

Kamu Aydınlatma Sistemleri
İMKB Araştırma Müdürlüğü

Bağımsız Denetimde Müşteri Kabul Riskinin
Veri Zarflama Analizi Yoluyla Ölçülmesi
Nurhan Davutyan & Lerzan Kavut

Avrupa Birliği Portföyü-Risk Çeşitlendirme İmkanları
Yeni Üyeler vs. Aday: TÜRKİYE
Ceylan Onay & Vedat Akgiray

İÇİNDEKİLER

Kamu Aydınlatma Sistemleri İMKB Araştırma Müdürlüğü.....	1
Bağımsız Denetimde Müşteri Kabul Riskinin Veri Zarflama Analizi Yoluyla Ölçülmesi Nurhan Davutyan & Lerzan Kavut.....	85
Avrupa Birliği Portföyü-Risk Çeşitlendirme İmkanları Yeni Üyeler vs. Aday: TÜRKİYE Ceylan Onay & Vedat Akgiray.....	107
Global Sermaye Piyasaları.....	129
İMKB Piyasa İstatistikleri.....	139
İMKB Yayın Listesi.....	143

KAMUYU AYDINLATMA SİSTEMLERİ

İMKB Araştırma Müdürlüğü*

I. Giriş

Tüm yatırımcıların bilgiye eşit şekilde ulaşmalarını temin etmek amacıyla, piyasaları ilgilendirebilecek bilgilerin kamuya açıklanmasında borsalar önemli bir role sahiptir. Kamuya açıklanan bilgiler genellikle mali tablolar ve önemli değişiklikleri kapsayan özel durum açıklamaları olarak iki grupta toplanmaktadır.

Mali tabloların açıklanmasında ihraççıların belli bilgi raporlama yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu bilgilerin denetimden geçip geçmeyeceği, hangi muhasebe standardının kullanılacağı ve hangi dönemlerde hazırlanacağı gibi konulara ilişkin düzenlemeler yapılmaktadır.

İkinci grup olan özel durum açıklamaları, ihraççıda meydana gelen ve fiyatlar üzerinde etkili olabilecek önemli değişimlerin ihraççı tarafından açıklanmasıdır. Özel durum tanımı piyasadan piyasaya değişebilmesine rağmen, menkul kıymetin piyasa fiyatını etkileyebilecek bilgi ile herhangi bir piyasa katılımcısının yatırım kararı almasıyla ilgili bilgiyi içerir. Genellikle, gizli olduğu düşünülen bilginin açıklanmasında sınırlı bir istisna mümkündür. Örneğin, ihraççının rakibine yarayabilecek bilgi ile erken açıklanması durumunda sürmekte olan bir pazarlığın kaybedilmesiyle sonuçlanabilecek bilgi bu kapsamda olabilir.

Borsalar, piyasa aktivitesini etkileyen söylentiler karşısında, ihraççıda (şirkette) bu etkiye neden olan bir gelişme bulunmamasına rağmen ihraççının açıklamasını isteyebilir. Ayrıca bazı piyasalarda, şirketle ilgili basında çıkan açıklamaların devamı bekleniyorsa, bu açıklamaların devamı ihraççılardan istenmektedir.

Genellikle borsalar, önemli bilgilerin kamuya açıklanmasından önce kendilerine bildirilmesini talep etmektedir. Bu, bilginin içeriğinin ve bazı durumlarda yapılacak açıklamaların gözden geçirilerek, işlemlerin durdurulmasının gerekip gerekmediğinin belirlenmesini sağlar. Bazı borsalar, basında çıkan bilgilerin teyidini isteyebilir. Piyasaların çoğu, önemli bilginin (material information) açıklanması tamamlanıncaya kadar menkul kıymetin işlemlerini durdurmaktadır. İşlemlerin yeniden başlaması için haberlerin tam olarak açıklanması ve piyasa tarafından algılanması beklenmektedir. Benzer şekilde, periyodik

mali raporların son tarihine kadar açıklanmaması durumunda da, ya düzenleyici otoriteler ya da borsalar tarafından işlemler durdurulmaktadır.

Şirketlerden önemli bilginin açıklanmasını istemenin yanında, çoğunlukla borsalar, geniş tabana sahip haber ağları veya menkul kıymetin işlem gördüğü yer ile yatırımcıların bulunduğu yerlerde yayın yapan büyük trajlı gazeteler yoluyla bilginin kamuya yayımını da isteyebilmektedir. Kamuyu aydınlatmanın gerek araçlar gerekse içerik olarak genişletilmesi yönünde bir eğilim bulunmaktadır. Kamuyu aydınlatmanın genişletilmesi yalnızca yatırımcılar açısından değil firmalar açısından da önem arz etmektedir.

Finans teorisi, yöneticilerin şirketin gelecekteki performansı hakkında yatırımcı belirsizliğini azaltarak şirket hisselerinin değerini artırma potansiyeline sahip olduklarını öne sürer. Risk ve belirsizlik iş yaşamının doğasında vardır ve belirsizliğin çoğu hiç bir zaman yok edilemez. Bununla birlikte bilginin piyasa katılımcıları arasındaki farklılıkları, yani “bilgi asimetrisi” büyük çapta ortadan kaldırılabılır.

Piyasa katılımcıları bilginin farklı düzeylerine sahip olduklarında bilgi asimetrisi ortaya çıkmaktadır. Örneğin, şirket yöneticileri firma beklentileri hakkında çoğu zaman yatırımcılardan daha iyi bilgiye sahiptir. Bilgi asimetrisi, özel bilgiye ulaşarak kazanç sağlayan yatırımcıların varlığında, yatırımcılar arasında da oluşabilir. Şirket yöneticileri, sermaye piyasalarına yaptıkları açıklamaları artırarak ve böylece özel bazı bilgileri kamuya açıklayarak her iki tür bilgi asimetrisini de azaltabilirler. Teoriye göre, bilgiyi daha fazla kullanma avantajına sahip yatırımcıların artması derecesinde, yatırımcılar bir firmanın hisselerini tutmak için daha düşük getiri oranı bekleyecek, böylece sermaye maliyeti azalma eğilimi gösterecektir.

Kamuya açıklamaların genişletilmesi iki ana yoldan hareketle daha düşük öz sermaye maliyetine neden olabilmektedir. Mekanizmalardan biri, bütün yatırımcıların karşılaştığı tahmin riskinin azalmasıdır. Tahmin riskini belirleyen unsur yatırımcılar ile şirket yöneticileri arasındaki bilgi asimetrisinin derecesidir. Hisse fiyatlarının belirlenmesinde yatırımcılar, firmanın gelecekte yapacağı yatırımların getirilerinin bu yatırımlar için kullanılan sermayenin maliyetini aşması olasılığı gibi değişkenlerin tahmininde, ortadaki bütün bilgiyi kullanır. Daha az bilgi elde edilecekse, yatırımcılar, tahminleri hakkında daha fazla belirsizlik yaşarlar ve firmaya değer belirlerken ek bir risk unsurunu tahminlerine katarlar. Yatırımcılar, bu risk unsurunu çeşitlendirme yoluyla azaltamazlarsa, bu riskin tazminini isterler ve böylece daha yüksek sermaye maliyeti ortaya çıkar.

Daha düşük öz sermaye maliyetine neden olan ikinci yol, yatırımcıların kendi aralarındaki ve şirket yöneticileri ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılmasının sonucunda firmaların menkul kıymetleri için piyasada daha büyük likidite oluşmasıdır. Daha

* İMKB Araştırma Müdürlüğü, Dr. Ali Küçükçolak, Levent Özer, Ali İhsan Diler, Metin Ustaoglu.

büyük likidite daha düşük işlem maliyetlerine neden olur. Daha düşük işlem maliyetleriyle karşılaşan yatırımcılar, firmanın menkul kıymetlerine daha fazla ödemeyi isteyecek ve böylece özsermaye maliyeti daha az olacaktır.



II. Uluslararası Çalışmalar

2.1. Avrupa Birliği Komisyonu'nun Şeffaflık Hakkında Hazırladığı Direktif Teklifi

Avrupa Birliği (AB), üye ülkelerdeki sermaye piyasalarının ortak kurallar çerçevesinde düzenlenmesine ilişkin olarak Lamfalussy Raporu'nda yer alan tavsiyeler doğrultusunda yeni düzenlemeler getirmektedir. AB Komisyonu tarafından hazırlanan ve Mart ayında Parlamento onayından geçen direktif teklifinde şeffaflık konusunda AB üyelerinde uygulanacak ortak standartlar belirlenmiştir. Lamfalussy Raporu temel olarak 4 aşama öngörmektedir. Bu aşamalar şu şekilde özetlenebilir. Birinci aşama: hedeflerin belirlenmesini, ikinci aşama: bu hedeflere ulaşabilmek için gerekli teknik çalışmaların yapılmasını, üçüncü aşama: AB Düzenleyici Otoriteler Komitesi (CESR) üyeleri arasında ortak standartların geliştirilmesi, son aşama ise AB düzenlemelerinin yürürlüğe konulmasını kapsamaktadır. Bu çerçevede AB Komisyonu, birliğe üye ülkelerin sermaye piyasalarında uygulanan kamuyu aydınlatma kurallarının yeknesaklaştırılması için bir teklif hazırlamıştır.

Teklif edilen direktifin amacı piyasaların etkinliğini ve küçük yatırımcının hak ve yararlarının korunmasını, kamuyu aydınlatmada çıkar çatışmalarının önlenmesini sağlamaktır. Böylece Yatırım Hizmetleri Direktifi (Investment Services Directive)'nin daha etkin işletilmesi mümkün olacaktır. Bu amacın gerçekleştirilmesi için, direktif:

- 1) Üye ülkelerde bulunan tüm finansal piyasaları kapsamalı,
- 2) AB finansal piyasalarının uluslararası piyasalara daha fazla açılması için yabancı dil kullanımının kolaylaştırılması ve bunun için teknolojik imkanlardan yararlanılması,
- 3) Avrupa sermaye piyasalarının gelişmesini ve diğer uluslararası piyasalarla özellikle ABD ile uyumlu çalışabilmesi için ABD'deki gelişmeleri dikkate almalı, noktalarından hareket ederek hazırlanmıştır. Teklif edilen bu direktif, 2005 yılında tamamlanması beklenen Alexandre Lamfalussy tarafından hazırlanmış olan Finansal Hizmetler Faaliyet Planı'nda yer alan tavsiyelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Bu kapsamda;

- A) Dil konusunda yapılan düzenlemeye göre, şirketlerin yapacakları açıklamalar;
 - a. Menkul kıymet sadece orijin ülkede (home member state) işlem görüyorsa, orijin ülkedeki yetkili otoritenin kabul ettiği dilde,
 - b. Menkul kıymet birim değerinin 50.000 Euro'dan fazla olması durumunda ise ihraççının seçimine bağlı olarak uluslararası finans piyasalarında geçerli olan bir yabancı dili kullanabilmektedirler,
 - c. Menkul kıymetin ihraç edildiği ülke dışında birden fazla üye ülkede işlem görmesi durumunda ise; orijin ülkedeki yetkili otoritenin kabul ettiği dili ve üye ülkelerin herbirinin kabul ettiği dillerden birini veya uluslararası finans piyasalarında geçerli olan bir yabancı dili kullanabilmektedirler,

Özet olarak, yapılacak olan açıklamalarda kullanılacak olan dil, menkul kıymetin işlem gördüğü üye ülkelere ve ihraç tutarına göre belirlenmektedir.

B) Kamuya açıklanacak bilgilere zamanında ulaşım;

- a. Orijin ülkedeki yetkili otoriteler, menkul kıymetleri AB finansal piyasalarında işlem gören şirketlerin kamuyu aydınlatma amacıyla açıkladıkları bilgilerin anında kamuya duyurulmasını sağlayacak tedbirleri alırlar.
- b. Menkul kıymetlerin işlem gördüğü ülkenin yetkili otoritesi (orijin ülke dışındakiler), kamuya açıklanacak olan bilgilerin yayınlanma şekli ile ilgili olarak ihraççıya ekstra bir düzenleme getirmemekle birlikte, ihraççıdan aşağıdaki tedbirleri almasını isteyebilir;

- i. Kamuya açıklanacak bilgileri internet sitesinde açıklanması
 - ii. ilgili kişileri ücretsiz ve gecikmesiz olarak uyarılması
 - c. Eğer menkul kıymet sadece orijin ülke dışında işlem görüyorsa (a) paragrafındaki hükümler geçerli olur.
 - d. Finansal piyasalardaki teknolojik gelişmeleri takip ederek (a), (b) ve (c) bentlerinde belirtilen hususların uygulanmasında teknolojik gelişmelerin kullanılmasını sağlamak AB Komisyonu'nun görevidir. AB Komisyonu özellikle;
 - i. İlgili tarafların haberdar edilmesi de dahil olmak üzere ihraççıların internet siteleri vasıtasıyla kamuya açıklayacakları bilgilerin yayınlanması hususunda asgari standartları,
 - ii. Kamuya açıklanacak çeşitli bilgilerin şartlarını ve zaman sınırlarını ve daha önce yayınlanmış olan bilgilerin hangi süreyle kamunun kullanımına açık olacağını,
- belirlemeye yetkilidir. Aynı zamanda Komisyon kamuya yapılacak açıklamaların duyurulacağı basın ve yayın kuruluşlarını belirten bir liste hazırlayabilir ve bu listeyi de değiştirebilme hakkına sahiptir.

- C) Her üye ülkede sermaye piyasasını düzenlemekle görevli olan yetkili otoritelerin performanslarını artırabilmeleri için önemli olan haklara sahip olmaları gereklidir. Düzenleyici otorite;
- a. İhraççılar, onların kontrolleri altında olan diğer kişi ve/veya kuruluşlardan veya onları kontrol eden diğer kişi ve kuruluşlardan bilgi ve döküman isteyebilme,
 - b. Gerekli gördüğü durumlarda şirket yöneticilerinden ve hatta denetçilerden bilgi ve açıklama isteme ve bu bilgilerin kamuya açıklanma süresini belirlemeye
 - c. Bu direktif kapsamında veya bu direktifle uyumlu ulusal kanunlarla belirtilmiş bilgileri ve gerekli olması durumunda daha fazla bilgiyi (a) bendinde belirtilen kişilerden isteyebilme
 - d. İhraççının bu direktif kapsamında veya bu direktifle uyumlu ulusal kanunlarla belirtilmiş bilgileri göndermediği şüphesi oluşursa işlemleri durdurma veya ilgili piyasadan işlemleri tek defada en fazla 10 güne kadar durdurulmasını istemeye,
 - e. İhraççının bu direktif kapsamında veya bu direktifle uyumlu ulusal kanunlarla belirtilmiş düzenlemelere uymadığı veya ihlal edeceği şüphesi oluşursa işlem yapılmasını yasaklayabilmeye,
 - f. İhraççının kamuyu aydınlatma görevini, menkul kıymetin işlem gördüğü üye ülkelerin tümünde zamanında ve herkesin ulaşabileceği şekilde sağlamasını temin etmeye,
 - g. Yükümlülüklerini yerine getirmeyen ihraççıları kamuya duyurabilmeye,

- h. Şirketlerin kamuya açıkladıkları bilgilerin anlaşılabilir, tam ve doğru olup olmadığını denetleyebilme yetkilerine sahip olmalıdır.

Bu Direktifin üye ülkelerde uygulanıp uygulanmadığının denetlenmesinden her üye ülkedeki düzenleyici otoriteler sorumludur.

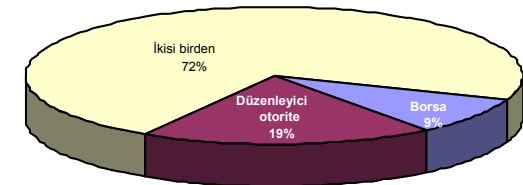
Özet olarak kamuya açıklanacak periyodik bilgiler ve diğer bilgiler yetkili otoriteye gönderilecek ve bu yetki direktifin yürürlüğe girmesini takiben beş yıl sonra, başka bir kuruma devredilemeyecektir. Orta vadede bilginin her üye ülkede tek bir kuruma gönderilmesi gerekecektir. Bu sayede direktifin uygulanması ve üyeler arasındaki uyumun sağlanması kolaylaşacaktır.

2.2. World Federation of Exchanges (WFE)'in Kamuyu Aydınlatma Anketi Sonuçları (2003)

WFE Kasım-2003'de yayınladığı "Kamuyu Aydınlatma Anketi"nin sonuçlarından derlenen bilgiler aşağıda sunulmuştur. "Borsalar" kelimesi ankete cevap veren borsaları ifade etmektedir. Tüm cevaplarda 43 borsanın sonuçları yer almaktadır. Anketin bazı sonuçları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Kamuyu aydınlatma konusunda hem düzenleyici otorite hem de borsalar etkin olmakla birlikte, düzenleyici otoriteler daha ağırlıktadır. Kamuyu aydınlatma politikaları ve uygulamalarının belirlenmesinde rol oynayan taraflar aşağıda gösterilmektedir.

Borsa	4
Düzenleyici otorite	8
İkisi birden	31



Web Kullanımı:

Borsaların %69'u şirketlerden gelen bilgilerin kamuya duyurulmasında gerçek zamanlı sistemleri veya web sitelerini kullanmaktadır. Bu oran 1998 yılındaki ankette %58'dir.

İstisnalar:

Borsaların %84'ünde derhal açıklama yapma kuralının istisnaları mevcuttur. Bu istisnaların çoğunluğu borsalar tarafından değil, düzenleyici otoriteler tarafından konulmaktadır.

Borsaların Rolü:

Ankete cevap veren borsaların %62'si işlem gören şirketlerden gelen bilgilerin kamuya duyurulması sürecinde rol almaktadırlar.

Yaptırımlar:

En yaygın olarak kullanılan yaptırımlar kamuya duyurularak veya duyurulmaksızın verilen kınama, uyarı ve para cezalarıdır.

Borsalar tarafından yaptırım uygulanmasına neden olan olaylar, başlıca, yıllık ve ara dönem raporlarının geç gönderilmesi veya gönderilmemesi, fiyatı etkileyecek bilgilerin eksik, yanıltıcı veya geç gönderilmesi gibidir.

Çoklu Kotasyon:

43 borsanın 35'i birden fazla borsada işlem gören şirketlerden gelecek açıklamaların eş anlı olarak borsanın bulunduğu ülkenin resmi dilinde yapılmasını istemektedir.

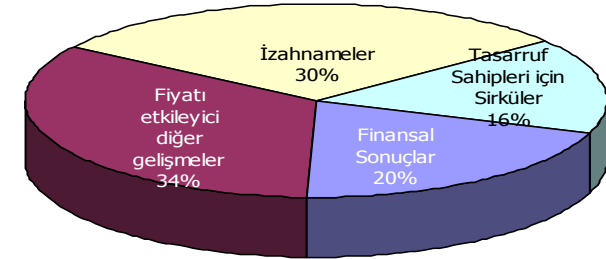
Kamuya açıklanmadan önce kontrol edilen bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir. Borsaların %58'i düzenleyici otoritelerin %65'i kamuya duyurmadan önce en çok izahnameleri kontrol etmektedirler.

Tablo 1: Kamuya Açıklanmadan Önce Kontrol Edilen Bilgiler

	Borsalar		Düzenleyici Otoriteler	
	Borsa Sayısı	Cevap Verenlerin Oranı (%)	Düzenleyici Otorite	Cevap Verenlerin Oranı (%)
İzahnameler	25	58	28	65
Fiyatı Etkileyebilecek Diğer Gelişmeler	19	44	7	16
Tasarruf Sahipleri İçin Sirküler	14	32	9	21
Finansal Sonuçlar	12	28	7	16
Diğer	5	12	3	7

Tablo 2: Borsaların Doğruluğunu Teyit Ettikleri Bilgilerin Dağılımı

	Borsa Sayısı
Finansal Sonuçlar	10
Fiyatı etkileyebilecek diğer gelişmeler	17
İzahnameler	15
Tasarruf Sahipleri için Sirküler	8



Borsa ve düzenleyici otoritelere gönderilen bilgilerin içinde yıllık raporlar, ara dönem raporları, şirket sahipliğindeki değişiklikler, şirket faaliyetleri, fiyatı etkileyebilecek gelişmeler yer almaktadır.

Tablo 3: Borsa ve Düzenleyici Otoritelere Gönderilen Bilgiler

	Borsalara		Düzenleyici Otoritelere	
	Borsa Sayısı	Cevap Verenlerin Oranı (%)	Borsa Sayısı	Cevap Verenlerin Oranı (%)
Ara Dönem Raporları	42	98	27	63
Yıllık Raporlar	43	100	35	81
Şirket Sahipliğindeki Değişiklikler	39	91	30	70
Şirket Faaliyetleri	40	93	21	49
Fiyatı Etkileyebilecek Gelişmeler	42	98	23	53
Diğer	19	44	10	23

Genellikle kamuyu aydınlatma konusunda görülen ihlaller:

- Fiyata duyarlı haberlerin zamanında duyurulmaması,
- Yayınlanan tahmin raporlarının aşırı iyimser olması veya olumsuz bilgilerin gecikmeli yayınlanması,
- Dökümanlarda gerekli tüm bilgilerin olmaması,
- Yıllık ve ara raporların vb. periyodik raporların gecikmeli gönderilmesi veya gönderilmemesi.

