirilme esasları, aldıkları ücret ve benzeri menfaatlere ve şirkette üstlendiği icrai faaliyetlere ilişkin açıklamalara yer verilmesi, ilişkili taraf işlemlerini kamuya açıklaması yönünde genişletilmesi, şirketlerin finansal tabloları, halka açıklık oranları, yıllık faaliyet raporları, genel kurul toplantı tutanakları gibi yatırımcıları yakından ilgilendiren bilgileri içeren internet siteleri gibi uygulamaları, Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurumsal yönetim yaklaşımına borçlu olduğumuzu vurgulamak isterim.

Her ne kadar bu uygulamalar, Avrupa ve ABD'de de geçerli olan “uygula, uygulamıyorsan

açıkla” yaklaşımı çerçevesinde, şirketler için ihtiyari de olsa, şirketin uygulamadığı ilkeler bakımından “Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporları”nda açıklama getirmesi gerekmektedir. Uyum raporlarının ise şirketin yıllık faaliyet raporunda yer verilmesi ve ayrıca kamuya açıklanması zorunludur. İşte bu noktada, mevzuat tarzında emredici bir yapı getirilmemesine rağmen, kamunun aydınlatılmasına ve piyasa disiplininin oluşmasına katkı sağladığımızı düşünüyoruz.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, bu konuda en önemli uluslararası referans olan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri”ne uygun olarak hazırlanıp güncellendiği için Avrupa ve ABD’deki benzer en iyi uygulama kodlarından dikkate değer farklılık göstermemektedir. Fakat kurumsal yönetim ortamının kalitesini belirleyen ayırıcı husus, ilkeleri uygulama konumunda olan şirketler ve haklarının takipçisi olması gereken pay sahiplerinin tutumudur. İlkeler idari bir yükümlülük olarak algılanıyorsa ve uygulanmasının şirketin rekabet pozisyonuna zarar vereceği yaklaşımı hakim ise, bu zihniyetin aşılarak gelişme kaydedilmesi zorlaşıyor. O nedenle biz de düzenleyici otorite olarak, yine piyasa disiplini kavramını esas alarak, daha önce uygulamaya koyduğumuz İMKB kurumsal yönetim endeksi gibi yenilikçi yaklaşımlara öncelik verilebileceğini düşünüyoruz.

**Yerli yatırımcı son yıllarda borsa yatırımına zaten mesafeli yaklaşıyordu. Etkisi yavaş yavaş atlatılan mali kriz de borsayla yerli yatırımcının arasını biraz daha açtı. SPK Başkanı olarak, yerli yatırımcının borsada daha çok yer alması için ne gibi adımlar atılması gerektiğini düşünüyorsunuz?**

Burada bence en önemli husus, yatırımcıların borsada oluşan fiyatın adil bir şekilde belirlendiğine ve fiyatların yapay bir şekilde oluşmadığına inanmalarındır. Yatırımcılarımızda bu inancın oturması durumunda, sermaye piyasalarımızda ciddi bir hareketlenme oluşacağına inanıyorum. Zaten daha önceki beyanlarımda da sıklıkla belirttiğim gibi, borsadaki manipülatif nitelikli hareketleri borsanın gözetim birimi ile koordineli bir şekilde ivedilikle izliyoruz ve piyasadaki güven unsurunu yaralayan nitelikteki bu tür eylemlerde bulunan kişiler hakkında mevzuat çerçevesinde gerekli işlemleri tesis ediyoruz. Tabii buradaki düşüncemiz, geç gelen adaletin adalet olmadığı şeklinde. Bu yüzden borsada manipülatif nitelikli eylemlerde bulunanlar hakkında vakit kaybetmeden işlem yapmaya çalışıyoruz ki, piyasada “yapanın yanına kâr kalıyor” şeklinde bir inanış baş göstermesin.

Yukarıda ifade ettiğim hususların yanı sıra, gerçekleştirilmesi gereken en önemli hedeflerden bir tanesi de yerli yatırımcılarımızın borsada yatırım yapmanın sadece hisse senedi alıp satmaktan ibaret olmadığını anlamalarını sağlamak. Aslında borsamızda sadece hisse alınıp satılması gerekmiyor. Son zamanlarda ciddi bir hareketlilik gösteren ve bu hareketliliğini artırarak devam ettireceğini düşündüğümüz, şirketler tarafından ihraç edilen tahvil ve finansman bonusu gibi borçlanma araçları var, mevzuat çalışmaları tamamlanan ve yakın zamanda borsada yerini alacağını umut ettiğimiz varantlar ve varlığa dayalı menkul kıymetler var. Tabii bu araçlara yönelik yatırımcı taleplerinin artırılmasında bize olduğu kadar sektördeki diğer aktörlere de önemli görevler düşüyor.