İşlem durdurmaya yönelik olarak kamuyu aydınlatma ihalleri ise genellikle aşağıdaki sebeplerdendir;

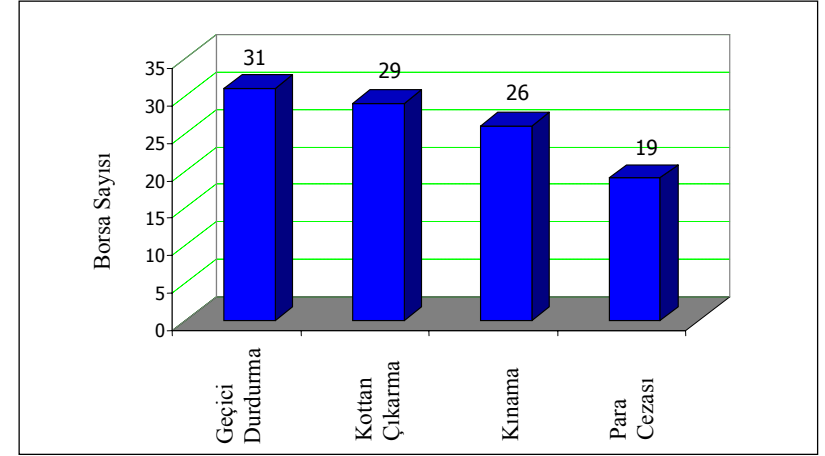
- Yıllık rapor ve ara raporların gecikmeli olarak gönderilmesi veya gönderilmemesi,
- Fiyata duyarlı haberlerin zamanında duyurulmaması,
- Genel kurul kararlarının geç duyurulması.

Kamuyu aydınlatma kurallarının ihlal edilmesi durumunda borsaların uygulayabileceği yaptırımlar aşağıda verilmektedir.

Tablo 4: Kamuyu Aydınlatma Kurallarının İhlal Edilmesi Durumunda Borsaların Uygulayabileceği Yaptırımlar

	Borsa Sayısı	Cevap Verenlerin Oranları (%)
Şirket'in Sorgulanması	36	84
Şirket Hakkında Resmi Soruşturma Açılması	15	35
Disiplin Hükümlerinin Uygulanması	11	26
Şirket Görevlileri	6	14
Şirket Yönetim Kurulu	7	16
Diğer	6	14
Şirket Aleyhine Verilen Cezalar	35	81
Diğer Otoritelere Havale Edilmesi	29	67
Diğer	8	19

Borsalarca Şirket Aleyhine Verilebilecek Cezaların Dağılımı



Yukarıdaki grafik borsaların mevzuatlarında mevcut olan uygulayabilecekleri müeyyideleri göstermektedir. Uygulamada ise çoğunlukla borsaların; kamuya açıklanan veya açıklanmayan uyarı mektupları, kınamalar ve para cezaları verdiği görülmektedir. 2002 yılı içinde sadece 6 borsa kamuyu aydınlatma nedeniyle geçici işlem durdurmaya başlamıştır.

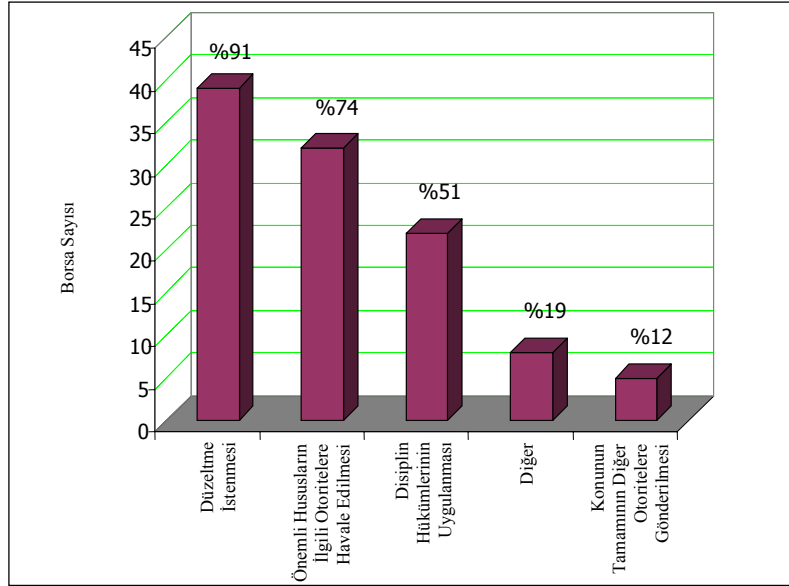
Borsa'nın ana pazarında kote olan yabancı menkul kıymetler yerliler ile aynı kamuyu aydınlatma kurallarına mı tabi?

	Borsa Sayısı	Cevap Verenlerin Oranı (%)
Evet	23	68
Hayır	11	32

Yerli ve yabancı menkul kıymetler için büyük oranda aynı kurallar geçerlidir.

Borsa'nın ana pazarında kote olan yabancı menkul kıymetlere aşağıdaki tabloda yer alan kamuyu aydınlatma kurallarından hangisinde kolaylık sağlanmaktadır?

Şirket duyurularında yanlış, yanıltıcı, eksik bilgi verilmesi durumunda borsa tarafından uygulanan işlemlere bakıldığında en çok yapılan uygulama hatayla ilgili düzeltme istenmesidir (%91). Bir diğer uygulama ise %74 ile önemli hususların ilgili otoriteye havale edilmesidir.



Tablo 5: Borsa'nın Ana Pazarında Kote Olan Yabancı Menkul Kıymetlere İlişkin Kamuyu Aydınlatma Kurallarından Hangisinde Kolaylık Sağlandığına Dair Anket Sonuçları

	Borsa Sayısı	Cevap Verenlerin Oranları (%)
Değişik Muhasebe Standartları	24	71
Değişik Bağımsız Denetim Standartları	20	59
Raporlama Tarihlerinde Esneklik	6	18
Daha Az Detaylı Bilgi	6	18
Sadece Ana Borsaya Raporlama Yükümlülüğü	10	29
Daha Az Dökümantasyon	5	15
Yabancı Dille Bildirime İzin Var mı?	10	29
Diğer	5	15

Borsaların % 71'inde yabancı menkul kıymetlere değişik muhasebe standartları uygulanmaktadır.

Tablo 6: Borsa'nın Web Sitesinde Ücretsiz Olarak Verilen Şirket Bilgileri

	Borsa Sayısı	Cevap Verenlerin Oranları (%)
Şirket Duyuruları	37	86
Yıllık Raporlar	24	56
Ara Dönem Raporları	28	65
Diğer Yasal Bildirimler	19	44
Şirketlerin Web Sitelerine Linkler	29	67
Kamuyu Aydınlatma ve Kotasyon Kuralları Hakkında Bilgi	36	84
Kamuyu Aydınlatma Kurallarının İhlal Edilmesinden Dolayı Verilen Disiplin Cezaları	18	42
Diğer	10	23

Şirket duyuruları, yıllık raporlar, ara dönem raporları vb bilgiler genellikle ücretsiz olarak sunulmaktadır.

Tablo 7: Geçici İşlem Durdurma Uygulamaları

Ülke	Üye Adı	Kurum	Kurum	Kurum	Kurum	Açıklama
ABD	Securities and Exchange Commission	√ düzenleyici otorite	√ borsa	ihraççı	diğer	SEC, ulusal borsalar ve Nasdaq işlem durdurma uygulayabilir.
Almanya	Bundesaufsichtsam für den Wertpapierhandel	düzenleyici otorite	√ borsa	ihraççı	diğer	İşlem durdurmalar genellikle fiyat volatilitésine bağlı olarak ilgili Borsa Yönetim Kurulları'nın belirlediği limitlerin aşılması durumunda, elektronik sistemde otomatik olarak yapılmaktadır.
Avustralya	Australian Securities and Investments Commission (ASIC)	√ düzenleyici otorite	√ borsa	√ ihraççı	√ diğer	ASIC , yatırımcıları korumak açısından gerekli görürse gerekçelerini belirterek yazılı olarak borsadan işlem durdurmasını ister. Borsa bu kararı uygulamazsa ASIC en fazla 21 güne kadar işlemlerin durdurulması yetkisini kullanabilir. Borsa , fiyata duyarlı bilginin duyurulması vb pek çok nedenle işlemleri durdurabilir. İhraççı , fiyatı etkileyebilecek bilginin anında duyurulmadığı gerekçesiyle borsadan işlemleri durdurmasını talep edebilir. Bakan , ASIC işlem durdurma yetkisini kullandığında, ihraççı bu durumun bakana bildirilmesini isteyebilir. Bakan uygun görürse ASIC'ten işlem durdurma kararının iptal edildiğine dair bir kararı ilgili borsaya iletmesini emredebilir.
Brezilya	Brazilian Securities Commission (CVM)	√ düzenleyici otorite	√ borsa	√ ihraççı	diğer	Gerek CVM gerekse borsa kamuya duyurulan bilgi veya ihraççıyla ilgili bir şüphe duyarsa işlemleri durdurabilir. İhraççı , işlemlerin durdurulması için borsaya başvurabilir.
Fransa	Commission des Operations de Bourse (COB)	√ düzenleyici otorite	√ borsa	√ ihraççı	diğer	Düzenleyici otoriteler COB ve CMF , ve borsa , ihraççılar işlem durdurma başlatabilir. Fiyat limitlerine ilişkin işlem durdurma borsa kuralları çerçevesinde borsa tarafından yapılır.
Hong-Kong	Securities and Futures Commission (SFC)	√ düzenleyici otorite	√ borsa	ihraççı	diğer	SFC ve borsa işlem durdurmayı başlatabilir.
İngiltere	Financial Services Authority (FSA)	düzenleyici otorite	√ borsa	ihraççı	diğer	FSA her tür kote menkul kıymete ilişkin olarak kotasyonu durdurabilir. Bu durumda ilgili borsa bu karara uygun olması açısından menkul kıymetin işlemlerini geçici olarak durdurmak durumundadır. Diğer durumlarda geçici işlem durdurmayla ilgili olarak ise borsalar yetkilidir.
İspanya	Comision Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	√ düzenleyici otorite	Borsa	ihraççı	diğer	İşlem durdurmayı sadece CNMV yapabilir. Bu kararı kendi adına, ihraççının isteği üzerine, ilgili piyasanın yöneticilerinin isteği üzerine alabilir.
İsveç	Finans-inspektionen	düzenleyici otorite	√ borsa	ihraççı	diğer	Borsa
İsviçre	Swiss Federal Banking Commission	düzenleyici otorite	√ borsa	ihraççı	diğer	Borsa
İtalya	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa	düzenleyici otorite	√ borsa	ihraççı	diğer	İşlem durdurmayı başlatabilmede, Borsa Italiana S.p.A. (the stock market management company), piyasa yönetim şirketi yetkilidir.

Tablo 7: Geçici İşlem Durdurma Uygulamaları (Devam)

Ülke	Üye Adı	Kurum	Kurum	Kurum	Kurum	Açıklama
Japonya	Financial Services Agency (FSA)	√ düzenleyici otorite	√ borsa	ihraççı	√ diğer	Düzenleyici otorite FSA ile Tokyo Borsası ve diğer borsalar ve JASD gibi öz düzenleyici kurumlar geçici işlem durdurabilir.
Kanada	Commission des valeurs mobilières du Quebec (CVMQ)	√ düzenleyici otorite	√ borsa	√ ihraççı	diğer	Esas olarak, işlem durdurmayı mevcut kamuyu aydınlatma kurallarına aykırı bir durum olduğunda CVMQ yapmaktadır. Bununla birlikte borsa veya ihraççı da işlem durdurmayı başlatabilir.
Kanada	Bourse de Montreal	√ düzenleyici otorite	√ borsa	√ ihraççı	diğer	Düzenleyici otorite, borsa veya şirket işlem durdurmayı başlatabilir.
Kanada	Ontario Securities Commission (OSC)	√ düzenleyici otorite	√ borsa	√ ihraççı	diğer	OSC ve borsa işlem durdurmayı başlatabilir.
Kanada	Toronto Stock Exchange (TSE)	√ düzenleyici otorite	√ borsa	ihraççı	diğer	Çoğunlukla borsa işlem durdurmasına karşılık, OSC 'de işlemleri durdurma emri verebilir.
Malezya	Securities Commission (SC)	düzenleyici otorite	√ borsa	√ ihraççı	diğer	Borsa veya ihraççı işlem durdurma başlatabilir.
Meksika	Comision Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)	√ düzenleyici otorite	√ borsa	√ ihraççı	diğer	CNBV işlem durdurma emri verebilir. Bunun yanısıra, Borsa da resen veya ihraççının talebi üzerine işlem durdurmayı yapabilmektedir.
Singapur	Monetary Authority of Singapore (MAS)	√ düzenleyici otorite	√ borsa	ihraççı	diğer	Gerek MAS gerekse SGX (borsa) işlem durdurmayı başlatabilir.

Not: Tablo, IOSCO raporunda yer alan "İşlem durdurmayı kim başlatabilir" başlıklı soruya verilen cevapları kapsamaktadır.

İşlem durdurmaya yetkili ya da IOSCO anketinde yer alan şekliyle işlem durdurmaya kim başlatabilir* sorusuna verilen cevaplar aşağıdaki şekilde özetlenmiştir.

Şekil 1 : İşlem Durdurmayı Başlatabilenler

Ülke	Düzenleyici otorite	Borsa	İhraççı	Diğer
ABD				
Almanya				
Avustralya				
Brezilya				
Fransa				
Hong-Kong				
İngiltere				
İspanya				
İsveç				
İsviçre				
İtalya				
Japonya				
Kanada				
Malezya				
Meksika				
Singapur				

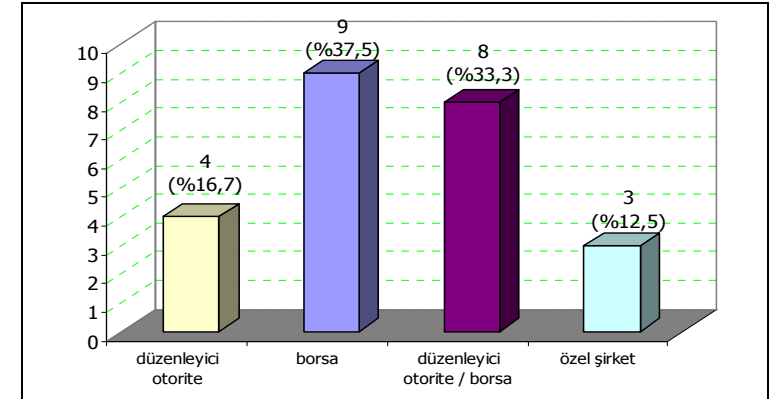
Ankette yer alan 16 ülkenin 10'unda (%62,5) düzenleyici otoriteler işlem durdurmaya başlatabilmektedir. Borsalarda bu oran %93,7'dir. İncelenen 6 ülkede ihraççılar da işlem durdurulması talebiyle borsaya veya düzenleyici otoriteye başvurabilmektedir. Ülkelerin yarısından fazlasında (%56,3) işlem durdurmaya gerek düzenleyici otorite gerekse borsalar başlatabilmektedir.

* IOSCO sorusunun orijinali "who may initiate a trading halt in your jurisdiction (e.g., regulatory body, exchange, etc)?"

III. İMKB Anketi

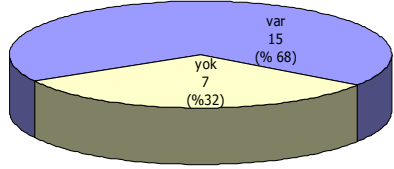
Kamuyu aydınlatma konusunda elektronik sistemlerinin işleyişi, hangi kurumun sorumluluğunda olduğu, haberin hangi kuruma gönderildiği, gönderildikten önce veya sonra kontrol mekanizmalarının neler olduğu, düzenlemelere uyulmaması durumunda verilen cezalar ve geçici işlem durdurma ile emir iptalinin olup olmadığı gibi hususların tespiti amacıyla IOSCO üyesi düzenleyici otoriteler ve borsaya anket gönderilmiştir. Bu kurumlardan gelen cevaplar ışığında derlenen bilgiler aşağıda sunulmuştur. İlk olarak anket çalışmasının sayısallaştırılabilen sorularına verilen cevaplar sunulmuş daha sonra tüm soruların cevapları tablo olarak özetlenmiştir.

Elektronik kamuyu aydınlatma sisteminin işletilmesinden sorumlu kurum hangisidir?



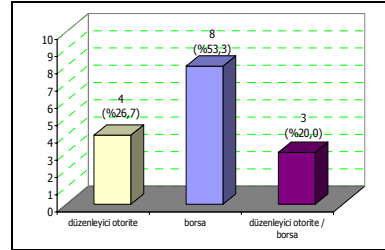
Bu soruya cevap veren toplam 24 ülkede, kamuyu aydınlatma sistemlerinin işletilmesinden düzenleyici otoriteler ve borsalar birlikte (%33) veya borsalar (%37,5) tek başlarına sorumludurlar. 3 ülkede (%12,5) ise özel şirket sorumludur.

Haber kamuya duyurulmadan önce bir kontrol mekanizması var mı?



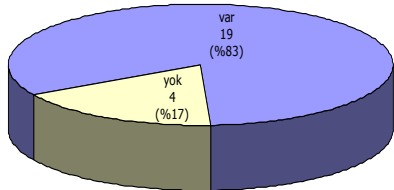
Soruya cevap veren toplam 22 ülkenin 15'inde (%68) haber kamuya duyurulmadan önce bir kontrol mekanizması bulunmaktadır.

Haber kamuya duyurulmadan önce kontrolü hangi kurum yapıyor?



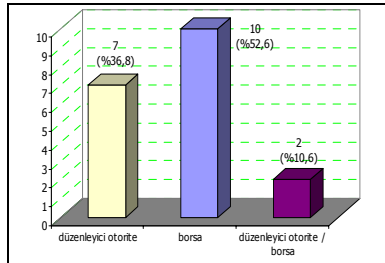
15 ülkenin 8'inde (%53), bu kontrol borsa tarafından yapılırken, %27'sinde düzenleyici otorite tarafından yapılmaktadır. Ülkelerin beşte birinde ise bilgi/haber hem düzenleyici otorite hem de borsa tarafından kontrol edilmektedir.

Haber kamuya duyurulduktan sonra bir kontrol mekanizması var mı?



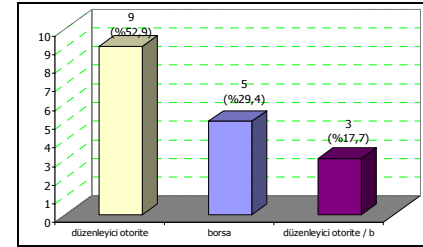
23 ülkenin 19'unda (%83) haber kamuya duyurulduktan sonra kontrol mekanizması bulunmaktadır.

Haber duyurulduktan sonra kontrolü hangi kurum tarafından yapılıyor?



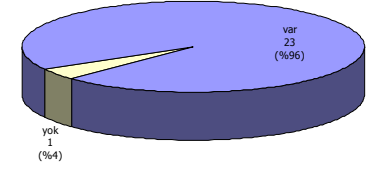
Haberin kamuya duyurulmasından sonraki kontrolünü 7 ülkede (%37) düzenleyici otorite, 10 ülkede (%53) ise borsa yapmaktadır.

Kamuya açıklanan bilginin ilgili kurallara uymaması durumunda cezai yaptırım uygulayan kurum hangisidir?



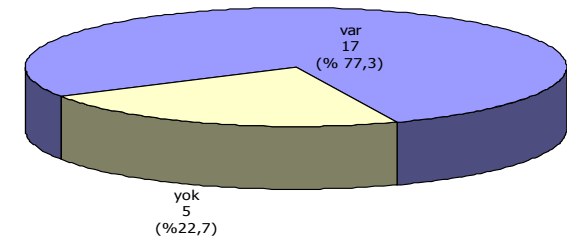
Bilgi veya haberin yanlış, yanıltıcı, eksik, gecikmiş vb. olmasından dolayı uygulanan cezalar büyük oranda (%53) düzenleyici otorite tarafından verilmektedir. (Not: Bu soruda geçici işlem durdurma ceza olarak değerlendirilmemiştir.)

Kamuyu aydınlatma dolayısıyla geçici işlem durdurma var mı?



24 ülkenin çok büyük bir çoğunluğunda (%96) kamuyu aydınlatma dolayısıyla geçici işlem durdurma yapılmaktadır. Yalnızca 1 ülkede bulunmamaktadır.

Geçici işlem durdurmada gerçekleştirilmemiş emirler iptal edilebiliyor mu?



Geçici işlem durdurma sonrasında, 22 ülkenin 17'sinde gerçekleştirilmemiş emirler iptal edilebilmektedir. 5 ülkede (%23) ise emirler iptal edilememektedir.

Tablo 8: Kamuyu Aydınlatma Sistemleri Özet Tablo

Sorumlu kurum	Bilgi gönderme süresi	Yayım öncesi kontrol	Kontrolü yapan kurum	Kontrol /yayım süresi	Yayım sonrası kontrol	Kontrolü yapan kurum	Müeyyideyi uygulayan kurum	Müeyyide türü	Geçici durdurma	Emir iptali	
Almanya-Avusturya	ö.ş	hemen	Var	d.o / b	30 dk	var	d.o	d.o / b	p.c	var	var
Çek	b	v.y	Var	b	bir kaç dk	var	b	d.o / b	v.y	var	var
Euronext	d.o / b	hemen / tercihen seans dışı	Var	d.o	30 dk	var	d.o	d.o	p.c	var	var
Filipinler	d.o / b	10 dk	Var	b	5-10 dk	var	b	b	p.c/ k.ç	var	yok
Finlandiya	b	v.y	Yok	yok	yok	var	b	v.y	v.y	var	var
Hindistan	d.o / b	15 dk	v.y	v.y	v.y	var	b	b	p.c / uyarı	var	var
Hong Kong	b	hemen	Var	b	v.y	yok	yok	d.o / b	uyarı/kınama	var	var
İngiltere	ö.ş	hemen / aynı gün	Var	d.o	0-15 dk	yok	yok	d.o	v.y	var	v.y
İrlanda	b / ö.ş	hemen	Var	b	hemen	yok	yok	v.y	v.y	var	v.y
İspanya	d.o	hemen	Var	d.o	0-15 dk	var	d.o	d.o	v.y	var	var
İsrail	d.o	v.y	Var	d.o	2-20 dk	var	d.o	d.o	v.y	var	var
İsveç	ö.ş	hemen	v.y	v.y	v.y	v.y	v.y	b	p.c/ k.ç	var	var
İsviçre	b	hemen / tercihen seans dışı	Yok	yok	Yok	var	B	b	p.c/ k.ç	var	yok
Japonya	d.o / b	hemen	Var	d.o / b	1-5 dk	var	B	v.y	v.y	var	var
Kolombiya	d.o	hemen	Yok			var	d.o	d.o	v.y	var	yok
Macaristan	b	v.y	Var	b	1 saat	var	B	d.o	v.y	var	var
Norveç	b	hemen	Var	b	5 dk	var	B	b	p.c / uyarı	var	var
Polonya	d.o	hemen / en geç 24 saat	Yok		20 dk	var	d.o / b	v.y	v.y	var	var
Romanya	d.o / b	hemen / en geç 24 saat	Var	d.o / b	bir kaç dakika	var	d.o / b	d.o	p.c	var	var
Slovakya	b	hemen	Var	b	aynı gün	var	d.o	d.o	p.c / lisans iptali	var	yok
Slovenya	b	en kısa sürede	Var	b	en kısa sürede	var	B	v.y	v.y	var	var
Şili	b	v.y	Var	b	en kısa sürede	yok	Yok	v.y	v.y	var	var
Tayvan	d.o / b	aynı gün	Yok	yok	yok	var	b	v.y	v.y	yok	yok
Umman	d.o / b	v.y	Yok	yok	yok	yok	yok	v.y	v.y	var	var
Yunanistan	b	hemen	Yok	yok	yok	var	d.o / b	d.o	p.c	var	v.y
Venezuela	d.o / b	v.y	Yok	yok	yok	var	d.o	d.o	p.c / yön. azli	var	v.y

Kısaltmalar: d.o: düzenleyici otorite, b: borsa, ö.ş: özel şirket, p.c: para cezası, k.ç: kotian çıkarma, v.y: veri yok

Tablo 9: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinin İşleyişi

Borsa Adı	Sistemin Adı	Sistemin Özellikleri ve İşleyişi
Deutsche Borse İsviçre Borsası Avusturya Borsası	DGAP (Deutsche Gesellschaft für Ad hoc-Publizität)	<ul style="list-style-type: none"> Merkezi data sistemi Reuters'in RDS teknolojisine dayalı. Reuters DGAP ortaklarından. Ad hoc kamuyu aydınlatma sistemine gelen haberler belirli bir zaman (borsa düzenlemelerine göre değişimle birlikte genelde 30 dk) içinde DGAP ve sonrasında haber dağıtım ajansları aracılığıyla açıklanmakta. Haberler hiçbir değişiklik yapılmaksızın yayımlanmakta.
Helsinki Borsası	CDS	<ul style="list-style-type: none"> Helsinki Borsası, şirketler tarafından gönderilen haberleri internet yoluyla elektronik şekilde almaktadır. İnternet üzerinden gönderilen bilgiler "secured page" şeklinde güvenlik altında gönderilmektedir. Şirketler tarafından gönderilen haberler, "asc" veya "ans" formatında Borsa'ya gönderilmektedir. İnternet üzerinden şifreli olarak gelen bilgiler Borsa elemanları tarafından tekst formatına dönüştürülerek aynı anda tüm Borsa üyelerine ve veri dağıtım şirketlerine yayımlanmaktadır. Kamuyu aydınlatma işlemleri ile görevli borsa birimi esas itibariyle Hisse Senetleri Piyasası departmanıdır.
Londra Borsası	RIS (Regulatory Information Service)	Kamuya duyurulacak bilgiler ilk olarak FSA tarafından yetkilendirilmiş olan Regulatory Information Services (RIS)'lere gönderilmektedir. 15 Nisan 2002'den sonra bilgi dağıtımı konusunda eskiden tekel konumunda olan Londra Borsası'nın RNS sistemine ek olarak FSA'nın onayladığı RIS sistemindeki Primary Service Provider (PIP)'ler de devreye girmiştir. PIP'ler şirketlerden birinci elden, bilgi toplamaya, almaya yetkili kuruluşlardır. Söz konusu tarihten sonra, RNS de PIP'lerden biri konumuna gelmiştir. RIS kote şirketlerden bilgiyi toplayıp, işleyerek Secondary Information Providers (SIP)'e dağıtmaktadır. SIP'lerle ilgili FSA'nın düzenlemesi bulunmamaktadır.
Oslo Borsası	CD	<ul style="list-style-type: none"> Kamuyu aydınlatma borsa bünyesindeki elektronik bilgi sistemi aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. İhraççı fiyatı etkileyebilecek her tür bilgiyi, şirket faaliyetleriyle ilgili gelişmeleri, temettü, birleşme devralma, sermaye artırımı gibi konuları borsaya bildirmekle yükümlüdür. Şirketlerin kamuyu aydınlatma ilkesine uyup uymadıklarının kontrolü borsa tarafından yapılmaktadır. Bilgilerin açıklaması esas itibariyle "ihraççılar müdürlüğü" (issuers department) tarafından yapılmaktadır.

Tablo 9: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinin İşleyişi (Devamı)

Borsa Adı	Sistemin Adı	Sistemin Özellikleri ve İşleyişi
Kopenhag Borsası	Stock Wise	<ul style="list-style-type: none"> Danimarka Menkul Kıymet İşlemleri Kanunu'na göre, kamuyu aydınlatmak için gerekli bilgi sistemlerinin oluşumunu izlemek Kopenhag Borsası'nı görevlendirir. Kopenhag Borsası'na kote şirketler, fiyata duyarlı tüm bilgiyi Borsa'ya iletmekle yükümlüdür. Borsa, diğer yayın kuruluşlarıyla aynı anda bilgilendirilecektir. Borsa'ya ulaşan bilgiler, Borsa'nın "Stock Wise" bilgi sistemince yayınlanır. Bu sistem, şirketlerin açıklamalarını bir ana sayfada pdf-formatında sunmalarına yarayan bir elektronik raporlama sistemidir. Kopenhag Borsası kote şirketin gönderdiği açıklamayı aldığı anda, yayının gerçekleştiği düşünlür. Borsa açıklamayı, geldiği anda bilgi alıcılarına yayar. Şirket açıklamalarının yayımından, Kotasyon ve Şirket İşleri Bölümü sorumludur.
Avusturya Borsası	DGAP	<ul style="list-style-type: none"> Kamuyu aydınlatma kurallarının uygulanmasında Avusturya Menkul Kıymetler Kurumu yetkilidir. Özel bilgilerin gönderilmesinde Almanca konuşan ülkeler arasında geçerli DGAP sistemi kullanılmaktadır.
New York Borsası		<ul style="list-style-type: none"> NYSE'de kottaki şirketlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüğü kendilerine aittir. Şirketler hisse fiyatları üzerinde etkili olabilecek her türlü bilgiyi ivedi olarak haber ajansları yoluyla kamuya duyurmakla görevlidir. Borsa'nın görevi basın bültenlerinin nasıl duyurulacağını belirlemektir. Basın bültenleri Dow Jones & Co., Reuters, Bloomberg gibi haber ajanlarına geçilmektedir. Ajansların yanısıra, haberlerin Associated Press, Untited Press International, New York veya şirket merkezinin bulunduğu şehirlerdeki gazetelerde yayınlanması da teşvik edilmektedir. Haberlerin bir kopyasının Borsa'ya da fakslanması gerekmektedir. Haber yayınlanmadan en az 10 dakika öncesinde şirketin borsa temsilcisi telefonla aranarak haberdar edilmelidir.

Tablo 9: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinin İşleyişi (Devamı)

Borsa Adı	Sistemin Adı	Sistemin Özellikleri ve İşleyişi
Bovespa (Sao Paulo Borsası)		<ul style="list-style-type: none"> Kamuyu aydınlatma sistemi Mega Bolsa; internet sitesi, terminal ağları ve seans içi işlem bilgilendirme panoları ile bütünleşmektedir. Bunlara ek, günlük ve haftalık bültenler vasıtasıyla şirketler ve piyasadaki işlemler hakkında ayrıntılı bilgiler yayınlanmaktadır. Şirketlerden gelen mali tablo bilgileri, genel kurul toplantıları, kar dağıtımı ile diğer önemli görülen her türlü bilgi Borsa tarafından kamuya duyurulmaktadır. Kamuyu aydınlatma ile ilgili bölüm, "Şirketlerle İlişkiler Bölümü"dür. Bu bölüm, kotasyona alınacak şirketlerin durumunu da incelemektedir. İşlemlerde anormallik hissedildiğinde, Bovespa ilgili şirketlere açıklanması gereken bir durum olup olmadığını sormakta ve gerekli görürse işlemleri bir süreliğine durdurabilmektedir. Fiyat hareketinde ciddi volatilite belirlendiği anlarda ilgili hisse senedine özgü bir geçici müzayede açılmaktadır. Müzayede, söz konusu karar anında, karardan 15 dakika sonrası, 1 saat veya 2 saat sonrası ya da 24 veya 48 saat sonrası başlatılabilir. Müzayedeye karar verilmesi durumunda kamuya ivedilikle duyuru yapılır.
Hong Kong Borsası	ISC	<ul style="list-style-type: none"> Kamuya aydınlatmada şirketlere genel olarak esneklik tanınmıştır. Bu durumda her bir sektör için farklı gerçekleştirilecek durumların değerlendirilmesi yatırımcıların inisiyatifinde kalmaktadır. Dolayısıyla özel durumların duyurulması piyasadaki risk ve getiri koşullarına bağımlı bırakılmaktadır. Kamuyu aydınlatmada belirtilen şartlar dışında zorunluluk bulunmaması nedeniyle dönem içi ortaya çıkan haberlerin duyurulmasında gönüllü olarak uyulması önerilen standartlar bulunmaktadır.
Tayvan Borsası	MOPS	<ul style="list-style-type: none"> Tüm şirket bilgileri Borsa'da yatırımcılara yönelik olarak derlenmektedir. Söz konusu bilgiler aynı zamanda elektronik olarak da iletildiğinden, Borsa incelemesinden sonra yatırımcılara duyurulmaktadır. Borsa'nın beklenmedik piyasa hareketlerine yönelik incelemeleri üç gruptadır. Bunlar, fiyat ve işlem miktarına yönelik gözetim incelemesi, kontrol dışı veya şüpheli haber ve açıklanmamış bilgi durumları için veri inceleme (data vendor division) ve basın medya kanalı ile yatırımcıların yönlendirilmesindeki şüpheli durumlar için halkla ilişkiler bölümüdür. Bu incelemeler doğrultusunda, doğrulama yükümlülüğü burada uygulanmaktadır. Yetki kullanımı bakımından, Borsa'nın geçmiş dönemlere kıyasla daha fazla sorumluluk ve yetki üstlendiği belirtilebilir. Menkul Kıymetler ve Futures Kurulu (SFC) piyasanın yönetilmesine karışmamakta, büyük ölçüde denetçi ve politika geliştirici fonksiyon üstlenmektedir.

Tablo 9: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinin İşleyişi (Devamı)