**BORYAD olarak bizim üzerinde durduğumuz konulardan biri de, azınlık pay sahiplerinin şirket yönetiminde yer almaları. SPK’nın da bu konu üzerinde hassasiyetle durduğunu biliyoruz. Azınlık pay sahiplerinin şu anki temsil durumu ve muhtemel gelişmeleri sizden öğrenebilir miyiz?**

Türk Ticaret Kanunu'nun çeşitli maddelerinde esas sermayenin en az onda birini (%10) temsil eden pay sahiplerine tanınan haklar (azınlık hakları), halka açık anonim ortaklıklarda, ödenmiş sermayenin en az yirmide birini (%5) temsil eden pay sahiplerine tanınmıştır.

Halka açık şirketlerdeki yönetim-azınlık dengesinin sağlanmasına ve azınlığın yönetim ve denetim kurullarında temsil edilebilmesine olanak sağlayan bir oy kullanma yöntemi olan birikimli oy konusundaki Kurul'unuz düzenlemesi halen yürürlükte bulunmaktadır ve borsa dışı halka açık şirketler için zorunlu olarak uygulanmaktadır. Söz konusu düzenlememiz talep edilmesi halinde borsa şirketleri için de uygulanabilir. Şirketlerin küçük hissedarları bu taleplerini şirketlere iletirlerse gerekli hazırlıklar yapılarak uygulanabilir diye düşünüyorum.

Diğer taraftan SPK tarafından, başta halka açık şirketler olmak üzere özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilecek Kurumsal Yönetim İlkeleri çerçevesinde halka açık anonim ortaklıkların daha tarafsız yönetilebilmelerini teminen yönetim kurulunda bağımsız üyelerin çoğunlukta bulunması tavsiye edilmiştir. Ülkemiz uygulamaları da dikkate alınarak, Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bağımsızlığa ilişkin kriterlere yer verilmiş ve yönetim kurulunun sayısının 2'den az olmamak üzere, en az 3'te birinin bu kriterleri sağlayan bağımsız üyelerden oluşması tavsiye edilmiştir. Hiç kuşkusuz ülkemize özgü koşullardaki değişiklikler ile birlikte bu sayının ve oranın artırılması hedeflenmelidir.

**Tüm dünyada son dönemde vadeli işlemler piyasasında işlem yapan forex şirketleri oluşmaya başladı. Ülkemizde de birçok yatırımcı bu şirketler vasıtasıyla işlem yapıyor. Hiçbir denetim olmadan yapılan bu işlemlerin yatırımcı mağduriyetine yol açmaması için bir önlem almayı düşünüyor musunuz?**

Kaldıraçlı forex işlemlerinin hukuki niteliği Kurul açısından Mart 2008'de alınan karar ile belirlenmiştir. Söz konusu karar, Kurul'un 2008/12 sayılı haftalık bülteninde kamuya açıklanmıştır. Ancak kaldıraçlı forex işlemlerinin ülkemizde giderek artan bir işlem hacmine ulaştığı da bir gerçek. Farklı rakamlardan bahsedilmekle birlikte günlük işlem hacmi milyar dolarla ifade edilmektedir. Hâlihazırda bu konuda Hazine Müsteşarlığı koordinasyonunda Kurul'un da temsil edildiği bir çalışma grubu, konu hakkındaki değerlendirmeleri yürütmektedir. Forex işlemleri konusunda düzenleme yapılması ve bu işlemlerin kurallara bağlanmasını oldukça önemli ve öncelikli bir konu olarak değerlendiriyoruz. Ancak mevcut mevzuat hükümleri kapsamında işlemlerin düzenlenmesinde kimin yetkili olduğu konusunda bazı hukuki ihtilaflar ve belirsizlikler var. Söz konusu işlemlerin ulaştığı hacim, sermaye piyasalarının gelişimi ve yurtdışı düzenleme politikaları göz önüne alındığında, forex işlemlerinin net bir şekilde tanımlanarak yetki ve sorumlulukların açıkça belirlenmesi ve devam etmekte olan Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında değerlendirilmesinin daha doğru bir yaklaşım olacağı düşünülmektedir. Forex işlemleri konusunda düzenlemelerin yapılabilmesi açısından Merkez Bankası, Hazine Müsteşarlığı gibi diğer kamu otoritelerinin mevcut bazı çekincelerinin giderilmesi ve bir görüş birliğine varılması önem arz etmektedir.