Borsa Adı	Sistemin Adı	Sistemin Özellikleri ve İşleyişi
Kuala Lumpur Borsası	LIN "Kotasyon Bilgi Ağı" (Listing information Network)	<ul style="list-style-type: none"> Kamuya açıklanan bilgiler 3 grupta toplanabilir; <ul style="list-style-type: none"> şirketlerin kamuyu aydınlatma politikaları: materyal bilgilerin sürekli ve zamanında kamuya duyurulması, Anlık duyurmalar: şirketlerin ani olarak meydana gelen borsaya bildirmekle yükümlü oldukları gelişmeler, Periyodik kamuyu aydınlatma: periyodik olarak bildirilmesi gereken finansal bilgiler (yıllık mali tablolar, periyodik raporlar) Söz konusu bilgiler internet tabanlı olarak çalışan güvenli ve etkin "KLSE Kotasyon Bilgi Ağı" (Listing information Network) aracılığıyla duyurulmaktadır. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirilmesinin denetimi borsanın, Kotasyon Grubu tarafından yapılmaktadır.
Tokyo Borsası	EDINET TDNet (TSE elektronik bilgi dağıtım sistemi)	<ul style="list-style-type: none"> Kote Şirketler Birimi, şirketlerle ilişkileri yürütür. TSE'nin belirlediği kurallar asgari kriterler olup kanunda açıkça belirtilmiş olmasa dahi şirketler ilgili haberleri zamanında açıklamak zorundadır. Açıklama yapmadan önce şirketler bu bilgileri Borsa'ya yollamak durumundadır. Bilgilerin elektronik ortamda borsaya gönderilmesinde TDNet (TSE elektronik bilgi dağıtım sistemi) kullanılmaktadır. Haziran 2001'den itibaren EDINET kullanılmaktadır. Kamuyu aydınlatma sürecinde TSE ile ilişkilerin yürütülmesi amacıyla şirket bilgilerinden sorumlu bir memur atanması gereklidir.
İsrail Borsası	MAGNA	<ul style="list-style-type: none"> Kamuyu aydınlatma esas olarak Menkul Kıymetler Otoritesi'nin sorumluluğundadır. Sistemin özellikleri Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları tablosunda belirtilmiştir.
Avustralya Borsası		Borsada kote edilmiş şirketlerde oluşan ve menkul kıymet değerlerini veya yatırımcı kararlarını etkileyebilecek bilgiler, Şirketler Kanunu gereği, kote şirketler tarafından borsanın Şirket Duyuruları Ofisi'ne faksla gönderilmek zorundaydı. 2000 yılından itibaren ASX Online'nın internet sitesi üzerinden duyurular elektronik olarak yapılmaktadır.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayınlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
ABD (EDGAR)	(EDGAR)	EDGAR ana yapısı itibarıyla standart formlara dayanmaktadır. SEC'e herhangi bir şekilde başvuracak olanlar "EDGAR Filer" adı verilen araçları vasıtasıyla bu başvurularını standart formlarla yapmaktadır. Bu formların tamamı ABD sermaye piyasası mevzuatı uyarınca ilgili taraflardan istenen bilgilerden oluşmaktadır.	SEC her dosyalayıcı şirkete Edgarlink adı verilen özel bir yazılım sağlar. Bu yazılım SEC'e gönderilecek olan ASCII dosyasında, dosyalayıcıların (filer) bilgiyi kontrol edebilmesini ve SEC'e göndermesini sağlar. Gelen dökümanlar bu alt sistem tarafından değişik format isteklerine göre elektronik olarak incelenir. Bütün format istekleri karşılandığında döküman dosya olarak kabul edilir ve anında SEC çalışanlarının ve halka açıklanacak bir döküman ise halkın kullanımına sunulur.	SEC, ulusal borsalar ve Nasdaq işlem durdurma uygulayabilir.
ABD (NASDAQ)	---	Nasdaq'da şirketlerin yükümlülüğü bilgileri yatırımcılardan ve finansal kuruluşlardan önce Stock Watch'a göndermesidir. Şirketler tarafından internet üzerinden gönderilen bilgilerin aynı zamanda diğer geleneksel yöntemlerden biri ile de ulaştırılması gerekir. Bilgilerin internet üzerinden yayınlanmasından önce aynı bilginin geleneksel yollardan biri geçilmiş veya alınmış olması istenmektedir.	Stock Watch'un, şirketin gönderdiği bilgileri onaylama ve onaylamama fonksiyonu yoktur. Şirketlerin Borsaya gönderecekleri haberler kendi sorumlulukları altındadır.	Stock Watch, şirketlerle ilgili haberleri sürekli gözden geçirerek, haberlerle ilgili piyasaya duyurulmamış bir hususun olması halinde işlemleri geçici olarak durdurabilir. Durdurma işlem saatleri boyunca, seans öncesi veya sonrası olabilir.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayınlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
ABD (New York Borsası)	---	NYSE kurallarına göre basın bültenleri DJ & Co., Reuters, Bloomberg adlı haber ajanslarına ivedi olarak geçilmek zorundadır. Şirketler hisse senedinin fiyatını etkileyecek her hangi bir basın bildirisini kamuya duyurmadan en az 10 dakika önce NYSE'deki borsa temsilcisini arayarak haberdar etmelidir. Hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek duyuruların bir kopyasının NYSE'ye fakslanması gerekir.	Her şirketin borsada, kamuyu aydınlatma konusunda ulaşacağı bir müşteri temsilcisi mevcuttur. Kamuyu aydınlatmadan önce şirketler müşteri temsilcilerini aradıkları gibi, hisse senedinde olağandışı hareketler söz konusu olduğunda müşteri temsilcisi şirketteki muhatabını arayarak dışarıya sızmış olabilecek ve menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek nitelikte bilginin var olup olmadığını sorar.	Dışarıya sızmış olabilecek bir bilgi mevcutsa, müşteri temsilcisi şirketten bu bilgiyi bir basın bülteni olarak hemen yayınlamasını aksi takdirde söz konusu hisse senedinin işlemlerinin geçici olarak durdurulacağını bildirir.
Almanya Avusturya	DGAP (Deutsche Gesellschaft für Ad hoc-Publizität)	Haber ihraççıdan geldiği gibi sistemde yer alır. Ancak yayınlanmadan önce düzenleyici otorite ve Borsa'ya gelmektedir. Hem borsa hem de düzenleyici kurum bilgi almakta ve kamuya duyurulmadan önce geçici işlem durdurma durumu olup olmadığı incelenmektedir.	Düzenleyici otorite (ad hoc) haberin doğruluğunu veya uygunluğunu kontrol etmektedir. Haber geldikten sonra en geç 30 dakika içinde yayınlanır.	Seans saatleri içinde gelirse borsa işlem durdurma kararı verebilir. Kamunun aydınlatılması nedeniyle yapılan geçici işlem durdurmalarda gerçekleşmemiş emirler otomatik olarak iptal edilmekte ve işlem sırası açıldığında yeniden girilmek zorundadır.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayımlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
Avustralya	---	2000 yılından önce, borsada kote edilmiş şirketlerde oluşan ve menkul kıymet değerlerini veya yatırımcı kararlarını etkileyebilecek bilgiler, Şirketler Kanunu gereği, kote şirketler tarafından ASX'in Şirket Duyuruları Ofisi'ne faksla gönderilmek zorundaydı. Ofis bu bilgileri elektronik ortamda kaydeder, kamuya yaymakta ve saklamaktaydı. 2000 yılından sonra ASX, Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırımlar Komisyonu (ASIC)'nin danışmanlığında, şirket duyurularının kote şirketler tarafından güvenli bir extranet yoluyla elektronik olarak ASX Şirket Duyuruları Ofisi'ne ulaştırılacağı bir sistem geliştirmiştir.	2000 yılından önce şirket açıklamalarının özetleri 20 dakikalık gecikmeyle, ASX web sitesine yazılmaktaydı. 2000 yılından itibaren ASX Online'nın internet sitesi üzerinden duyurular elektronik olarak yapılmaktadır.	ASIC, yatırımcıları korumak açısından gerekli görürse gerekçelerini belirterek yazılı olarak borsadan işlem durdurmasını ister. Borsa bu kararı uygulamazsa ASIC en fazla 21 güne kadar işlemlerin durdurulması yetkisini kullanabilir. Borsa, fiyata duyarlı bilginin duyurulması vb pek çok nedenle işlemleri durdurabilir. İhraççı, fiyatı etkileyebilecek bilginin anında duyurulmadığı gerekçesiyle borsadan işlemleri durdurmasını talep edebilir.
Brezilya	---	Şirketlerden gelen mali tablo bilgileri, genel kurul toplantıları, kar dağıtımı ile diğer önemli görülen her türlü bilgi Borsa tarafından kamuya duyurulmaktadır. Bovespa'nın kamuyu aydınlatma ile ilgili bölümü, Şirketlerle İlişkiler Bölümü'dür.	Brezilya Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (CVM), şirketlerin zorunlu olarak kamuya duyuracakları bilgileri belirlemektedir.	Gerek CVM gerekse borsa kamuya duyurulan bilgi veya ihraççıyla ilgili bir şüphe duyarsa işlemleri durdurabilir. İhraççı, işlemlerin durdurulması için borsaya başvurabilir.
Çek Cum	---	Gelen bilgiler kamuya açıklanmadan önce kotasyon birimi elemanları tarafından kontrol edilmektedir.	Kotasyon birimi işlemleri ve veri dağıtım firmalarını gerçek zamanlı olarak izleyerek kamuyu aydınlatma kurallarına uyulup uyulmadığını kontrol etmektedir. Haber geldikten sonra birkaç dakika içinde yayımlanır.	PSE, piyasa katılımcılarının tümünün önemli bir bilgiyi aynı zamanda edinmediğinden şüphelendiği durumlarda işlemleri geçici olarak durdurabilmektedir. Bu durumda PSE üyeleri emirlerini iptal edebilirler.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayımlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
Danimarka	Stock Wise	Kopenhag Borsası'na kote şirketler, fiyata duyarlı tüm bilgiyi Borsa'ya iletmekle yükümlüdür. Ayrıca Borsa, diğer yayın kuruluşlarıyla aynı anda bilgilendirilebilir. Borsa'ya ulaşan bilgiler, Borsa'nın "Stock Wise" isimli bilgi sisteminde yayımlanır.	Kopenhag Borsası kote şirketin gönderdiği açıklamayı aldığı anda, yayımın gerçekleştiği düşünülür. Borsa açıklamayı, geldiği anda bilgi alıcılarına iletmektedir.	v.y
Euronext (Fransa, Hollanda, Belçika, Portekiz)	Club Euronext	Kamuyu aydınlatma sisteminde yetki, düzenleyici otoritede bulunmakta, borsalar sadece haberin duyurulmasında rol oynamaktadır. Borsaların ilgili bölümü bilgiyi veri dağıtım firmalarına ve www.euronext.com web sitesine göndermektedir.	Haberin içeriğinin ve piyasaya etkisinin kontrolünü düzenleyici otorite yapmaktadır. Haber geldikten sonra en geç 30 dakika içinde yayımlanır.	Emirlerin iptal edilmesi mümkündür.
Filipinler	OdiSy	Bilgiler ilk olarak borsaya gelmekte ve kamuya duyurulmasını borsa tarafından yapılmaktadır. Bilgi geldiği zaman borsanın kamuyu aydınlatma dosyalarına kaydedilir. Herhangi bir düzeltme gerekmiyorsa anında borsanın web sitesine konulur.	Kamuyu aydınlatma kurallarına uyulmaması durumunda borsanın kotasyon ve kamuyu aydınlatma kuralları çerçevesinde yaptırımlar ve para cezaları uygulanabilir. Bunun dışında borsa geçici işlem durdurma ve kottan çıkarma cezaları verebilmektedir. Haber geldikten sonra 5-10 dakika içinde yayımlanır.	İşlem günü içinde genel kural olarak emirler iptal edilemediği için işlem durdurular genellikle piyasa açılmadan önce yapılmaktadır.
Finlandiya	CDS (Company Disclosure System)	Genel uygulama, şirketten gelen bilgilerin doğrudan kamuya açıklanması şeklindedir. Kamuyu aydınlatma işlemleri ile görevli iki borsa birimi hisse senetleri piyasası "operations" ve gözetim "surveillance" departmanlarıdır.	Gözetim bölümü kamuya açıklanan bilgiyi okuduktan sonra gerekli olduğu durumda daha fazla bilgi talep edebilir. İhraççı kamuyu aydınlatmayla ilgili yükümlülüklerini yerine getirmezse disiplin kuruluna iletilmektedir.	Geçici İşlem durdurma, çoklu-kotasyon nedeniyle nadiren kullanılmaktadır. Emirler her zaman (geçici işlem durdurma da dahil) iptal edilebilmektedir. Yeni emir girişi ve mevcut emirde iyileştirme yapılamamaktadır.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayımlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
Güney Kore	DART, KIND	Kamuyu aydınlatma bilgileri halka 3 yöntem ile açıklanmaktadır. 1.bilgilerin doğrudan şirketler tarafından FSC (düzenleyici otorite) ile Kore Borsası'nın elektronik sistemi aracılığı ile halka açıklanması; 2. şirketler adına Kore Borsası tarafından dolaylı olarak halka açıklanması; ve 3. Borsası tarafından talep edildiği takdirde şirket tarafından FSC ile Kore Borsası'nın elektronik sistemi aracılığı ile halka açıklanmasıdır.	Şirketler tarafından halka doğrudan duyurulacak bilgiler DART ve KIND aracılığı ile açıklanmaktadır. DART sistemine iletilen şirket haberleri, aynı anda Borsası'nın KIND sistemine de iletilmektedir. Kore Borsası tarafından kontrol edildikten sonra teyit edilen şirket haberleri KIND ve DART sistemleri aracılığı ile halka açıklanmaktadır.	Bilginin yanlış, yanıltıcı olması durumlarında borsa tarafından alınan tedbirler; hisse senetleri işlemlerinin geçici olarak bir gün için durdurulması, bilgilerin doğru olmadığı hususunun halka açıklanması, içeriden öğrenenlerin ticareti kuşkusu bulunmakta ise FSC'ye bildirilmesidir.
Hindistan	EDIFAR	Önemli bir konu şirket yönetim kurulunda tartışılmış ve karara bağlanmışsa, bilgi toplantının bitiminden sonra 15 dakika içinde telefon, faks, e-mail vb bir yolla ilgili borsaya iletilmek zorundadır. Fiyata etki edebilecek diğer bilgiler olduğu anda borsaya bildirilir. Mevcut uygulamada şirketlerin EDIFAR sistemine doğrudan ulaşarak bilgi girme durumu yoktur. Ancak sistemin bu şekilde getirilmesine ilişkin çalışmalar devam etmektedir.	Borsada, bilginin kamuyu duyurulmasından önce ve sonra olan fiyat hareketlerini izleyen bir sistem bulunmaktadır. Olağandışı fiyat hareketleri durumunda içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığından şüphe ediliyorsa Gözetim Birimi ilgili menkul kıymeti inceler. Sonuçta bulgulara göre borsa ilgili cezayı verebilir veya bulguları SEBI'ye gönderir. SEBI'de bulunan Gözetim Birimi de fiyat hareketlerini yakından izlemekte ve denetlemektedir.	Kotasyon kurallarına uyulmaması, kotasyon ücretinin uzun bir süre ödenmemesi, fiyata etki edebilecek bilginin zamanında yayınlanmamasının yanı sıra şirketin sermaye azaltımı, yeni düzenleme, anlaşma yapması vb, önemli bir karar alması durumunda ilgili borsa işlem durdurma yapabilmektedir. Gerçekleşmeyen emirler her zaman iptal edilebilir.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayımlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
Hong Kong	ISC	Bilgiler kategorilere ayrılmakta ve bazıları ISC'ye doğrudan gönderilebilirken, bazı bilgilerin yayınlanmadan önce borsa kotasyon birimi tarafından incelenmesi gerekmektedir.	Bilginin kamuya duyurulmasından sonra herhangi bir kontrol bulunmamaktadır. Bununla birlikte bilginin yanlış, eksik, yanıltıcı olduğunun tespit edilmesi durumunda borsanın disiplin cezaları uygulanmaktadır. Borsanın cezaları ihtar ve kınama şeklinde olmaktadır.	İhraççıların başvurusu veya borsanın gerekli görmesi durumunda işlemler durdurulabilir. Gerçekleşmeyen emirler iptal edilebilmektedir.
İngiltere	RIS (Regulatory Information Service)	Kamuya duyurulacak bilgiler ilk olarak FSA tarafından yetkilendirilmiş olan RIS'lere gönderilmektedir.	Bilgilerin yatırımcılara duyurulmasında "İkincil Bilgi Sağlayıcıları" SIP) rol oynamaktadır. Bunlarla ilgili FSA tarafından düzenleme yapılmamıştır.	İhraççı borsaya başvuruda bulunabilmektedir. Bunun dışında borsa gerekli gördüğü durumlarda geçici işlem durdurma yapabilmektedir.
İrlanda	---	Tüm kote şirketler fiyata duyarlı haberleri borsanın "Şirket Duyuru Birimi"ne (Company Announcement Office-CAO) bildirmek zorundadır. CAO bilgilerin piyasaya duyurulmasında Lonrda Borsası'nın RNS sistemini kullanmaktadır.	Bilgiler doğrudan CAO'ya veya alternatif olarak RIS'e gönderilebilmektedir. Bu bilgiler anında kamuya duyurulmaktadır.	Piyasanın adil işleyişi konusunda şüphe olursa borsa işlemleri geçici olarak durdurabilmektedir.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayımlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
İspanya	---	Düzenleyici otorite olan CNMV tarafından işletilen bir elektronik sistem kullanılmaktadır. Haber yayınlanmadan önce CNMV tarafından kontrol edilmektedir.	Haber yayımlandıktan sonra kontrol yapılmaktadır. Fiyata etki edebilecek haberin anında gönderilmesi gerekmektedir. Bu tür bir haber mesai saatleri dışında ve hafta sonları da gönderilebilmektedir. Haber gecikmiş, yanıltıcı, eksik veya yanlış olması durumunda gerekli ceza veya düzeltme talep etme düzenleyici otoritenin yetkisindedir. Haber geldikten sonra en geç 15 dakika içinde yayınlanır.	İşlemleri durdurma yetkisi esasen düzenleyici otoritededir. Borsa veya ihraççı CNMV'ye işlemlerin durdurulmasını talep edebilir. İşlem durdurmaya genellikle ihraççının işlerinde önemli bir değişime olduğunda fiyata etki edebilecek haberin kamuya duyurulması vb durumlarda başvurulmaktadır. Gerçekleşmemiş emirler işlem kurallarına bağlı olarak iptal edilebilir.
İsrail	MAGNA	Düzenleyici otorite olan ISA kamuyu aydınlatma konusunda MAGNA adında bir sistem işletmektedir. Sistemden ISA sorumludur. ISA elektronik kamuyu aydınlatmanın yanı sıra gerekli gördüğü takdirde şirketlerden ek bilgi isteyebilme yetkisine sahiptir.	ISA, raporlar elektronik olarak doldurulup Magna'da yayımlandıktan sonra bunları gözden geçirmekle, gerekiyorsa düzeltme veya doğrulama istemekle yetkili ve görevlidir. Haber geldikten sonra 2-20 dakika içinde yayınlanır.	TASE fiyata duyarlı haberin zamanında raporlanmaması durumunda kısa bir süre için geçici işlem durdurma yapabilmektedir. Bu durumda ISA yanlış veya eksik bilginin düzeltilmesini isteyebilir. Gerçekleşmemiş emirler iptal edilebilmektedir.
İsviçre	yok	Kamuyu aydınlatma duyuruları aynı zamanda FBC'ye gönderilmektedir. Seans saatleri içinde ise, haber kamuya duyurulmadan en az 90 dakika öncesinde borsaya bildirilmelidir.	Bilginin kamuya duyurulmasından sonraki denetimler SWX tarafından yapılmaktadır. Bilginin yanlış olması durumunda Borsa kanununda belirtilen cezalar uygulanmaktadır. Haber mümkün olan en kısa sürede, seans içinde gelmişse en geç 90 dakika içinde yayınlanır.	İhraççının başvurusu veya borsanın gerekli gördüğü durumlarda işlemler durdurulmaktadır.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayımlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
İtalya	NIS (Network Information Service)	NIS sistemine işlem saatleri içinde gelen bir haber en geç 15 dakika içinde haber ajanslarına ulaştırılarak kamuya açıklanmak zorundadır.	NIS'e gelen bilgilerin kaydı ve korunması borsanın sorumluluğundadır. Haber geldikten sonra en geç 15 dakika içinde yayınlanır.	Gerekli durumlarda geçici işlem durdurma borsa tarafından yapılmaktadır.
Japonya	EDINET, TDnet	EDINET'te düzenli finansal bilgiler ve diğer bilgiler yer alırken, TDnet şirket veya grup şirketlerine ait, yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek kararlar, olaylar, finansal değişim ve gelişmeler, önemli yatırım kararları vb. bilgileri içermektedir.	Şirket kamuyu açıklanmış bir bildiğe hata, eksik veya düzeltme duya düzeltme geciktirmeksizin düzeltmeyi yapmalıdır. Kamuyu aydınlatma sürecinde TSE ile ilişkilerin yürütülmesi amacıyla şirket bilgilerinden sorumlu bir memur atanması gereklidir.	Borsa kamuyu aydınlatmayla ilgili olarak; yatırımcı kararlarını etkileyebilecek önemli bir şirket haberinde belirsizlik durumunda veya haberin yayınlanmasına karar verilene kadar işlemleri durdurabilmektedir. Bunun dışında bilgisayar sisteminde bir aksaklık olması veya piyasada anomaliler olması durumlarında da bu yetkisini kullanmaktadır.
Kanada	SEDAR	İhraççı şirketler tarafından haber gönderimi ve zamanlaması ile ilgilenen esas bölüm Piyasa Gözetim departmanıdır (Market Surveillance). Ancak bu departmanın yanı sıra Company Regulation; Company Reporting; Regulatory and Market Policy ve Market Data departmanları da kamuyu aydınlatma ile bağlantılı konularla görevlidir. Fakat "material information" niteliğindeki ve hisse senedinin fiyatını ve şirketin piyasa değerini etkileyebilen bilgilerin izlenmesi ile görevli birim Piyasa Gözetim departmanıdır.	Piyasa Gözetim Departmanı menkul kıymet işlemlerini sürekli izleyerek önemli derecede olağandışı bir piyasa hareketi görüldüğünde, bunun belirli bir nedeni olmadığına sonucuna varırsa derhal şirket yönetimi ile bağlantılı kuru ve şirketten kamuya açıklanmamış yeni bir gelişme olmadığını duymasını isteyebilir. Borsa kotundaki şirketlere ilişkin yıllık mali tablolar, prospektüsler ve benzeri resmi dokümanlar CDS tarafından işletilen SEDAR sisteminde yer almaktadır.	Duyuru yapılmadan önce, şirket yetkililerinin başvurusu üzerine, "material change" niteliğinde bir gelişme olması durumunda, beklenmeyen bir fiyat hareketi tespit edildiğinde veya kamu yararı görüldüğünde işlemler durdurulabilir. İşlem durdurma kararını borsa veya kamu yararı gördüğü takdirde düzenleyici otorite (OSC) verebilir.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayımlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
Kolombiya	RNNI	Kamuyu aydınlatmada düzenleyici otorite konumundaki Supervalores tarafından oluşturulmuş RNNI isimli sistem kullanılmaktadır. Sistemin işletilmesinde de bu kurum sorumludur. Aracı, ihraççılar ve şirketler sisteme doğrudan veri girişi yapabilmektedir. Dolayısıyla bu aşamada herhangi bir kontrol mekanizması bulunmamaktadır.	Bilgi yayımlandıktan sonra da herhangi bir kontrol mekanizması bulunmamakla birlikte Supervalores bilginin zamanında girilip girilmediğini araştırır. Girilen bilgilerin doğruluğundan doğrudan şirketler sorumludur. Cezai yaptırımları düzenleyici kurum uygulamaktadır.	Hisse fiyatının değişiminin %10'dan fazla olması durumunda borsa hisse senedi işlemlerini, şirketten bir haber gelene kadar geçici olarak durdurmaktadır.
Macaristan	---	Borsaya ilişkin sistemde değişiklik yapılmak üzeredir. Mevcut sistemde şifre korumalı e-mail yoluyla bilgiler ilk olarak borsaya gönderilmektedir. Bu bilgiler borsanın kontrolünden sonra internet sitesine aktarılmaktadır.	Temel olarak "Macar Finansal Denetim Otoritesi" inceleme ve gerekli cezayı vermeye yetkili otoritedir. Haber geldikten sonra en geç 1 saat içinde yayımlanır.	İşlem saatleri içinde fiyatı etkileyebilecek her hangi önemli bir haberin yayınlanması aşamasında işlem durdurma yapılmaktadır.
Norveç	CD	Fiyata duyarlı haber niteliğindeki bilginin en kısa zamanda borsaya iletilmesi gerekir. Haberin borsaya gelmesi ve yayınlanması arasında en fazla 5 dakika olabilmektedir.	Bilginin doğru ve zamanında borsaya iletilmesinden şirket sorumludur. Aksi halde borsanın gözetim ve kotasyon birimleri ilgili cezai yaptırımları uygular. Cezalar genellikle ek para cezası olmakla birlikte, kamuya açıklanan uyarı cezası da verilmektedir. Haber geldikten sonra 5 dakika içinde yayımlanır.	Bilgilerin işlem durdurmayı gerektirip gerektirmediğine borsa karar verir. Gelen bilgi fiyatı etkileyebilecek nitelikte ise geçici durdurma kararı verilmektedir. Yeni emir ilave edilmesi veya emir iyileştirmesi yapılamazken, emir iptali gerçekleştirilebilmektedir.
Polonya	EMITENT	Herhangi bir kontrol yapılmamaktadır. Şirketler sisteme doğrudan ulaşarak bilgileri girmektedir. Bununla birlikte fiyata etki edebilecek bilgiler kamuya duyurulmadan önce ilk olarak düzenleyici otoriteye ve Borsa'ya gönderilmektedir.	Düzenleyici otorite yatırımcıların zarar görmesini engellemek için kamuyu aydınlatma bilgilerini incelemekle sorumludur. Haber geldikten sonra en geç 20 dakika içinde yayımlanır.	Genellikle fiyata etki edebilecek bilgilerin seans süresi dışında gönderilmesi beklenmektedir. Bununla birlikte seans içinde bu tür bir bilgi gelirse işlemler borsa tarafından geçici olarak durdurulabilmektedir. Emirler otomatik olarak iptal edilmemekte ancak yatırımcı tarafından iptal edilebilmektedir.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayımlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
Romanya	---	En önemli değişikliklerden biri Romanya'nın mevcut düzenlemelerini AB Direktifleri doğrultusunda değiştirmek üzeredir. Yeni kanun 2004 sonunda yürürlüğe girecektir. Bu kanunda düzenleyici otorite (RNSC)'nin yetkileri artırılmaktadır. Son dönemde RNSC piyasayı izleme ve gözetim görevini daha iyi yapabilmek için borsa terminaline bağlı bir "Elektronik Gözetim Sistemi" kullanmaya başlamıştır.	Haberlerin önceden sızmasına bağlı olarak olağandışı fiyat hareketleri gerçekleştiği takdirde borsa gerekli önlemleri almaktadır. Mali tablolara ilişkin düzenlemelere uyulmaması durumlarında RNSC ihraççının ödenmiş sermayesinin %0,5-5'i arasında değişen para cezaları verilebilmektedir.	Haber sızması şüphesi varsa RNSC işlemleri durdurabilmektedir. Bunun dışında kotasyon ve kamuyu aydınlatma kurallarının ihlali halinde borsa da işlem durdurabilmektedir. Gerçekleşmemiş emirler her zaman iptal edilebilmektedir.
Romanya		Mevcut sistemde kamuyu aydınlatma sisteminde gerek RNSC gerekse borsa (BSE) rol oynamaktadır. Her iki kurumun düzenlemeleri olması dolayısıyla bu kurumlar sistemin işletilmesinden sorumludur. Mevcut sistemde, şirket hakkında önemli bir gelişme olduğunda bilgi en geç 24 saat içinde borsaya gönderilmek zorundadır. Borsa gerekli görürse değişiklik veya düzeltme isteyebilir. Mali tablolar RNSC'ye gönderildiği için bu kurum ek bilgi ve belge isteyebilir. Elektronik sistemde bilginin borsaya gelmesi ve kamuya duyurulması arasında çok kısa bir süre bulunmaktadır. Borsa bilgiyi haber ajanslarına, finansal yatırım şirketlerine dağıtmaktadır.		

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayımlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
Slovakya	IRIS	Şirketler sisteme bilgiyi doğrudan girebilmesine karşılık bilginin doğruluğunun kontrolünün kotasyon birimi tarafından yapılmasının ardından BSSE tarafından kamuya duyurulmaktadır.	Bilgi kamuya açıklandıktan sonra ise Finansal Piyasalar Otoritesi (FMA) bilginin kontrolünden sorumludur.	Bilginin yanıltıcı, yanlış ve eksik olması durumlarında borsa sadece geçici işlem durdurma yetkisine sahiptir. Bunun dışındaki cezaları FMA verebilmektedir. Emirler işlem sisteminde bir gün boyunca depolanmaktadır. Bu nedenle geçici işlem durdurma ve yeniden işleme başlama aynı gün içerisinde ise emirler iptal edilmeksizin gerçekleşmektedir.
Slovenya	Seonet	İhraççılar kamuya açıklanacak fiyata etkisi olan haberleri SEOnet'te bulunan formları doldurarak borsaya göndermektedirler.	Bilginin yayınlanmasından sonra borsa gelen tüm bilgilerin yayınlanıp yayınlanmadığını kontrol etmektedir. Bu durumda ihraççı sadece bilginin içeriğinden sorumludur. Borsa bilginin güvenilir, kesin, doğruluğundan sorumlu değildir.	Borsa yönetim kurulu yatırımcı haklarının korunması amacıyla en fazla 10 güne kadar geçici işlem durdurma yetkisine sahiptir. Aracı kurumlar geçici işlem durdurmada müşteri onayı alarak emirlerini iptal edebilmektedirler.
Tayvan	MOPS	Kote şirketler duyurulan doğrudan söz konusu sistemin internet sitesine yapabilmektedir. Bunların doğruluğunun sorumluluğu şirketlere ait olmakta ve bu aşamada bir kontrol mekanizması bulunmamaktadır. Borsanın belirlediği zaman çizelgelerine uyulma zorunluluğu vardır.	Diğer tüm bilgiler içerik ve açıklamalarıyla birlikte, haberin oluştuğu an ile ertesi iş günü seans başlamadan önce internete konulmalıdır. Kotasyon ve Piyasa Gözetim Birimi fiyata duyarlı haberler ve olağandışı fiyat hareketlerini izlemekle görevlidir.	Mevcut durumda fiyata duyarlı haber dolayısıyla geçici işlem durdurma yapılmamaktadır.

Tablo 10: Kamuyu Aydınlatma Sistemlerinde Kontrol Mekanizmaları (Devam)

Ülke	Elektronik Sistemin Adı	Haber yayınlanmadan önceki aşamalar ve kontrol mekanizması	Haber yayımlandıktan sonraki aşamalar ve kontrol mekanizması	Geçici işlem durdurma ve emir iptali
Venezuela	SIBE	Menkul Kıymetler Kanunu'nun ilgili maddesi gereğince, halka açık şirketler fiyatı etkileyebilecek gelişmeleri anında sisteme göndermek zorundadır. Bu aşamada herhangi bir kontrol mekanizması bulunmamaktadır.	Düzenleyici otorite piyasalarda şeffaflığı sağlamakla ilgili düzenlemelerin yapılmasından, uygulanmasından ve kontrolünden sorumludur. Şirketler kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini tam olarak yerine getirmek için hazırladıkları bildirimleri aynı zamanda medyaya ve ilgili borsaya göndermektedirler. SIBE'ye girilen bilgiler ve ilgili menkul kıymet işlemleri düzenleyici otorite tarafından anlık olarak izlenmektedir.	Fiyat hareketleri %20 oranından fazla aşağı veya yukarı olması durumunda işlemler düzenleyici otorite tarafından durdurulmaktadır. İşlemler NSC tarafından yapılan ilk inceleme sonuçlanana kadar başlatılmamaktadır.
Yunanistan	HERMES	İhraççılar elektronik sisteme doğrudan bilgi gönderebilmektedir. Şirket duyurularının ertesi günü borsa "Günlük Resmi Listesi'nde" (Daily Official List) yer alabilmesi için işlem saati sonrasında borsaya hem faks olarak hem de elektronik olarak gönderilmesi istenilmektedir. Şirketlerin bilgileri gecikme olmadan bildirmesi, elektronik sisteme bilgi girildiğinde aynı bilgiyi kamuya da duyurması gereklidir. Kamuya duyurma elektronik veri, veri dağıtım şirketleri, borsanın ve şirketlerin yazılı medyası vb araçlarla yapılmaktadır. Bu konudaki sorumluluk şirketlere aittir.	Bilginin gecikmiş, eksik, yanlış, yanıltıcı olması durumlarında ceza verme yetkisi SPK'ya aittir. Şirkete, yönetim kurulu üyelerine verilebilen cezalar, bazı durumlarda (madde 4-5) 3000 €-586940 € arasında değişmekte bazı durumlarda (madde 8) ise 30.000 €-3.000.000 € arasında olmaktadır. Finansal tablolarda aynı durum olması 150.000 €'ya kadar ceza verilmektedir.	Atina Borsası yönetim kurulu başkanı gerekli gördüğünde işlemleri durdurabilmektedir.

3.4. Avrupa

3.4.1. Euronext (Fransa, Hollanda, Belçika, Portekiz)

Mevcut sistemde kamuyu aydınlatmayla ilgili bilgiler e-mail yoluyla gelmektedir. Ancak “Club Euronext” adı verilen yenilenen sistem hazır olmakla birlikte henüz devrede değildir. Son dönemde kamuyu aydınlatma konusundaki en önemli değişiklik, AB Lamfalussy Raporu’ndaki tavsiye nedeniyle yetki borsadan düzenleyici otoriteye aktarılmıştır.

Kamuyu aydınlatma sisteminde yetki, düzenleyici otoritede bulunmakta, borsalar sadece haberin duyurulmasında rol oynamaktadır. Borsaların ilgili bölümü bilgiyi veri dağıtım firmalarına ve www.euronext.com web sitesine göndermektedir. Fiyata etki edebilecek bilginin daha çok seans saatleri dışında (8:00-17:15) gelmesi istenmekle beraber, olduğu anda en kısa zaman içinde iletilmesi zorundadır. Bilgi, kamuya açıklanmadan en az 30 dakika öncesinde düzenleyici otoriteye iletilmek zorundadır.

Düzenleyici otorite haber yayınlandıktan sonra haberin içeriğini, doğruluğunu ve piyasa fiyatına etkisini kontrol etmektedir.

Yanlış, yanıltıcı, eksik bilgi olması durumlarında gerekli ceza düzenleyici otorite tarafından verilebilmektedir.

Eğer bilgi sızıntısı şüphesi oluşmuşsa veya bilginin seans saatleri içinde gelmesi durumunda en fazla 30 dakika geçici işlem durdurma yapılmaktadır. Borsa geçici işlem durdurması gerektiği halde bu işlemi yapmazsa düzenleyici otorite tarafından işlemler durdurulabilmektedir. Bu durumda emirler iptal edilebilmektedir.

3.4.2. Almanya, Avusturya

Kamuyu aydınlatma sistemi Almanya, Avusturya’da kote şirketleri kapsayan DGAP sistemidir. DGAP’la birlikte bilgi toplama konusunda üç şirket bulunmaktadır. DGAP sisteminden yararlanan şirketler yıllık aidat ve ayrıca haber başına alınan ücret ödemektedir.

Almanya: En yaygın sistem olan DGAP’ın piyasa payı %85, euro ad-hoc (%12), Hugin (%3)’tür. Her bilgi sağlayıcı kendi sistemini kullanmaktadır. Ancak ad-hoc bilginin kamuya duyurulması konusunda finansal piyasaları düzenleyici kurum olan BaFin tarafından yetki verilmiş üç haber ajansı vardır. Bunlar: Reuters, Bloomberg ve vwd’dir.

Avusturya: Kamuyu aydınlatma kurallarının uygulanmasında Avusturya Menkul Kıymetler Kurumu yetkilidir. Kamuya açıklanan dönemsel mali tablolar normal posta; özel durum bilgileri ise, elektronik fax ile gönderilmektedir. Her fax bilgisinde bir kayıt numarası bulunur ve bilgi aktarımıyla ilgili kişilerin isimleri not edilir. Özel bilgilerin

gönderilmesinde Almanca konuşan ülkeler arasında geçerli DGAP sistemi kullanılmaktadır.

i) Sistemin İhraççılar ve Piyasa Açısından Avantajları:

- Almanca konuşan ülkelerdeki menkul kıymetlere ilişkin kamuyu aydınlatma gereksinimleri bakımından ihraççılara yardımcı olmak;
- Fiyata duyarlı bilgilerin, güvenli ve hızlı duyurulmasını sağlamak;
- İhraççıların ilgili maliyetlerini ve harcamalarını azaltmak;
- Açıklanacak bilgilerin doğrudan ilişkili haber servislerine ulaştırılması;
- Tüm veri sağlayıcılarına eş zamanlı bilginin garanti edilmesi;
- Bilgi sunumunda şeffaflığın sağlanarak, piyasanın etkin çalışmasına destek olmak;
- Yatırımcının korunmasını sağlamak.

Sistemde tüm müşterilere açık MS Windows tabanlı software programının kullanımı söz konusudur. Fiyat-duyarlı haber durumunda bilgi doğrudan DGAP sistemine modem vasıtasıyla gönderilir.

DGAP ilk kontrol aşamasından sonra haberi tüm bilgi servislerine iletir. DGAP'nin de başlıca hissedarları olan Deutsche Börse, Reuters ve vwd, şirketlerden gelen bilgilerin hiç bir değişiklik yapılmadan yayımlandığını garanti etmektedir. Bilginin iletilmesiyle birlikte tüm ilgili kurumlardan konfirmasyon alınır.

DGAP'nin kullandığı sistem Reuters'in RDS teknolojisine dayanır. Sistem bildirilen haberleri Deutsche Börse Ticker Plant Frankfurt'a transfer eder. Diğer dolaylı bağlanan veri dağıtım servisleri de kendi medya kanalları aracılığıyla haberleri yatırımcılara aktarır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Bilgi ihraççı tarafından iletildiği şekilde geçmektedir. Bununla birlikte hem borsa hem de düzenleyici kurum bilgi almakta ve kamuya duyurulmadan önce geçici işlem durdurma durumu olup olmadığı incelenmektedir.

Kamuya açıklanacak bilgi anında ilk olarak borsa ve düzenleyici kuruma iletilmektedir. Bilginin bu kurumlara gelmesi ve yayımlanması arasında en fazla 30 dakikalık bir zaman olmaktadır.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Şirket bilgilerinin zamanında ve doğru olarak girilmesine ilişkin sorumluluk şirkete ait olmasına karşılık (Menkul Kıymet İşlemleri Kanunu Bölüm 15), finansal piyasaları düzenleyici kurum olan BaFin, kamuya açıklanan tüm bilgilerin eksik, yanıltıcı, yanlış olup olmadığını kontrol ve analiz etmekle yükümlüdür.

Şirket bilgilerinin zamanında girilmemesi, yanıltıcı, yanlış olması durumunda 1.5 milyon €'ya kadar ceza verilebilmektedir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Haberin içeriği düzenleyici otorite tarafından incelenmektedir. Ancak kamuya açıklanan bilgilerin seans sırasında gelmesi durumunda geçici işleme kapama kararını borsa vermektedir. Özellikle olağandışı fiyat hareketlerinin beklendiği durumlarda geçici işlem durdurma olabilmektedir.

Kamunun aydınlatılması nedeniyle yapılan geçici işlem durdurmalarda gerçekleşmemiş emirler otomatik olarak iptal edilmekte ve işlem sırası açıldığında yeniden girilmek zorundadır.

3.4.3. İngiltere

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri:

İngiltere'de son dönemde kote alma yetkisi Finansal Hizmetler Otoritesi'ne (FSA) bağlı UKLA'ya (United Kingdom Listing Authority) geçmiştir. Bir menkul kıymetin işlem görmeye başlaması için öncelikle UKLA'nın kote etmesi daha sonra Borsa'nın (LSE) işlem görme yetkisi vermesi gerekmektedir. Kote alınmanın UKLA aşamasında "Kabul ve Kamuyu Aydınlatma Standartları" bulunmaktadır. Kamuya açıklanacak tüm bilgiler geçmişteki uygulamada Londra Borsası'nın RNS sistemiyle duyurulmaktaydı. Yetkinin düzenleyici otoriteye geçmesinden sonra kote şirketler bilgileri, şirketlerden bilgi toplama yetkisi verilmiş ve bu bilgileri işleyerek ikincil bilgi dağıtan şirketlere ileten FSA'dan yetki almış "Regulatory Information Service" (RIS)'e göndermektedir. RIS'ler sundukları hizmet karşılığında şirketlerden belirli bir ücret alan özel şirketlerdir. Bu yetki değişiminden sonra Londra Borsası'ndaki RNS de bir RIS'e dönüşmüştür. Diğer RIS'ler: Business Wir, FirstSight, Hugin Announce, New Release Express Ltd., Pr Newswire ve NewsLink'tir. Şirketler kamuyu aydınlatma kapsamında RIS'e şu bilgileri göndermek zorundadır.

- kamuya açıklanmamış ve fiyata etkisi olabilecek önemli gelişmeler,
- ihraççının finansal şartlarında değişiklikler,
- ihraççının faaliyetlerine ve performansına ilişkin değişiklikleri,
- ihraççının öngördüğü performans beklentilerindeki değişiklikler

- varlıkları ve yükümlülüklerinde değişiklik yaratan gelişmeler,
- kamuya açıklanması gerekli yönetim kurulu kararları (derhal ve bir sonraki işgünü saat 7.30'dan önce bildirilmelidir)
- genel kurulda yapılan ve fiyata etkisi olabilecek konuşmalar ve duyurular (aynı anda veya daha önce).

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Sisteme ihraççılar, aracı kuruluşlar ve telekom vb. sektör düzenleyici kurumlar doğrudan ulaşarak bilgi girebilmektedir. Bilgilerin kamuya duyurulmasından önce kontrolü yapılmaktadır. Bu kontrol bilginin açıklanmasını geciktirmemeli ve 15 dakikadan az sürede yapılmalıdır. Kamuya duyurulacak bilgiler ilk olarak RIS'e bildirilmektedir. Eğer haberin gönderilme anında RIS kapalı ise şirket haberi en az iki ulusal gazeteye ve iki haber ajansına duyurulmak zorundadır. Fiyata duyarlı haber seans saatleri dışında ve hafta sonu da gönderilebilir.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Yayılandıktan sonra bilginin doğruluğunun kontrolü yapılmamaktadır. Kamuya duyurulan haberin doğruluğundan şirket yönetim kurulu sorumlu tutulmaktadır. Haberlerin RIS'e gönderilmesinin yanısıra kamuyu aydınlatma açısından şirketlerin web sitelerinde bilgilerin yer alması da teşvik edilmektedir. Ancak haberlerin şirket web sitelerinde yer alması, kamuyu aydınlatmada bir alternatif değil, daha geniş kitlelere ulaşılması açısından tamamlayıcı olarak görülmektedir.

Bilgilerin yatırımcılara duyurulmasında "İkincil Bilgi Sağlayıcıları" (Secondary Information Providers, SIP) rol oynamaktadır. Bunlarla ilgili FSA tarafından düzenleme yapılmamıştır. RIS'lerden bilgi alan ve bunu duyuranlar SIP olabilmektedir. Buna karşın FSA'ya müşterileri için tüm bilgilerde tek kaynak olmaya devam edeceğini bildiren SIP'ler şunlardır. Kurumsal yatırımcılar için: AFX News, Bloomberg, Perfect Information, Thomson Financial, Track Data Corporation. Bireysel yatırımcılar için: Financial Express-UK Wire, Hemscott.net, Ample ve Londra Borsası Web Sitesi'dir. Özetle borsaya (LSE) bağlı RNS sadece RIS'lerden biri, Londra Borsası Web sitesi de sadece SIP'lerden biri konumundadır.

Bilginin yanlış, yanıltıcı, eksik, gecikmiş olmasından dolayı düzenleyici otorite ve LSE yatırım uygulayabilir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Geçici işlem durdurmayla ilgili olarak ihraççı borsaya başvuruda bulunabilmektedir. Bunun dışında borsa gerekli gördüğü durumlarda geçici işlem durdurma yapabilmektedir. FSA, (UKLA) her tür kote

menkul kıymete ilişkin olarak kotasyonu durdurabilir. Bu durumda ilgili borsa bu karara uygun olması açısından menkul kıymetin işlemlerini geçici olarak durdurmak durumundadır.

3.4.4. İrlanda

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Tüm kote şirketler fiyata duyarlı haberleri borsanın "Şirket Duyuru Birimi"ne (Company Announcement Office-CAO) bildirmek zorundadır. CAO bilgilerin piyasaya duyurulmasında Londra Borsası'nın RNS sistemini kullanmaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

RNS'de yer alan bilgiler daha sonra Reuters, Bloomberg vs. veri dağıtım şirketlerine verilmektedir. Bilgiler aynı zamanda borsanın internet sitesinde de yer almaktadır. Borsa kotasyon kuralları gereğince bilgi oluştuğu anda borsaya gönderilmektedir.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Belirli şirketler RNS sistemi yerine kendi belirledikleri RIS'ler aracılığıyla yükümlülüklerini yerine getirebilmektedir. RIS'e gönderilen bilgi aynı zamanda CAO'ya gönderilir. Şirket gerektiğinde haberle ilgili düzeltme veya ek bilgi göndermektedir. Özetle bilgiler doğrudan CAO'ya veya alternatif olarak RIS'e gönderilebilmektedir. Bu bilgiler anında kamuya duyurulmaktadır.

(RIS'lerin bazıları şunlardır: Business Wire Regulatory Disclosure, Newlink Financial, Pims Wire, PR Newswire Disclosure, RNS.)

iv) Geçici İşlem Durdurma

Piyasanın adil işleyişi konusunda şüphe olursa borsa işlemleri geçici olarak durdurabilmektedir.

3.4.5. İspanya

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Düzenleyici otorite olan CNMV tarafından işletilen bir elektronik sistem kullanılmaktadır. Düzenleyici otoritenin sahip olduğu sistemde, kontrolü elinde tutan hissedarlardaki değişimlerin elektronik olarak kamuya duyurulduğu merkezi kayıt kuruluşu bulunmaktadır. Sistemin medya kuruluşlarına da bağlantısı vardır. Bilgilerin duyurulmasında yatırımcılara e-mail gönderilmektedir.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Haber yayınlanmadan önce CNMV tarafından kontrol edilmektedir. Genellikle haberin gelmesi kontrolü ve yayınlanması arasında 15 dakikadan az bir zaman olmaktadır.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Haber yayımlandıktan sonra kontrol yapılmaktadır. Fiyata etki edebilecek haberin anında gönderilmesi gerekmektedir. Bu tür bir haber mesai saatleri dışında ve hafta sonları da gönderilebilmektedir. Haberinin gecikmiş, yanıltıcı, eksik veya yanlış olması durumunda gerekli ceza veya düzeltme talep etme düzenleyici otoritenin yetkisindedir.

iv) Geçici İşlem Durdurma

İşlemleri durdurma yetkisi esasen düzenleyici otoritededir. Borsa veya ihraççı CNMV'ye işlemlerin durdurulmasını talep edebilir. İşlem durdurmaya genellikle ihraççının işlerinde önemli bir değişme olduğunda fiyata etki edebilecek haberin kamuya duyurulması vb durumlarda başvurulmaktadır. Gerçekleşmemiş emirler işlem kurallarına bağlı olarak iptal edilebilir.

3.4.6. İtalya**i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri**

Borsaya kote olan şirketler kanunla belirlenmiş olan kamuyu aydınlatma ilkelerine uymak zorundadır. Kamuyu aydınlatma sürecinde bilgiler borsa tarafından düzenlenen ve denetlenen elektronik "Bilgi Sistem Ağı" (Network Information System, NIS) aracılığıyla açıklanmaktadır. Borsa'nın görevi NIS sistemine gelen bilgileri sisteme bağlı haber dağıtım ajanslarına yollamaktır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

NIS sistemine işlem saatleri içinde gelen bir haber en geç 15 dakika içinde haber ajanslarına ulaştırılarak kamuya açıklanmak zorundadır. Haberinin en az iki haber ajansında ulaşmasından sonra ihraççıya giden teyit bilgisi kamuyu aydınlatmanın yerine getirildiğini ifade eder.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Haberin finansal enstrümanlardaki işlemleri çok fazla etkileyeceğinin anlaşıldığı hallerde borsa NIS aracılığıyla haberin kamuya açıklanmasının geciktirileceğini bildirir. İhraççılar NIS sisteminde bir problem olduğunda ya da sistemi kullanamadıklarında faks yoluyla kamuyu aydınlatma sorumluluğunu yerine getirmek zorundadırlar. NIS'e gelen bilgilerin kaydı ve korunması borsanın sorumluluğundadır.

3.4.7. Yunanistan**i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri**

Sadece yetkili kişilerin giriş yapabildiği, şirketlerin bilgileri Atina Borsası'na göndermekte kullandıkları, Hellenic Exchanges Remote Messaging (HERMES) adında bir elektronik haberleşme sistemi bulunmaktadır. Sistemden Atina Borsa'sı sorumludur. Sermaye Piyasası Komisyonu (SPK) ise borsayı ve tüm işlem sistemlerini denetlemekle görevlidir. Şirket yönetim kurulları kamuyu aydınlatma sistemine giriş yapacak bir veya bir kaç kişiyi sorumlu olarak atamaktadır. Bu kişilerden birisi sistem yöneticisi olmaktadır. Sistem 24/7 olarak hizmet verdiğinden dolayı haftasonları ve çalışma saatleri dışında da bilgi gönderilebilmektedir.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

İhraççılar elektronik sisteme doğrudan bilgi gönderebilmektedir. Şirket duyurularının ertesi günkü borsa "Günlük Resmi Listesi'nde" (Daily Official List) yer alabilmesi için işlem saati sonrasında borsaya hem faks olarak hem de elektronik olarak gönderilmesi istenilmektedir. Şirketlerin bilgileri gecikme olmadan bildirmesi, elektronik sisteme bilgi girildiğinde aynı bilgiyi kamuya da duyurması gereklidir. Kamuya duyurma elektronik veri, veri dağıtım şirketleri, borsanın ve şirketlerin yazılı medyası vb araçlarla yapılmaktadır. Bu konudaki sorumluluk şirketlere aittir.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Bilginin gecikmiş, eksik, yanlış, yanıltıcı olması durumlarında ceza verme yetkisi SPK'ya aittir. Şirkete, yönetim kurulu üyelerine verilebilen cezalar, bazı durumlarda (madde 4-5) 3000 €-586940 € arasında değişmekte bazı durumlarda (madde 8) ise 30.000 €-3.000.000 € arasında olmaktadır. Finansal tablolarında aynı durum olması durumunda 150.000 €'ya kadar ceza verilmektedir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Atina Borsası yönetim kurulu başkanı gerekli gördüğünde işlemleri durdurabilmektedir.

3.4.8. Çek Cum.

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Kottaki tüm şirketler, veri dağıtım kuruluşları ve PSE üyelerinin bağlı olduğu bir elektronik sistem bulunmaktadır. Bu sistem PSE'nin işlem ve haberleşme sisteminin bir parçası olduğundan dolayı ayrı bir ismi yoktur. Sistemin işletilmesinden borsa sorumludur.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Gelen bilgiler kamuya açıklanmadan önce kotasyon birimi elemanları tarafından kontrol edilmektedir. Gelen bilgiler en kısa zamanda (bir kaç dakika) içinde kamuya duyurulmaktadır.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Kotasyon birimi işlemleri ve veri dağıtım firmalarını gerçek zamanlı olarak izleyerek ihraççıların kamuyu aydınlatma kurallarına uyup uymadığını kontrol etmektedir. Cezai yaptırımlar düzenleyici otorite ve borsa tarafından uygulanmaktadır.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

PSE, piyasa katılımcılarının tümünün önemli bir bilgiyi aynı zamanda edinmediğinden şüphelendiği durumlarda işlemleri geçici olarak durdurabilmektedir. Bu durumda PSE üyeleri emirlerini iptal edebilirler.

3.4.9. Macaristan

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Ulusal yasa gereği olağandışı haberlerin ulusal bir gazetede yayınlanması gerekmektedir. Bu yayın aynı zamanda sermaye piyasalarını düzenleyici otoritenin internet sitesinde (www.capitalmarket.hu) yer almaktadır. Bunun dışında borsa kotasyon kuralları gereğince şirket haberleri borsaya gönderilmekte ve internet sitesine konulmaktadır. Bilgiler genellikle Macarca olmasına karşılık İngilizcesi varsa birlikte yer almaktadır. Bu bilgiler elektronik sistemin oluşturulmasından itibaren pek çok farklı şekilde sorgulama yapılabilen bir veri bankasında saklanmaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Borsaya ilişkin sistemde değişiklik yapılmak üzeredir. Mevcut sistemde şifre korumalı e-mail yoluyla bilgiler ilk olarak borsaya gönderilmektedir. Bilgiler borsanın kontrolünden sonra internet sitesine aktarılmaktadır. Bilginin borsaya gönderilmesi ve yayınlanması

arasında 1 saat kadar bir süre olmaktadır. Böylece borsanın, geçici işlem durdurmanın gerekip gerekmediğini, şirket yetkilileriyle görüşebilme fırsatı olmaktadır.

Yeni sistemde ise şirketin ilgili kişisi bilgi yayınlanma sistemine doğrudan bağlanarak bilgileri kendisi girecektir. Borsa bu bilgiyi kontrol edecek ancak yayınlanmasında görev almayacaktır.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Temel olarak "Macar Finansal Denetim Otoritesi" inceleme ve gerekli cezayı vermeye yetkili otoritedir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

İşlem saatleri içinde fiyatı etkileyebilecek her hangi önemli bir haberin yayınlanması aşamasında işlem durdurma yapılmaktadır.

3.4.10. Polonya

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Polonya Sermaye Piyasası Kurulu durumundaki düzenleyici otorite tarafından kullanılan bir elektronik sistem (EMITENT) bulunmaktadır. Bazı teknik işlemler dışarıya yaptırılmasına karşılık, sistemi düzenleyici kurum işletmekte ve sorumluluğu almaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Fiyata etki edebilecek bir bilginin kamuya duyurulmasından önce herhangi bir kontrol yapılmamaktadır. Şirketler sisteme doğrudan ulaşarak bilgileri girmektedir. Bununla birlikte fiyata etki edebilecek bilgiler kamuya duyurulmadan önce ilk olarak düzenleyici otoriteye ve Borsa'ya gönderilmektedir. Bilginin bu kurumlara gönderilmesinden 20 dakika sonra haber ajansları vasıtasıyla kamuya duyurulmaktadır. Genel kural bilgi olduğu anda (24 saati geçmemek şartıyla) anında düzenleyici kuruma ve borsaya gönderilmelidir.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Düzenleyici otorite yatırımcıların zarar görmesini engellemek için kamuyu aydınlatma bilgilerini incelemekle sorumludur. Mevzuata aykırılık olması durumunda önemli para cezası verebilmektedir. Bunun yanı sıra 3 yıla kadar hapis cezası verilmesi istenebilmektedir.

iv) Geçici işlem durdurma ve emir iptali

Genellikle fiyata etki edebilecek bilgilerin seans süresi dışında gönderilmesi beklenmektedir. Bununla birlikte seans içinde bu tür bir bilgi gelirse işlemler borsa tarafından geçici olarak durdurulabilmektedir. Emirler otomatik olarak iptal edilmemekte ancak yatırımcı tarafından iptal edilebilmektedir.