**Gelişmiş piyasaların genelinde emeklilik fonları vs. gibi kurumsal yatırımcılar büyük önem arz etmekte. Türkiye piyasalarında ise çok etkin değiller. Bu durumu hangi nedenlere bağlıyorsunuz?**

Gelişmiş piyasalarda kurumsal yatırımcıların etkin olması temelde sermaye piyasalarının bu ülkelerde izlediği gelişim sürecine bağlıdır. Ülkemizde piyasa faiz oranlarının yüksekliği

yatırımcıları, kurumsal yatırımcıların uzmanlığını ve deneyimini ortaya koyabileceği hisse senedi, türev piyasalar gibi daha sofistike alanlar yerine, sabit getirili menkul kıymetler ve mevduat gibi doğrudan faize dayalı klasik ürünlere yöneltmiş, bu da sermaye piyasasının gelişmesini sağlayacak yeni enstrümanların ortaya çıkmasını engelleyerek, kurumsal yatırımcıların hareket alanını daraltmıştır.

Öte yandan, kurumsal yatırımcılara yönelik zaman içinde değişen vergi politikaları da, bu yatırımcıların büyüklüğü üzerinde etkili olmaktadır. Her ne kadar ülkemizde kurumsal yatırımcıların portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmakta ise de, yatırım ortaklığı veya yatırım fonu paylarını elinde bulunduran yatırımcıların karşı karşıya olduğu gelir vergisi politikaları değişkenlik göstermiştir.

Diğer taraftan, sosyal güvenlik sisteminin kamu mülkiyetinde devam etmesi ve bu sistemin verimli çalışmamasından dolayı, ekonomi üzerinde önemli bir yük yaratılmış ve uzun vadeli birikimlerin sermaye piyasalarında değerlendirilmesine imkân sağlanamamıştır. Bu sistemin yükünü hafifletmek ve kaynakların sermaye piyasasında değerlendirilmesini sağlamak amacıyla, yakın bir zamanda faaliyete geçen bireysel emeklilik fonları henüz yeterli büyüklüğe ulaşmamış olmasına karşın, düzenli olarak büyümekte ve hisse senedi piyasasında diğer kurumsal yatırımcılara nazaran daha aktif rol almaktadır.

Son dönemde emeklilik yatırım fonlarının yanı sıra, borsa yatırım fonları, serbest yatırım fonları (hedge fonlar), koruma amaçlı/garantili fonlar, şemsiye fonlar, fon sepetleri, konut finansmanı fonları, ipotek teminatlı/ipoteğe dayalı menkul kıymetler gibi yeni araçların sermaye piyasamıza kazandırılmasını sağlayacak düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, AB mevzuatına uyumlu yeni kanun ile fonların açık uçlu olarak faaliyet göstermeleri amaçlanmaktadır. Yine, kanun ile düzenlenecek değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, bünyesinde değişik yatırım amaçlarına sahip birçok alt fon barındıran şemsiye şeklinde bir yapı ile oluşturulması gündemdedir.

Bu noktada, yeni ürünlerle sermaye piyasasının hem talep hem de arz yönünün güçleneceği öngörülmektedir. Kurumsal yatırımcıların gelişimiyle ürün çeşitliliğinin gelişimi arasında yüksek bir ilişki olduğu dikkate alındığında; piyasada kurumsal yatırımcı tabanının gelişmesi beklenmektedir. Ayrıca, farklı risk-getiri alternatifleri yaratan farklı ürünlerin sermaye piyasamıza ihtiyacı olan ivmeyi kazandıracağına inanılmaktadır.

**SPK, çağrı zorunluluğu için %25 olan sınırı %50'ye çıkarttı. Ülkemizde zaten gereğinden fazla istismar edilen çağrı zorunluluğu ile ilgili böyle bir düzenleme yapmaya neden gerek duydunuz?**

Çağrı yoluyla halka açık anonim ortaklık paylarının toplanmasına ilişkin esasları düzenleyen tebliğ, Resmi Gazete'de yayımlandı. Yeni tebliğde yasal düzenlemelerde ve doktrinde tartışmalı bir konu olan yönetim hakimiyeti kavramı tanımlanmış ve çağrı yükümlülüğü yönetim hakimiyetinin elde edilmiş olması şartına bağlanmıştır.

Ülkemizdeki halka açık anonim ortaklıkların ortaklık yapıları incelendiğinde, halka açıklık oranının düşük olduğu ve halka açık kısmın dışındaki payların çok büyük bir kısmının belli ailelerin/kişilerin ve grupların elinde bulunduğu görülmektedir. Bu şekilde halka açıklık oranı düşük olan şirketlerde yönetim hakimiyeti genellikle %50 ve üzerinde paya sahip olan kişilerin veya grupların elinde bulunmakta ve hal böyle iken eski tebliğde düzenlendiği şekliyle %25 gibi düşük bir oranda yapılan pay devirlerinde çoğunlukla halka açık anonim

ortaklığın yönetim hakimiyeti değişmemekte ve bu kapsamda ortaya çıkan çağrı başvurularının çok büyük kısmına Kurul'umuzca çağrı yükümlülüğünden muafiyet verilmekteydi.

Diğer taraftan çağrı yükümlülüğünün düşük oranlardaki pay devirlerinin sonucunda ortaya çıkması, ülkeye stratejik ortaklık kurmak amacıyla gelecek yabancı sermayenin de önüne geçmektedir. Ana ortak ile birlikte şirketi yönetmek isteyen veya şirketi daha iyi yöneteceğini düşünen sermayedarlar, çağrı zorunluluğu nedeniyle ortaya çıkan maliyetler sebebiyle şirketlere ortak olarak girememektedirler. Bu durum şirketlerin daha iyi yönetilmelerinin önünde bir engel olarak durmaktaydı.

Söz konusu hususlar birlikte değerlendirildiğinde çağrı yükümlülüğünü doğuran eşğin yükseltilmesinin uygun olacağı sonucuna vardık. Bununla birlikte, çağrı yükümlülüğünün doğmasına neden olan tek durum ortaklık paylarının ve oy haklarının %50 ve üzerinde iktisap edilmesi değildir. Söz konusu orana bağlı olmaksızın, ortaklığın yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların elde edilmesi de çağrı yükümlülüğünü doğuracaktır.

**Türkiye’de yatırımcı mağduriyetlerinin temel nedenlerinden biri de yatırımcının bilgi eksikliği. Önümüzdeki dönemde yatırımcı eğitimleri için BORYAD ülke çapında etkinlikler düzenlemeyi amaçlıyor. Bu konudaki fikirlerinizi alabilir miyiz?**

Bilindiği üzere sermaye piyasaları bilginin yoğun olarak kullanıldığı piyasalar. Esasen payları borsada işlem gören şirketlere ilişkin bilgiler özel durum açıklamaları yoluyla yatırımcılara aktarılmakta. Gerek Kurulumuzun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemelerinin Şubat 2009 tarihi itibarıyla yapılan son değişiklikler sonucunda AB normları ile uyumlu hale getirilmesi, gerekse borsa şirketlerine ilişkin bilgilerin elektronik bir ağ vasıtasıyla kamuya açıklanmasına olanak veren kamuyu aydınlatma platformunun devreye girmesiyle beraber, yatırımcılar yatırım yaptıkları şirketlerle ilgili bilgileri anlık olarak ve herhangi bir gecikmeye uğramadan sahip olabilmekte. Diğer taraftan şirketlerin üçer aylık dönemler itibarıyla uluslararası finansal raporlama standartları çerçevesinde hazırladıkları finansal tabloları da şirketlerin mali durumunun yatırımcı nezdinde doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için önemli bilgi kaynakları.

Tabii burada bize düşen görev, payları borsada işlem gören şirketlerin kamuyu tam, doğru ve eksiksiz olarak aydınlatabilmeleri için uygun koşulları sağlamak, kurallara uymayan şirketler var ise bunlar hakkında gerekli işlemleri tesis etmek. Ancak yatırımcılarımızın da artık kulaktan dolma bilgilerle değil, kamuya açıklanan bilgileri rasyonel bir şekilde kullanarak yatırım kararlarını almaları ve kendi haklarının bilincinde olmaları gerekiyor. Yatırımcılarımız da piyasada zaten mevcut olan bilgileri kullanarak yatırımlarını yönlendirirlerse herhangi bir mağduriyet yaşamazlar diye düşünüyorum.

Dolayısıyla sermaye piyasamızda eksik bilgiden öte eksik olarak bilgilendirilmiş yatırımcılar var bence. Yatırımcılara yatırım kararlarını etkileyecek bilgilere nasıl ve hangi şekilde ulaşabilecekleri doğru olarak aktarırsak, bu sorunu rahatlıkla çözebileceğimizi düşünüyorum. Bu vesileyle de BORYAD tarafından yatırımcıları eğitim amaçlı olarak düzenlenecek etkinliklere talep olması halinde SPK olarak üzerimize düşen görevleri de yerine getireceğimizi özellikle vurgulamak istiyorum.