3.4.11. Romanya**i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri**

En önemli değişikliklerden biri Romanya'nın mevcut düzenlemelerini AB Direktifleri doğrultusunda değiştirmek üzere olmasıdır. Yeni kanun 2004 sonunda yürürlüğe girecektir. Bu kanunda düzenleyici otorite (RNSC)'nin yetkilerinin artırılmaktadır. RNSC'ye verilen görev ve yetkiler şunlardır: yatırımcıların korunması açısından ihraççının fiyata etki edebilecek bilgileri duyurmasını sağlamak; kamunun doğru olarak bilgilendirilmesini sağlamak ve bunun için gerekli tedbirleri almak; işlemlerin devam etmesinden yatırımcıların zarar göreceğinin anlaşılması durumunda işlemleri durdurmak veya durdurulmasını sağlamak.

Son dönemde RNSC piyasayı izleme ve gözetim görevini daha iyi yapabilmek için borsa terminaline bağlı bir "Elektronik Gözetim Sistemi" kullanmaya başlamıştır.

Mevcut sistemde kamuyu aydınlatma sisteminde gerek RNSC gerekse borsa (BSE) rol oynamaktadır. Her iki kurumun düzenlemeleri olması dolayısıyla bu kurumlar sistemin işletilmesinden sorumludur.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Şirket hakkında önemli bir gelişme olduğunda bilgi öncelikle en geç 24 saat içinde borsaya gönderilmek zorundadır. Borsa gerekli görürse değişiklik veya düzeltme isteyebilir. Mali tablolar RNSC'ye gönderildiği için bu kurum ek bilgi ve belge isteyebilir. Elektronik sistemde bilginin borsaya gelmesi ve kamuya duyurulması arasında çok kısa bir süre olmaktadır. Borsa bilgiyi haber ajanslarına, finansal yatırım şirketlerine dağıtmaktadır.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Haberlerin önceden sızmasına bağlı olarak olağandışı fiyat hareketleri gerçekleştiği takdirde borsa gerekli önlemleri almaktadır. Mali tablolara ilişkin düzenlemelere uyulmaması durumlarında ihraççının ödenmiş sermayesinin %0,5-5'i arasında değişen para cezaları verilebilmektedir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Haber sızması şüphesi varsa RNSC işlemleri durdurabilmektedir. Bunun dışında kotasyon ve kamuyu aydınlatma kurallarının ihlali halinde borsa da işlem durdurabilmektedir. Gerçekleşmemiş emirler her zaman iptal edilebilmektedir.

3.4.12. Slovakya**i) Sistemin Ad ve Genel Özellikleri**

Bratislava Borsası (BSSE), 1996 yılında Reuters News-Line Sistemini (RNS) satın alarak kendi ihtiyaçları doğrultusunda değiştirerek IRIS adını verdiği kamuyu aydınlatma sistemini oluşturmuştur. Sistem 2003 BSSE Bilgi İşlem Grubu tarafından internet üzerinden tüm ihraççılara hizmet verecek duruma getirilmiştir.

Sistem tek başına analize ve sorgulamaya imkan tanımamaktadır. Bu nedenle, Microsoft Access ve Microsoft SQL server üzerinde bir database kullanabilen gelişmiş bir yazılım ilave edilmiştir. İhraççıların gönderdiği bilgiler BSSE bulunan bir server üzerinde depolanmaktadır.

Sistemin bir özelliği haber ajanslarına doğrudan bağlantısı bulunmasıdır. Bu özellik test aşamasında olup 2004 sonunda tamamlanacaktır. Sistemin işletilmesinden BSSE sorumludur.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Şirketler sisteme bilgiyi doğrudan girebilmesine karşılık bilginin doğruluğunun kontrolünün kotasyon birimi tarafından yapılmasının ardından BSSE tarafından kamuya duyurulmaktadır. Eğer bilgi eksik ve yanlış ise kotasyon birimi ihraççıyı telefonla arayarak teyit almaktadır. Bilgi doğru ise Hisse Senetleri Birimi "Trading Department" tarafından BSSE üyelerine, basın ajanslarına, veri dağıtım şirketlerine dağıtılmakta ve BSSE web sitesine konulmaktadır.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Bilgi kamuya açıklandıktan sonra ise Finansal Piyasalar Otoritesi (FMA) bilginin kontrolünden sorumludur. Fiyata etki edebilecek bir bilgi zamanında BSSE'ye bildirilmek zorundadır. Aksi takdirde borsa şirketten sorumluluğunu yerine getirmesini isteyerek durumu FMA'ya bildirmektedir. Yalnızca FMA finansal ceza verebilme yetkisine sahiptir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Bilginin yanıltıcı, yanlış ve eksik olması durumlarında borsa sadece geçici işlem durdurma yetkisine sahiptir. Diğer cezaları FMA verebilmektedir. Emirler işlem sisteminde bir gün boyunca depolanmaktadır. Bu nedenle geçici işlem durdurma ve yeniden işleme başlama aynı gün içerisinde ise emirler iptal edilmeksizin gerçekleşmektedir.

3.4.13. Slovenya**i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri**

2001 yılında Ljubljana Borsası (LJSE) internet tabanlı bir kamuyu aydınlatma sistemi olan SEOnet'i devreye sokmuştur. SEOnet işlem gören tüm şirketlerin kamuya açıklanacak bilgilerinin yanısıra borsanın ve diğer sermaye piyasası kurumlarının kamuya duyuracakları haberleri de içermektedir. Sistemin işletilmesinden LJSE sorumludur. Sistemin güvenliği kullanıcılara ait sertifika ve şifre ve elektronik imza vasıtasıyla sağlanmaktadır. LJSE 2003 yılında, yabancı yatırımcıların da yararlanmasını sağlamak amacıyla, SEOnet sisteminin üst versiyonunu çıkararak haberlerin İngilizce olarak ta web sitesinde yer almasını sağlamıştır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

İhraççılar kamuya açıklanacak fiyata etkisi olan haberleri SEOnet'te bulunan formları doldurarak borsaya göndermektedirler. Bunun için SEOnet'te kullanıcıların giriş yaptığı SEOin adında bir bölüm bulunmaktadır. Bilgi gerek içerik gerekse ihraççının kimlik bilgilerinin doğrulanmasından sonra SEOnet üzerinden kamuya duyurulma saatleri içinde yayınlanır (8:15-9:15, 13:30-16:00).

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Bilginin yayınlanmasından sonra borsa gelen tüm bilgilerin yayınlanıp yayınlanmadığını kontrol etmektedir. Bu durumda ihraççı sadece bilginin içeriğinden sorumludur. Borsa bilginin güvenilir, kesin, doğruluğundan sorumlu değildir. Bilginin yanlış olması durumunda borsa ve menkul kıymet kanunlarında belirtilen cezalar uygulanır.

Fiyata etkisi olabilecek haberler en kısa zamanda kamuya açıklanır.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Borsa yönetim kurulu yatırımcı haklarının korunması amacıyla en fazla 10 güne kadar geçici işlem durdurma yetkisine sahiptir. Aracı kurumlar geçici işlem durdurmada müşteri onayı alarak emirlerini iptal edebilmektedirler.

3.4.14. Finlandiya**i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri**

Helsinki Borsası (HEX), şirketler tarafından gönderilen haberleri internet yoluyla elektronik şekilde almaktadır. İnternet üzerinden gönderilen bilgiler "secured page" şeklinde güvenlik altında gönderilmektedir. Şirketler tarafından gönderilen haberler, "asc" veya "ans" formatında Borsa'ya gönderilmektedir. İnternet üzerinden şifreli olarak gelen bilgiler Borsa elemanları tarafından "text" formatına dönüştürülerek aynı anda tüm Borsa üyelerine ve veri dağıtım şirketlerine yayınlanmaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Genel uygulama, şirketten gelen bilgilerin doğrudan kamuya açıklanması şeklindedir. Kamuyu aydınlatma işlemleri ile görevli iki borsa birimi hisse senetleri piyasası "operations" ve gözetim "surveillance" departmanlarıdır.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Gözetim bölümü kamuya açıklanan bilgiyi okuduktan sonra gerekli olduğu durumda daha fazla bilgi talep edebilir. İhraççı kamuyu aydınlatmayla ilgili yükümlülüklerini yerine getirmese disiplin kuruluna iletilmektedir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Geçici işlem durdurma, çoklu-kotasyon nedeniyle nadiren kullanılmaktadır. Borsa, menkul kıymetin fiyatını etkileyecek önemli bir haberin olması durumunda geçici işlem durdurma yetkisine sahiptir. Bununla birlikte ihraççılar da menkul kıymet fiyatını etkileyecek önemli bir haber olması durumunda Borsa'dan işlemleri geçici olarak durdurmasını talep edebilir. İhraççılar bu başvuruyu Borsa'nın belirlediği kurallar içinde talep nedeninin belirtildiği bir raporla yapmaktadır. Borsa bu işlem durdurma kararını, Finlandiya opsiyon borsasına (Finnish options corporations) ve menkul kıymetin işlem gördüğü diğer yerli ve yabancı borsalara bildirmektedir.

Emirler her zaman (geçici işlem durdurma da dahil) iptal edilebilmektedir. Yeni emir girişi ve mevcut emirde iyileştirme yapılamamaktadır.

3.4.15. Norveç

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Kamuyu aydınlatma borsası bünyesindeki “Company Disclosure System, CD” elektronik bilgi sistemi aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. İhraççı, fiyatı etkileyebilecek her tür bilgiyi, şirket faaliyetleriyle ilgili gelişmeleri, temettü, birleşme devralma, sermaye artırımı gibi konuları borsaya bildirmekle yükümlüdür. Kamuyu aydınlatma sisteminin işletilmesinden sorumlu kuruluş borsadır. Bilgilerin açıklaması “ihraççılar müdürlüğü” (issuers department) tarafından yapılmaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Şirketler bilgileri borsaya CD sistemi ile iletmektedir. Fiyata duyarlı haber niteliğindeki bilginin en kısa zamanda borsaya iletilmesi gerekir. Haberin borsaya gelmesi ve yayınlanması arasında en fazla 5 dakika olabilmektedir.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Bilginin doğru ve zamanında borsaya iletilmesinden şirket sorumludur. Aksi halde borsanın gözetim ve kotasyon birimleri ilgili cezai yaptırımları uygular. Cezalar genellikle ek para cezası olmakla birlikte, kamuya açıklanan uyarı cezası da verilmektedir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Gönderilen bilgilerin işlem durdurmayı gerektirip gerektirmediğine borsa tarafından karar verilir. Gelen bilgi fiyatı etkileyebilecek nitelikte ise geçici durdurma kararı verilmektedir. Geçici durdurma sırasında yeni emir ilave edilmesi veya emir iyileştirmesi yapılamazken, emir iptali gerçekleştirilebilmektedir.

3.4.16. İsviçre

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

İsviçre Borsası’nda kamuyu aydınlatma konusunda elektronik bilgi toplama ve dağıtma sistemi bulunmamaktadır. İsviçre Borsası’nın kamuyu aydınlatma ile ilgili özel bir departmanı vardır. “Disclosure Office” adını taşıyan bu bölüm kottaki şirketlerden yapılan duyurularla ilgili olarak kurulmuştur. Bu ofis İsviçre Borsası’nın yönetimindeki

Admissions Business Unit’in bir departmanı olarak faaliyet göstermektedir. Bu ofis, üye sayısı 9’u geçmemek üzere uzmanlar komisyonu belirlenmektedir. Komisyonun üyeleri Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenir. Komisyonunda tüm piyasa katılımcılarının (yatırımcılar, borsa üyeleri ve ihraççılar gibi) temsil edilmesine dikkat edilir. Komisyon’da ayrıca FBC (Federal Banking Commission) ve TB (Takeover Board) daimi gözlemci bulundurulur. Ofisin kamuyu aydınlatma konusunda hazırlayacağı önerilerin en üst denetim otoritesi olan Federal Bankacılık Komisyonu (Federal Banking Commission) tarafından uygun görülmesi gereklidir.

Ofisin alacağı kararlar Borsa genel yönetimi sorumluluğu altındadır. Ancak bazı önem taşıyan durumlarda karar almadan önce Komisyon üyelerinin görüşlerine başvurulmaktadır.

Kamuyu aydınlatma duyuruları İsviçre Borsası tarafından hazırlanan formatlara uygun olarak yapılır. Ancak mutlaka bu formatların kullanılması zorunlu değildir. Bilgiler aynı zamanda FBC’ye gönderilmektedir.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Fiyata etki edebilecek bilginin kamuya duyurulmasından önce herhangi bir kontrol mekanizması yoktur. İhraççı söz konusu bilgiyi anında borsaya bildirmekle yükümlüdür. Fiyata etkisi olabilecek bir haberin oluştuğu anda borsaya bildirim esas olmakla birlikte genel uygulama bildirim mümkünse seans saatleri dışında yapılmasıdır. İstisnai olarak, seans saatleri içinde yapılacaksa haber kamuya duyurulmadan en az 90 dakika öncesinde borsaya bildirilmelidir.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Bilginin kamuya duyurulmasından sonraki denetimler SWX tarafından yapılmaktadır. Bilginin yanlış olması durumunda Borsa kanununda belirtilen cezalar uygulanmaktadır.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Genel uygulama olarak, bir ihraççının gerekli nedenlerle borsaya en az 90 dakika öncesinde başvurması halinde ve borsa da gerekli gördüğü takdirde geçici olarak işlemleri durdurabilir. Bunun dışında ihraççıların herhangi bir başvurusu olmaksızın borsa gerekli gördüğü takdirde işlemleri durdurabilmektedir. Fiyata etkisi olabilecek bir haberin yeterince duyurulmadığı ya da eksik duyurulması nedeniyle, işlemlerin adil olarak yapılamayacağı düşüncesi oluştuğunda geçici işlem durdurmaya başvurulmaktadır.

3.4.17. Danimarka

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Danimarka Menkul Kıymet İşlemleri Kanunu, kamuyu aydınlatmak için gerekli bilgi sistemlerinin oluşumunu izlemekle Kopenhag Borsası'nı görevlendirmiştir. Borsa, bu tip bilgi sistemlerinin dizaynını tanımlamaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Kopenhag Borsası'na kote şirketler, fiyata duyarlı tüm bilgiyi Borsa'ya iletmekle yükümlüdür. Ayrıca Borsa, diğer yayın kuruluşlarıyla aynı anda bilgilendirilecektir. Borsa'ya ulaşan bilgiler, Borsa'nın "Stock Wise" isimli bilgi sisteminde yayınlanır. Bu sistem, şirketlerin açıklamalarını bir ana sayfada pdf-formatında sunmalarına yarayan bir elektronik raporlama sistemidir.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Kopenhag Borsası kote şirketin gönderdiği açıklamayı aldığı anda, yayımın gerçekleştiği düşünülür. Borsa açıklamayı, geldiği anda bilgi alıcılarına iletmektedir.

Şirket açıklamalarının yayımından, Kotasyon ve Şirket İşleri Bölümü sorumludur. Şirketlerin Borsa'ya gönderdikleri açıklamalarda yetersizlik varsa veya bu açıklamalar sorulara yol açıyorsa, Kotasyon ve Şirket İşleri Bölümü söz konusu şirketlerle bağlantı kurmaktadır.

3.4.18. Türkiye

i) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Kamuya açıklanacak olan bilgiler mevzuat gereğince, oluştukları anda en hızlı haberleşme aracı ile Borsa'ya yazılı olarak faks ile bildirilmektedir. Borsa'ya gelen bildirimler, ilgili birimlerce incelenerek kamuya açıklanmakta ve eş anlı olarak Reuters, Bloomberg gibi veri dağıtım şirketlerine gönderilmektedir.

Haber kamuya yayınlanmadan önce Borsa tarafından bildirim mevzuata göre bir eksiği olup olmadığı açısından değerlendirilir. Gerekirse Borsa, bildirim yapan şirketten ek bilgi isteyebilir.

ii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Haber yayımlandıktan sonra da kontrol yapılmaktadır. Haber gecikmiş, yanıltıcı, eksik veya yanlış olması durumunda Borsa tarafından düzeltme veya ek bilgi istenebilmektedir.

iii) Geçici İşlem Durdurma

Haber yayınlanmadan Borsa Başkanı'nın Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği'nin 25. maddesi uyarınca söz konusu hisse senedinin işlemlerini geçici olarak durdurma yetkisi bulunmaktadır. Borsa Başkanı bir hisse senedinin işlemlerini ancak 5 işgününe kadar geçici olarak durdurabilir, bu süreyi aşan durumlarda Borsa Yönetim Kurulu yetkilidir.

iv) Kamuyu Aydınlatma Platformu

Bu platform, yatırımcıların şirketler tarafından gönderilen bilgiye anında, her zaman ve her yerden erişim şansına sahip olmalarını amaçlamaktadır.

Bu amaçla; sermaye piyasalarında işlem gören halka açık şirketlerin ve tüm aracı kuruluşların mali tablolarının, özel durum açıklamalarının ve diğer bildirimlerinin bilgisayar ağları üzerinden elektronik imza teknolojisi kullanılarak güvenli bir şekilde iletilmesini hedefleyen Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ortaklaşa gerçekleştirilmiştir. Tüm bağımsız denetim şirketleri de ilgili mali tabloları imzalamakla sınırlı olmak koşuluyla KAP kapsamında yer almaktadır. (<http://kap.gov.tr>)

KAP, sermaye piyasalarında işlem gören halka açık şirketlerin ve tüm aracı kuruluşların kamuyu aydınlatma amacı ile mali tablolarının, özel durum açıklamalarının ve diğer bildirimlerinin bilgisayar ağları üzerinden elektronik imza teknolojisi kullanılarak güvenli bir şekilde iletilmesini hedefleyen bir elektronik bilgi toplama ve yayın sistemidir.

KAP Türkiye'nin ilk resmi elektronik imza projesidir. Uygulama yaygınlığı açısından, borsada işlem gören tüm şirketler, tüm aracı kurumlar ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) listesine kayıtlı tüm bağımsız denetim şirketleri olmak üzere coğrafi olarak tüm Türkiye'ye yayılmış 530'ü aşkın şirketi ve 2500'ü aşkın kullanıcıyı kapsamaktadır.

KAP kapsamında geliştirilen ve şirketlerin kullanımı için hazırlanan uygulama yazılımı aracılığıyla bildirimler doldurulur ve belirli bir hiyerarşide imza yetkisine haiz kişilerce, elektronik imza ile imzalanarak internet üzerinden SPK sistemine gönderilir. Gönderilen bildirimler veri tabanına kaydedilir ve anında kamuoyu ile paylaşılır. Belli dönemlerde bağımsız denetim şirketleri de elektronik imzalarını bildirim gönderme sürecindeki sırası ile atarak bildirim gönderme sürecine katılmaktadırlar. Ayrıca internet kullanıcıları gerek mali tablo ve dipnotları bilgilerine, gerekse özel durum açıklamalarına anında erişebilecekleri gibi, bazı basit sorgu ve analizleri de yapabilecekleri olanakları bu sistemde bulabileceklerdir.

v) KAP'ın Gelişim Süreci

Hâlihazırda, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören şirketler ile aracı kuruluşlar, sermaye piyasası mevzuatında belirlenen mali tabloları, tanımlanan aralıklar içinde kamuya açıklamak zorundadır.

Mali tablolar, halen yürürlükte olan uygulama dahilinde diskette ve son durumda mutlaka basılı bir biçimde kağıt çıktılarla SPK ve İMKB'ye gönderilmektedir. Bu uygulamada, bilgilerin sisteme ulaşması ve işlenmek üzere veri tabanına kaydedilmesi süreçleri, zaman ve işgücü kaybına yol açmakta; hata ve tekrarlardan doğan maliyet artışları ortaya çıkmaktadır.

Benzer bir durum “Özel Durum Açıklamaları” için de geçerlidir. Mevcut işleyiş içerisinde özel durum açıklamaları kağıt ortamında ve faks aracılığı ile borsaya iletilmektedir. Bu durum mali tablolarda olduğu gibi zaman ve işgücü kaybına yol açmaktadır.

Kamuyu Aydınlatma Platformu ile söz konusu kayıpların en aza indirilmesi için, şirket bildirimlerinin internet üzerinden güvenli bir şekilde yapılmasını sağlayacak elektronik imza teknolojilerine dayalı bir altyapının kurulması öngörülmüştür.

İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. (TAKASBANK), Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB) ve Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) gibi sermaye piyasası kurumları da KAP'ta duyuru yapabilecektir.

KAP'a gelen bilgiler eş-anlı olarak veri yayın kuruluşlarınca da yayınlanacaktır.

KAP, elektronik imzanın Türkçe elektronik belgelere entegrasyonunun sağlandığı ilk uygulamadır. Entegrasyon, elektronik belgelerin taşınması ve elektronik olarak imzalanması için kullanılan en yaygın açık standart olan “XML Signature” standardını desteklemektedir. Buna göre, KAP elektronik belgelerindeki elektronik imza, diğer kişilerce de doğrulanabilmektedir. Uygulama ayrıca, Elektronik İmza Kanununun da şart koştuğu gibi, imzalanacak metnin tamamının, imzalama işlemi öncesi kullanıcı tarafından görüntülenebilmesine olanak tanımaktadır. Uygulamanın özgün özelliklerinden biri de metinlerin birden fazla kullanıcı tarafından imzalanabilmesidir.

Uygulama açık standartlara uygun olarak geliştirildiği için, farklı elektronik sertifika hizmet sağlayıcıları (ESHS) tarafından verilmiş farklı kullanıcı sertifikalarıyla çalışabilme özelliğine sahiptir. Uygulama ayrıca, markadan bağımsız olarak farklı akıllı kart ve akıllı kart okuyucuları ile uyumlu çalışabilmektedir. Sistemin tüm modüllerinde, kimlik doğrulama ve güvenli iletişim protokolleri, açık standartlarla uyumlu ve açık anahtarlı altyapı (PKI - Public Key Infrastructure) teknolojileri kullanılarak gerçekleştirilmektedir.

Uygulamada, ESHS yönetim yazılımı olarak, tümü daha önceden platform bağımsız ve tamamıyla yerli geliştirilen Türkçe bir ürün olan ZEUGMA kullanılmıştır. Kullanılan ürün TÜBİTAK BİLTEN tarafından geliştirilmiş ve uluslararası standartlara uyumludur.

vi) KAP'ın Sağlayacağı Faydalar

1. **Güvenilirlik:** Faks veya posta yoluyla gelip yayınlanan bilgilerin elektronik imza ile gönderilmesi suretiyle verilerin güvenilirliği sağlanmaktadır.
2. **Bilgiye Ulaşma:** Yapılan açıklamaların bekletilmeksizin, sisteme gönderildiği anda kamuya açıklanması suretiyle kullanıcılar eş zamanlı, güvenli ve hızlı bir şekilde bilgiye ulaşmış olacaktırlar. Bu durum içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) uygulamalarını da azaltacaktır.
3. **Bilgide Etkinlik :** Kullanıcılar bilgiye daha hızlı ulaşmalarının yanında, mali tablo karşılaştırma, mali tablo kalemlerinin karşılaştırılması ve özel durum açıklamalarını konularına göre karşılaştırma olanaklarını kullanarak daha kullanılabilir ve etkin şekilde ulaşmış olacaktırlar. Sorgulamalar ve mali analiz için gerekli alt yapı da kurulmuştur.
4. **Güncellik:** Her bir şirket bazında, ilgili şirket hakkında yatırımcılar için önem taşıyan genel bilgileri içeren “Şirket Genel Bilgi Formu” adı altında bir form oluşturulmuştur. Bu formun büyük bir kısmı şirketler tarafından yapılan özel durum açıklamalarıyla otomatik olarak güncellenmektedir. Bu şekilde hem kullanıcılar ilgili şirket hakkındaki bilgilerin sürekli olarak son şeklini görebilmekte, hem de ilgili şirketler kendi bilgilerini güncellemek için ekstra bir çaba harcamamaktadırlar.
5. **Tam ve Yeterli Bilgi:** Ser, VIII No:39 sayılı “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” uyarınca şirketler, Tebliğde yer alan hususlarda kamuya özel durum açıklaması yapmaktadırlar. KAP kapsamında yapılacak her bir özel durum açıklaması için ayrı olmak üzere yaklaşık 250 adet özel durum şablonu oluşturulmuştur. Bu şablonlar, yatırımcılara belirli özel durumlarda hangi bilgileri açıklamaları gerektiği konusunda rehberlik etmekte, şirketlerin eksik bilgi ile kamuya açıklama yapmaları durumunda ilgili otoritelerin devreye girerek, eksik bilgileri tekrar istemesinden kaynaklanan zaman ve işgücü kayıplarını engellemektedir. Ayrıca oluşturulan her bir şablonun her bir hücreyi sorgulamaya müsait olarak dizayn edilmiştir.

6. **Maliyetlerde Azalma:** Mevcut durumda kağıt ortamında SPK ve/veya İMKB'ye gönderilen bilgilerin elektronik ortamda sisteme gönderilmesiyle zaman, kağıt ve işgücü tasarrufu sağlanmış olacaktır.

3.5. Uzak Doğu

3.5.1. Japonya

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeler Menkul Kıymetler ve Borsalar Kanunu (MKBK) ile Borsa düzenlemelerinde yer almaktadır. Zamana bağlı kamuyu aydınlatma (timely disclosure) borsa düzenlemelerinde yapılmıştır. Kamuyu aydınlatma sistemi olan EDINET'le ilgili düzenlemeler MKBK'nda yapılmıştır. Zamana bağlı kamuyu aydınlatmada ise bilgilerin elektronik ortamda borsaya gönderilmesinde TDNet (TSE elektronik bilgi dağıtım sistemi) kullanılmaktadır. EDINET'te düzenli finansal bilgiler ve diğer bilgiler yer alırken, TDnet şirket veya grup şirketlerine ait, yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek kararlar, olaylar, finansal değişim ve gelişmeler, önemli yatırım kararları vb. bilgileri içermektedir.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Kote şirketler yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek her tür önemli bilgiyi zamanında ve doğru olarak bildirmekle yükümlüdürler. TSE'nin belirlediği kurallar asgari kriterler olup kanunda açıkça belirtilmiş olmasa dahi şirketler ilgili haberleri zamanında açıklamak zorundadır. Açıklama yapmadan önce şirketler bu bilgileri Borsa'ya yollamak durumundadır.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

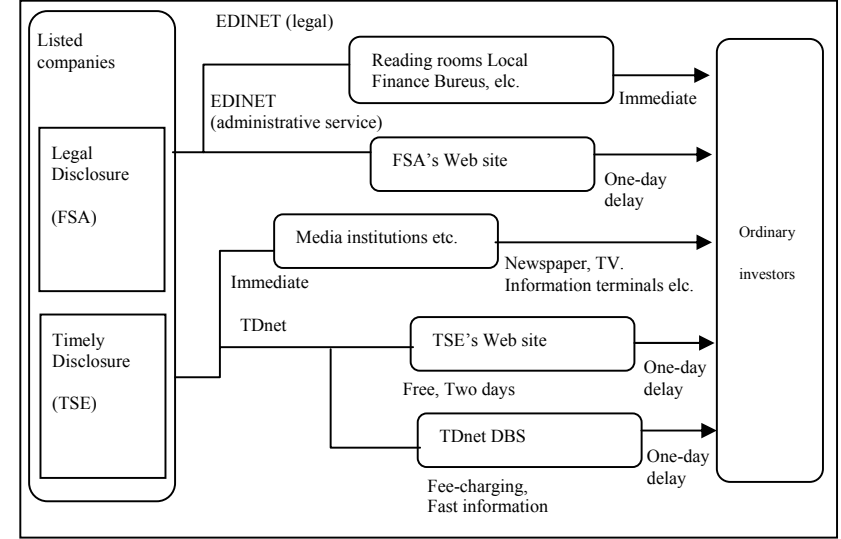
Şirket kamuya açıklanmış bir bilgide hata, eksik veya düzeltme olduğunu farkederse, geciktirmeksizin düzeltmeyi yapmalıdır. Kamuyu aydınlatma sürecinde TSE ile ilişkilerin yürütülmesi amacıyla şirket bilgilerinden sorumlu bir memur atanması gereklidir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Borsa kamuyu aydınlatmayla ilgili olarak; yatırımcı kararlarını etkileyebilecek önemli bir şirket haberinde belirsizlik durumunda veya haberin yayınlanmasına karar verilene kadar işlemleri durdurabilmektedir. Bunun dışında bilgisayar sisteminde bir aksaklık olması veya piyasada anomaliler olması durumlarında da bu yetkisini kullanmaktadır.

EDINET ve TDNet Sistemlerinin işleyişi aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

EDINET ve TDNet Sistemlerinin İşleyişi



3.5.2. Hong Kong

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Hong Kong Borsası HKEx şirketlerin borsanın kotasyon birimine bağlı e-gönderme (e-submission) sistemiyle bilgileri toplamaktadır. Bilgiler bazı durumlarda diskette de gelebilmektedir. En son olarak ise arama, arşiv vb. pek çok fonksiyonu bulunan, HKEx web sitesine yollanmaktadır. ISC (Investment Service Center) olarak adlandırılan sistemin işletilmesinden borsa sorumludur.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Bilgiler kategorilere ayrılmakta ve bazıları ISC'ye doğrudan gönderilebilirken, bazı bilgilerin yayınlanmadan önce borsa kotasyon birimi tarafından incelenmesi gerekmektedir. Bu tür bilgiler söz konusu olduğunda "5-7-9" kuralı uygulanmaktadır. Borsanın bilgiyi en geç 17:00'a kadar alması, gerekli incelemeler ve düzeltmeleri 19:00'a kadar yapması ve ihraççının bilginin son şeklini ISC'de yayınlanmak üzere borsaya elektronik ortamda en geç 21:00'a kadar iletmesi gerekmektedir. Nisan 2003 tarihinde çift raporlamaya geçildiği için haberler yalnızca borsaya değil aynı zamanda Securities and Futures Commission (SFC)'ye gönderilmektedir.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Bilginin kamuya duyurulmasından sonra herhangi bir kontrol bulunmamaktadır. Bununla birlikte bilginin yanlış, eksik, yanıltıcı olduğunun tespit edilmesi durumunda borsanın disiplin cezaları uygulanmaktadır. Borsanın cezaları ihtar ve kınama şeklinde olmaktadır. Ancak, 2003 yılından itibaren, bilgiler aynı zamanda SFC'ye de gönderildiği için söz konusu durumlarda SFC'nin daha ağır cezaları olabilmektedir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

İhraççı belirtilen zamanda bilgiyi göndermediği takdirde borsa bilgi gönderilene kadar ilgili menkul kıymetin işlemlerini geçici olarak durdurabilmektedir. Ayrıca borsa piyasaların yeterince bilgilendirilmediğini düşündüğü durumlarda geçici olarak işlemleri durdurabilmektedir. Bunun dışında ihraççılar geçici durdurma için borsaya başvuruda bulunabilmektedir. Gerçekleşmeyen emirler iptal edilebilmektedir.

3.5.3. Güney Kore

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Şirketlerin kamuyu aydınlatma bilgileri Menkul Kıymetler ve Borsalar Kanunu (Securities and Exchange Act) ile Kore Borsası'nın Kamuyu Aydınlatma Yönetmelikleri çerçevesinde düzenlenmektedir. Kote şirketler, periyodik mali raporlarını ve anında açıklayacakları şirket haberlerini (özel durum ile sermaye artırım) elektronik ortamda sermaye piyasalarının düzenleyici otoritesi olan Financial Supervisory Commission'ın (FSC) ve Kore Borsası'nın elektronik sistemlerine iletmektedirler. Ayrıca, Kore Borsası kamuya açıklanacak bilgileri Borsa'nın Günlük Bülteni'nde de duyurmaktadır.

Şirketler, söz konusu duyuruları Financial Supervisory Commission'ın DART sistemi (Data analysis, Retrieval and Transfer) ve Kore Borsası'nın elektronik sistemi olan KIND sistemi (Korea Investor's Network for Disclosure) aracılığı ile halka iletmektedir. KIND sistemi şirketlerin periyodik mali raporlarının iletilmesi için uygun bir sistem sunmakla birlikte, yatırımcılar da bu bilgilere kolayca erişebilmektedirler. DART sistemine iletilen periyodik mali raporlar ise bu sistemden FSC'ye sunulmakta ve Kore Borsası'na iletilmektedir. Her iki sistemde de duyurular hafta içinde 7:30 –17:30 arasında Cumartesi günü ise 7:30-16:00 arasında iletilmektedir.

Genellikle, şirket açıklamaları iki kategoriye ayrılmaktadır: (1) birincil piyasada kamuyu aydınlatma ve (2) ikincil piyasada kamuyu aydınlatma.

ii) Kamuya Açılmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Şirketlerin Financial Supervisory Commission'a (FSC) halka arza ilişkin tescil belgesi ile izahname verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Halka arz tescil belgesi şirketin halka arzına ilişkin tüm önemli bilgiler ile şirket profili, halka arz yöntemi, gelirin kullanımı, şirketin faaliyet ve mali durumu, mülkiyet, ortaklık yapısı ve mali tablolara ilişkin bağımsız denetim raporu bilgilerini içermelidir.

İkincil piyasada kamuyu aydınlatma bilgileri, periyodik mali raporlar ile kote olan şirketlerin zamanında açıklaması gereken özel durum, sermaye artırım ve temettü ödemelerine ilişkin bilgilerdir.

Kamuyu aydınlatma bilgileri halka 3 yöntem ile açıklanmaktadır. Birincisi, bilgilerin doğrudan şirketler tarafından FSC ile Kore Borsası'nın elektronik sistemi aracılığı ile halka açıklanması; ikincisi, şirketler adına Kore Borsası tarafından dolaylı olarak halka açıklanması; ve üçüncüsü Borsa tarafından talep edildiği takdirde şirket tarafından FSC ile Kore Borsası'nın elektronik sistemi aracılığı ile halka açıklanmasıdır. Kamuyu aydınlatma kapsamında açıklanacak şirket duyurularının etkin olarak yapılmasını sağlamak için Kore Borsası, şirketlerin iki üst düzey yöneticilerini kamuyu aydınlatma bilgilerinin açıklanmasından sorumlu olarak görevlendirmelerini zorunlu kılmaktadır.

Şirketler tarafından halka doğrudan duyurulacak bilgiler DART ve KIND aracılığı ile açıklanmaktadır. Kore Borsası isterse, bilgilerin detaylarını kayıt bandına kayıt edebilir. Kayda alınan bilgiler şirket adına halka elektronik sistem ile iletilmektedir. Doğrudan açıklanacak duyurular, şirket yönetimini veya hisse senedi fiyatını etkileyebilecek bilgileri kapsamaktadır. Bunlar; sermaye artırım ve indirim ile ilgili yönetim kurulu kararları, temettü oranları, şirket birleşmeleri ve satın almaları ve yeni yapılanma ile ilgili haberler olup karar alındığı veya vuku bulduğu aynı gün içerisinde açıklanmalıdır.

Dolaylı olarak halka açıklanacak bilgiler telefon ile veya yazılı olarak bilgiye ilişkin kararın alındığı veya vuku bulduğu bir gün içerisinde Kore Borsası'na bildirilmektedir. Dolaylı açıklanacak bilgiler; şirketin genel faaliyet niteliğini ve türünü değiştirmeye yönelik kararlar, yeni yatırımlar, yeni teknoloji edinilmesi, duran varlıkların satın alınması veya elden çıkarılması, dava açılması, olağanüstü büyük kayıpların meydana gelmesi ve hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil veya varantların ihraç edilmesini kapsamaktadır.

Borsanın talebi doğrultusunda şirketlerden istenecek bilgiler söylentiye ilişkin veya olağan dışı piyasa hareketlerini içeren veya bir hisse senedi fiyatını önemli derecede değiştirebilecek haberlerdir.

- Şirketlerin açıkladığı periyodik mali raporlar elektronik sistem aracılığı ile Financial Supervisory's Commission'ın elektronik sistemi olan DART sistemine iletilmektedir.
- DART sistemine aktarılan bilgiler halka açıklanmakta ve aynı anda Borsa'nın KIND sistemine iletilmektedir. KIND sistemine iletilen bilgiler yine bu sistemden halka açıklanmaktadır.
- Şirket haberleri (özel durum+ sermaye artırımları) şirketler tarafından Financial Supervisory Commission'ın DART sistemine iletilmektedir.
- DART sistemine iletilen şirket haberleri, aynı anda Borsa'nın KIND sistemine de iletilmektedir. Kore Borsası tarafından kontrol edildikten sonra teyit edilen şirket haberleri KIND ve DART sistemleri aracılığı ile halka açıklanmaktadır.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

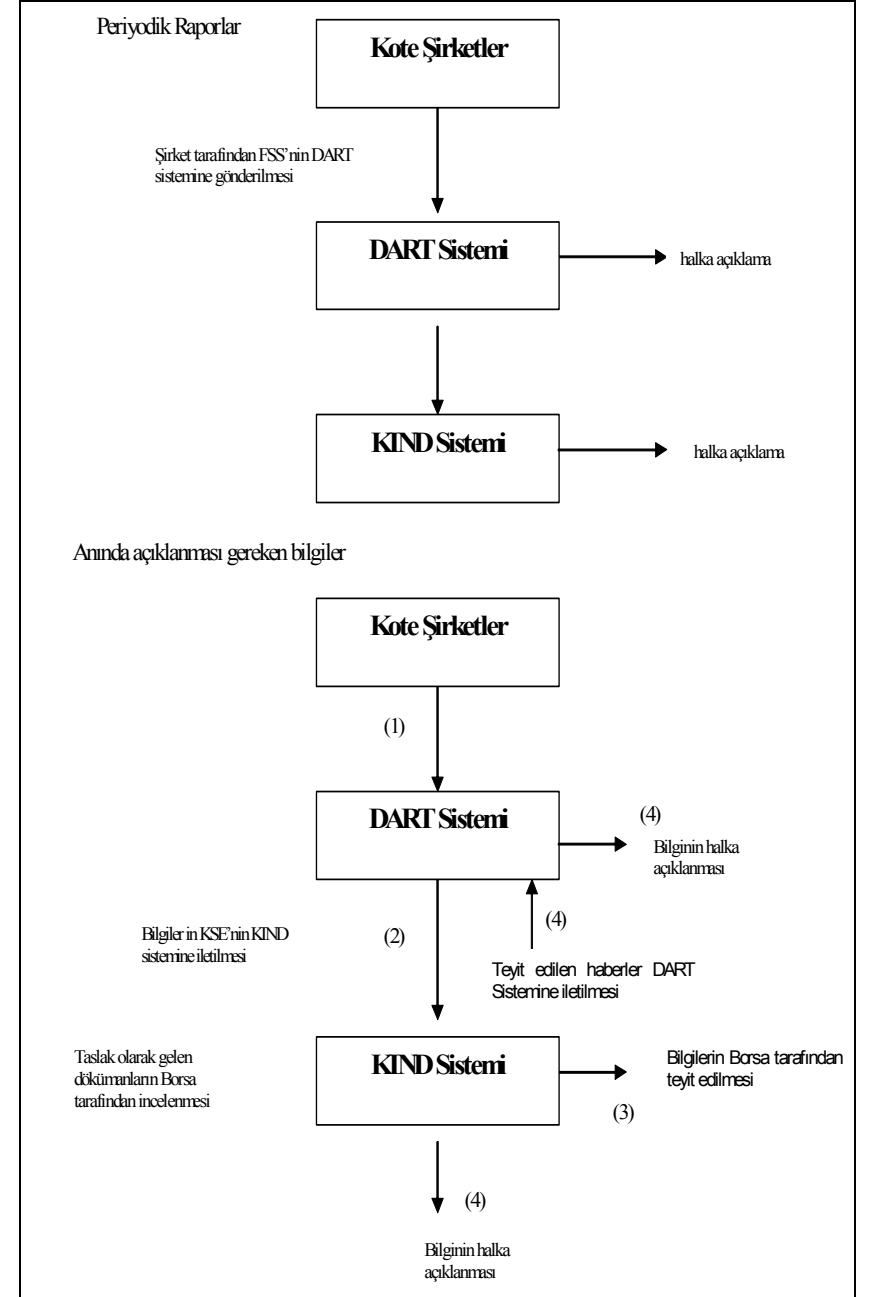
Kamuyu aydınlatma çerçevesinde yapılacak duyurulara ilişkin prosedür, Kore Borsası'nın Kotasyon ve Kamuyu Aydınlatma Departmanı tarafından yürütülmektedir. Kotasyon ve Kamuyu Aydınlatma Departmanı

- Bilgilerin kamuya açıklanmasını sağlayan elektronik sistemini planlar, işletir ve kontrolünü sağlar.
- Kamuya açıklanmak üzere Borsa'ya kote şirketler tarafından gönderilen bilgileri inceler ve teyit eder.
- KIND sistemi aracılığı ile bilgileri halka duyurur.
- Kamuya açıklama sisteminde şirketlerin, yatırımcıların, Kore Borsası'nın ve tüm piyasa katılımcıların izleyecekleri politikaları, yöntemleri yükümlülükleri, uygulamaları ve prosedürleri belirler.
- Önemli bilgilerin açıklanmasında hisse senetleri işlemlerini durdurur. (kotasyon kriterlerinin herhangi birisini yerine getirememesi, sahte veya üzerinde değişiklik yapılan hisse senetlerinin ortaya çıkması, Kore Borsası'nın yatırımcıların korunmasını gerekli görmesi, daha önce bilinmeyen söylenti veya haberlerin yayılması neticesinde hisse senedi fiyatının veya hacminin olağan dışı hareket etmesinin beklenildiği durumlarda)

Doğru olmayan aldatıcı bilgilerin açıklanmasını önleyici disiplin tedbirlerini belirler.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Bu tedbirler, söz konusu hisse senetleri işlemlerinin geçici olarak bir gün için durdurulması, bilgilerin doğru olmadığı hususunun halka açıklanması, içeriden öğrenenlerin ticareti kuşkusu bulunmakta ise FSC'ye bildirilmesidir.



3.5.4. Malezya

Kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemeler değişik kanunlarda yer almaktadır. Bunlar Menkul Kıymetler Komisyonu, Birleşme ve Devralmalar, Hisselerin Geri Alımı'na ilişkin düzenlemeler ve Kuala Lumpur Borsası (KLSE) kotasyon kriterleri içinde düzenlenmiştir. Bu bilgiler 3 grupta toplanabilir;

Materyal Bilgiler:

- şirketlerin kamuyu aydınlatma politikaları: materyal bilgilerin sürekli ve zamanında kamuya duyurulması,

Anlık Duyurular:

- Anlık duyurular: şirketlerin ani olarak meydana gelen borsaya bildirmekle yükümlü oldukları gelişmeler,

Periyodik Bilgiler:

- Periyodik kamuyu aydınlatma: periyodik olarak bildirilmesi gereken finansal bilgiler (yıllık mali tablolar, periyodik raporlar)

Söz konusu bilgiler internet tabanlı olarak çalışan güvenli ve etkin "KLSE Kotasyon Bilgi Ağı" (Listing information Network) aracılığıyla duyurulmaktadır. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün yerine getirilmesinin denetimi borsanın Kotasyon Grubu tarafından yapılmaktadır.

3.5.5. Filipinler

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

"Online Disclosure System" OdiSy sistemi SEC'in elektronik yayınlama formları ve borsanın raporlama yükümlülüğüne ilişkin elektronik formlardan oluşmaktadır. Raporlar borsanın web sitesinde yer almaktadır. Sistemi borsa düzenlemekte ve işletmektedir. Bununla birlikte borsanın da kote bir şirket olması nedeniyle borsaya ilişkin düzenlemeler düzenleyici otorite tarafından yapılmaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Bilgiler ilk olarak borsaya gelmekte ve kamuya duyurulması borsa tarafından yapılmaktadır. Bilgi geldiği zaman borsanın kamuyu aydınlatma dosyalarına kaydedilir. Herhangi bir düzeltme gerekmiyorsa anında borsanın web sitesine konulur. Bu aradaki zaman genellikle 5-10 dakika arasında olmaktadır. Şirketler önemli haberleri oluştuğundan anında geç 10 dakika içinde borsaya bildirmek zorundadır.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Kamuyu aydınlatma kurallarına uyulmama durumunda borsanın kotasyon ve kamuyu aydınlatma kuralları çerçevesinde yaptırımlar ve para cezaları uygulanabilir. Bunun dışında borsa geçici işlem durdurma ve kottan çıkarma cezaları verebilmektedir.

iv) Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Borsa şirketlerden fiyatı etkileyebilecek haberlerin gönderildiğine dair bir açıklama isteyebilmekte ve bilginin açıklanıp açıklanmadığını araştırmaktadır. Şirketler bu açıklamayı her işlem günü piyasa açılmadan saat 9:00'a kadar borsaya bildirmek zorundadır. Şirketten haber gelmemesi durumunda işlemler bir saat için durdurulur. Bir saat sonrasında şirketten cevap gelsin ya da gelmesin işlemler yeniden başlatılır. Saat 11:00'a kadar cevap vermeyen şirketlere cezai yaptırımlar uygulanır. İşlem günü içinde genel kural olarak emirler iptal edilemediği için işlem durdurular genellikle piyasa açılmadan önce yapılmaktadır.

3.5.6. Tayvan

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Tayvan Borsası ve Gretai Makul Kıymetler Pazarı tarafından dizayn edilen "Market Observation Post System" (MOPS) adında bir sistem kullanılmaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Kote şirketler duyuruları doğrudan söz konusu sistemin internet sitesine yapabilmektedir. Bunların doğruluğunun sorumluluğu şirketlere ait olmakta ve bu aşamada bir kontrol mekanizması bulunmamaktadır. Borsanın belirlediği zaman çizelgelerine uyulma zorunluluğu vardır. Örneğin fiyata etki edebilecek haberlerin o gün içinde duyurulması gerekir. Finansal tablolar ise her üç aylık dönemden sonra bir ay içinde, aylık raporların ayın 10'undan önce bildirilmesi gerekmektedir.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Diğer tüm bilgiler içerik ve açıklamalarıyla birlikte, haberin olduğu an ile ertesi iş günü seans başlamadan önce internete konulmalıdır. Kotasyon ve Piyasa Gözetim Birimi fiyata duyarlı haberler ve olağandışı fiyat hareketlerini izlemekle görevlidir.

Geçici İşlem Durdurma ve Emir İptali

Mevcut durumda fiyata duyarlı haber dolayısıyla geçici işlem durdurma yapılmamaktadır.

3.6. Amerika

3.6.1. EDGAR Sistemi

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

EDGAR, ABD sermaye piyasaları düzenleyici otoritesi (SEC)'in Elektronik Finansal Veri Toplama, Arşivleme ve Dağıtım sistemidir. SEC, finansal ihraççıları ve piyasa yapıcıları düzenlemekle ve yatırımcıların kararlarında kritik önem arzeden çeşitli finansal açıklamaları zorunlu kılmakla yükümlüdür. Bu açıklama dökümanları, yatırımcıların tutarlı bir biçimde bilgi almalarını mümkün kılarken, firma faaliyetlerini izlemek, yatırım beklentilerini tayin etmek ve firmalar arası karşılaştırmalar yapmak konularında yatırımcılara yardım eder. 1970'lerde tasarlanan, 1980'lerde eyleme konan ve 1996'da tam olarak uygulanan EDGAR'ın amacı ABD'de SEC'e gelen tüm dökümanların elektronik ortamda alınması, onaylanması ve bu dökümanların kamuya duyurulmasıdır. EDGAR ana yapısı itibarıyla standart formlara dayanmaktadır. SEC'e herhangi bir şekilde başvuracak olanlar "EDGAR Filer" adı verilen acentalar vasıtasıyla bu başvurularını standart formlarla yapmaktadır. Bu formların tamamı ABD sermaye piyasası mevzuatı uyarınca ilgili taraflardan istenen bilgilerden oluşmaktadır.

Söz konusu standart formlar incelendiğinde bunların çoğunlukla izahname, ana sözleşme değişiklikleri ve yıllık faaliyet raporları gibi bir çok zamana duyarlı olmayan hususları içerdiği görülmektedir. Bununla birlikte 8-K adı verilen formla zamana duyarlı ve fiyatı etkileyebilecek bilgiler de istenmektedir. Bu formun EDGAR ile en fazla 2 gün içinde gönderilmesi gerekmektedir.

Sistem üç alt sistemden oluşmaktadır. Her alt sistemin önemli özellikleri aşağıda özetlenmiştir.

1) Varış ve Kabul

- Edgar dökümanları şirket'in kullandığı herhangi bir kelime işlemcide dosyalayıcılar (filer) tarafından hazırlanır.
- Edgar dökümanları hazırlandıkları kelime-işlemci formatından ASCII formata dönüştürülür.
- ASCII dosyaları bu alt sisteme gönderilebilir.

- Ücret sözkonusu olduğunda fonlar Pittsburgh'daki Mellon Bank'ta depo edilir. Ödenen ücretler hakkındaki bilgi SEC'e elektronik olarak gönderilir.
- SEC her dosyalayıcı şirkete Edgarlink adı verilen özel bir yazılım sağlar. Bu yazılım SEC'e gönderilecek olan ASCII dosyasında, dosyalayıcıların (filer) bilgiyi kontrol edebilmesini ve SEC'e göndermesini sağlar.
- Gelen dökümanlar bu alt sistem tarafından değişik format isteklerine göre elektronik olarak incelenir.

Bütün format istekleri karşılandığında döküman dosya olarak kabul edilir ve anında SEC çalışanlarının ve halka açıklanacak bir döküman ise halkın kullanımına sunulur.

2) Analiz ve Gözden Geçirme

- Bu alt sistem kabul edilen dosyaları depolar ve bu dosyaların A.B.D. Menkul Kıymet yasalarına uygunluğunu inceleyecek olan SEC çalışanlarının kullanımına sunar.
- Dökümanların tutuldukları veri tabanı "Mead Data Central" tarafından geliştirilmiş olup, 20 milyon sayfa kapasiteye sahiptir ve hepsinde istenilen bir text bilgi rahatlıkla aranıp bulunabilmektedir.

3) Kamuya Açıklama

- Bu alt sistemi Lexis-Nexis şirketi finanse etmiş ve A.B.D. hükümeti herhangi bir harcama yapmamıştır. Firma, maliyetini kamuya açık EDGAR datalarını enformasyon şirketlerine satarak karşılamaktadır.

EDGAR'da yer alan bilgiler son yıllarda internet üzerinden de kullanılmaya başlanmıştır. Bu verilerin işlenmemiş olması nedeniyle internet üzerinde EDGAR bilgilerini analiz eden pek çok bilgisayar programı geliştirilmiştir.

EDGAR'ın internet bazlı versiyonu "browser" ve internet teknolojisi ile SEC'in windows ve Unix tabanlı sunucu'larından (server) oluşmaktadır.

Sistemin değişik kullanıcı gruplarına sağladığı faydalar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 11: Sistemin Sağladığı Faydalar

Şirketlere	Yatırımcılara	Denetleme ve Gözetim ile Görevli Olanlara
• Postadaki Gecikmelerin Önlenmesi,	• Güncel bilgilere ulaşım,	• Otomatik Yönlendirme,
• Piyasa Bilgilerine Erişim,	• Kamuya açık bilgilerle analiz imkanı,	• Zamanı etkin kullanabilme,
• Bürokratik İşlemlerin Azalması,	• Endeksleme ve arama,	• Geliştirilmiş iş akışı,
• İşlem ve Bildirim Hızının Artması		• Geliştirilmiş tarama imkanı,
		• Kelime arama özelliği,

3.6.2. NASDAQ

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Gözetim departmanı niteliğindeki Market Watch'un bir bölümü olan "The Stock Watch" kamuyu aydınlatmakla ilgili birimdir. Stock Watch sürekli olarak işlem gören şirketlerle ilgili haberleri gözden geçirir ve hisse senetlerinin fiyatları ile işlem hacimlerini gerçek zamanlı olarak gözetim altında bulundurur. Nasdaq'da kote olan şirketlerin kamuyu açıklayacağı bilgilerin "material news" niteliğine sahip olması gereklidir. "Material news" ile şirketin hisse senetlerinin değerini ve yatırımcı kararlarını etkileyen bilgiler kastedilmektedir.

Stock Watch'un, şirketin gönderdiği bilgileri onaylama ve onaylamama fonksiyonu yoktur. Şirketlerin Borsaya gönderecekleri haberler kendi sorumlulukları altındadır.

Bilgilerin Stock Watch'a gönderilmesinin gecikmesi durumunda hissedeği işlemlerin durdurulması gündeme geleceğinden, bunun önlenmesi için bilginin telefon, faks ve sözlü mesaj geciktirilmeksizin gönderilmesi mümkündür.

Nasdaq'a gönderilmesi gerekli bilgilere (material news) örnek olarak aşağıdakiler verilebilir:

- Dönemsel ve yıllık karlar,
- Birleşme, devralma, satın alma,
- Bedelli ve bedelsiz sermaye artışları,
- Olağandışı gelirler,
- Başka bir şirketin hisselerini toplama vb girişimler,
- Önemli bir anlaşma yapılması veya anlaşmanın iptali,
- Yeni bir ürün çıkarılması ve keşfi
- Yönetim ve kontrolünde değişiklik
- Menkul kıymetlerin geri çağırılması ve azaltılması,

- Önemli miktarda menkul kıymetin halka arzı ve belirli bir yatırımcı kitlesine satışı,
- Önemli miktarda alış ve satışlar,
- Sermaye yatırım planlarındaki değişiklikler,
- Şirketin kendi hisselerini almasına ilişkin program yapılması,
- Muhasebe yöntemlerinde önemli bir değişiklik yapılması
- Çalışanlarla ilgili önemli uyumsuzluklar
- Tesis kapatmalar ve işçi çıkarmalar

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Nasdaq'da şirketlerin yükümlüğü bilgileri yatırımcılardan ve finansal kuruluşlardan önce StockWatch'a göndermesidir. Şirketler tarafından internet üzerinden gönderilen bilgilerin aynı zamanda diğer geleneksel yöntemlerden biri ile de ulaştırılması gerekir. Bilgilerin internet üzerinden yayınlanmasından önce aynı bilginin geleneksel yollardan biri geçilmiş veya alınmış olması istenmektedir.

Nasdaq şirketleri StockWatch tarafından istenen bilgilere derhal yanıt vermek zorundadırlar. Genelde hisse senetlerinde beklenmeyen fiyat hareketleri oluşmaya başladığında veya menkul kıymet işlemlerine önemli etkide bulunacak olaylarda şirketlerden bilgi istenmektedir.

Güvenlik açısından, Nasdaq şirketleri StockWatch uzmanlarından bir telefon aldıklarında şirket hakkında herhangi bir bilgi vermeden önce telefon edenin kimliğini kendisine verilen SW numarasını sorarak kontrol eder. Tersisi durumlarda da aynısı geçerlidir. Şirketler tarafından SW analistleri arandığında, analistler şirketin belirlenen sorumlusunu geri arayarak bilginin doğruluğunu ve arayanın kimliğini kontrol ederler.

SW henüz kamuya açıklanmamış bilgi ve piyasadaki işlemlerle ilgili olarak sadece bu konuda yetkilendirilmiş şirket personeli ile görüşür.

Şirketler SW uzmanları ile Pazartesi ve Cuma günlerinde 8:00 ile 19:00 arasında ücretsiz telefonlarla görüşebilirler. 24 saat faks yoluyla bilgi gönderebilirler. Normal çalışma saatlerinde dışında kamuyu aydınlatma duyurularında SW önceliklidir. Çalışma saatleri dışında şirketler bunun için ayrılan telefonlara sesli mesaj gönderebilirler ancak sesli mesajla birlikte SW'ye haberle ilgili bilginin fakslanması gerekir. Şirketlerin bilgi göndermeden önce SW analistlerinden sözlü onay almalarına gerek yoktur. Telefonla, faksla ve sesli mesaj ile bilginin tam olarak gönderilmesi yeterlidir.

iii) Geçici İşlem Durdurma

StockWatch, şirketlerle ilgili haberleri sürekli gözden geçirerek, haberlerle ilgili piyasaya duyurulmamış bir hususun olması halinde işlemleri geçici olarak durdurabilir. Durdurma işlem saatleri boyunca, seans öncesi veya sonrası olabilir.

3.6.3. New York Borsası**i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri**

NYSE ve kota alınan şirketin kotasyon anlaşması gereğince kamuyu aydınlatma yükümlülüğü şirkete aittir.

NYSE'nin belirlediği düzenleme çerçevesinde şirket bilgileri, şirket tarafından haber ajansları yoluyla kamuya duyurulur. Şirket menkul kıymetinin fiyatını etkileyebilecek her türlü bilgiyi haber ajanslarına ve basına ivedi olarak bildirmek zorundadır. NYSE şirketin kamuya duyuracağı basın bültenlerinin şeklini belirlemektedir.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

NYSE kurallarına göre basın bültenleri DJ & Co., Reuters, Bloomberg adlı haber ajanslarına ivedi olarak geçilmek zorundadır. Bu yayın organlarının yanı sıra şirketlerin söz konusu haberleri Associated Press, United Press International, New York gazeteleri veya şirket merkezinin bulunduğu yerdeki basın ve yayın organlarına da bildirmeleri NYSE tarafından teşvik edilir. Şirketler hisse senedinin fiyatını etkileyecek her hangi bir basın bildirisini kamuya duyurmadan en az 10 dakika önce NYSE'deki borsa temsilcisini arayarak haberdar etmelidir. Hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek duyuruların bir kopyasının NYSE'ye fakslanması gerekir. Her şirketin borsada, kamuyu aydınlatma konusunda ulaşacağı bir müşteri temsilcisi mevcuttur. Kamuyu aydınlatmadan önce şirketler müşteri temsilciliklerini aradıkları gibi, hisse senedinde olağandışı hareketler söz konusu olduğunda müşteri temsilcisi şirketteki muhatabını arayarak dışarıya sızmış olabilecek ve menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek nitelikte bilginin var olup olmadığını sorar.

iii) Geçici İşlem Durdurma

Dışarıya sızmış olabilecek bir bilgi mevcutsa, müşteri temsilcisi şirketten bu bilgiyi bir basın bülteni olarak hemen yayınlamasını aksi takdirde söz konusu hisse senedinin işlemlerinin geçici olarak durdurulacağını bildirir.

3.6.4. Kanada**i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri**

Borsa kotundaki şirketlerin yapacağı duyurular Toronto Borsası ve OSC'ye (Ontario Securities Commission) SEDAR adı verilen elektronik veri gönderme sistemi yoluyla yapılmaktadır. Tüm Kanada'da ihraççı şirketlerin veri göndermede SEDAR sistemini kullanmaları zorunlu tutulmuştur. National Policy No.40 sayılı düzenleme kamuya yapılacak duyuruların zamanlamasını belirlemektedir.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

İhraççı şirketler tarafından haber gönderimi ve zamanlaması ile ilgilenen esas bölüm Piyasa Gözetim departmanıdır (Market Surveillance). Ancak bu departmanın yanı sıra Company Regulation; Company Reporting; Regulatory and Market Policy ve Market Data departmanları da kamuyu aydınlatma ile bağlantılı konularla görevlidir. Fakat "material information" niteliğindeki ve hisse senedinin fiyatını ve şirketin piyasa değerini etkileyebilen bilgilerin izlenmesi ile görevli birim Piyasa Gözetim departmanıdır. Şirketler herhangi bir bilginin material information kapsamına girip girmediğini ve kamuya açıklanması konusunda tereddüde düşmeleri durumunda Borsanın Piyasa Gözetim Departmanı'nı arayıp danışabilmektedirler. Kural olarak şirketin faaliyetleri ve yönetimi ile değişiklikler ve gelişmeler derhal kamuya duyurulması gerekli hususlar arasındadır. Sınırlı olarak belirtilmiş bazı hallerde şirket sırrı nedeniyle kamuya duyuru geciktirilebilir.

Şirket hakkındaki henüz öneri aşamasında ve bitmemiş gelişmeler de, eğer o aşamada da material information değerini taşıyorsa, bildirilmesi gereklidir. Duyuruda içinde bulunulan aşama ile birlikte işlemin muhtemel tamamlanma zamanı ile olası sonuçları açıklanır ve en geç her 30 günde bir geline aşama hakkında bilgi verilir.

Gelir ve finansal tablo tahminlerinin açıklanması gerekmemektedir. Ancak yakın gelecekte (gelecek 3 aylık dönem gibi) şirketin gelirinde önemli nitelikte bir azalma ve artma bekleniyorsa bunun tüm yatırımcılara duyurulması gerekmektedir. Böyle durumlarda tahminler sadece belirli bir yatırımcı kitlesi veya şirket iştiraklerinin yöneticileri ile sınırlı tutulamaz.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Piyasa Gözetim Departmanı menkul kıymet işlemlerini sürekli izleyerek önemli derecede olağandışı bir piyasa hareketi görüldüğünde, bunun belirli bir nedeni olmadığı sonucuna varırsa derhal şirket yönetimi ile kontak kurar ve şirketten kamuya açıklanmamış yeni bir gelişme olmadığını duyurmasını isteyebilir.

Bilgiler Borsa'ya bildirildikten sonra en hızlı iletişim yoluyla yayınlanabilir. Bu kapsamda ulusal finans basınında ve günlük gazetelerde duyurunun tam metin olarak yayınlanır, tüm borsa üyelerine ve düzenleyici kuruluşlara dağıtılır. Veri dağıtım kuruluşları aracılığıyla dağıtımlarda duyurunun tam metin olarak yanlışsız ve eksiksiz yayınlanmasına şirketler dikkat etmekle yükümlüdürler.

Bilgilerin tüm yatırımcılara eş anlı olarak dağıtılması temel amaçtır. Buna uygun hareket etmeyen şirketler kottan çıkarma ve işlemlerin durdurulması gibi çeşitli yaptırımlarla cezalandırılır.

Açıklanacak bilgilerin içeriğinin gerçek ve dengeli olması, önemi abartılarak veya küçültülerek verilmemesi gerekir. Olumsuz haberlerin de derhal ve tüm ayrıntıları ile duyurulması gerekir.

Sınırlı bazı durumlarda, şirketin faaliyetleri konusunda kamuya yapılacak duyurular geçici olarak gizli tutulur ve duyurulması ertelenir. Böyle bir yola bilginin açıklanmasının şirket menfaatlerine aşırı şekilde zarar vereceğinin anlaşılması durumunda gidilir. Örnek olarak aşağıdakiler verilebilir:

- Şirketin özel ve sınırlı bir amaca yönelik işlemin gerçekleşmesine zarar veren olaylar örneğin şirketin önemli bir aktifi alma görüşmeleri sürerken çok önceden açıklama yapılmasının, devralma maliyetini yükseltmesi gibi.
- Şirket sırrı niteliğindeki bilginin açıklanmasının rakiplerine önemli menfaat sağlayacak olması, örneğin yeni bir ürünün özellikleri rekabet nedenleri ile saklı tutulabilir.

Açıklamanın yapılmasının ertelenmesi durumunda bu durumun ilgili şirketçe tümüyle gizli tutulması önemli hale gelir. Bu nedenle bu bilginin işlemin gereği olan personel dışında hiç kimseye açıklanmamalıdır. Herhangi bir bilgi veya söylentinin çıkması durumunda, şirketin derhal açıklama yapması gerekir.

Toronto Borsası elektronik ortamda kamunun aydınlatılması konusunda ayrıntılı bir rehber hazırlamıştır. Borsa kotundaki şirketlere ilişkin yıllık mali tablolar, prospektüsler ve benzeri resmi dokümanlar CDS tarafından işletilen SEDAR sisteminde yer almaktadır. Toronto Borsasının internet sitesinde ayrıca her kottaki şirketi tanıtıcı bölüm yer almaktadır. Borsa ayrıca her şirkete bir internet sitesi oluşturmak suretiyle yatırımcı ile ilişkilerini elektronik ortamda vermeyi önermektedir. Pek çok veri dağıtım kuruluşu da kendi

sistemleri aracılığıyla kottaki şirketler hakkında sürekli bilgi vermektedirler.

Kamuyu aydınlatma gerekliliklerinde şirketlerin internet siteleri aracılığıyla yatırımcıları aydınlatmaları yeterli değildir. Şirketler internetin yanı sıra geleneksel yöntemleri de kullanmak suretiyle yatırımcıları bilgilendirmek zorundadırlar. Bunun nedeni yatırımcıların hepsinin elektronik iletişime sahip olmaması ve internete ulaşamamalarıdır.

İnternet siteleri aracılığıyla kamuyu aydınlatan şirketler, geleneksel yöntemlerle yapılan aydınlatma ile aynı kurallara ve düzenlemelere tabidirler. Elektronik ortamda yapılan tüm iletişim aşağıdaki kurallara tabi olup, şirketler bu kurallara uymak zorundadırlar:

- Elektronik iletişim eksik, yanlış veya yanıltıcı olmamalıdır.
- Bilgiler sürekli güncelleştirilmeli ve düzeltmeler geciktirilmesizin yapılmalıdır.
- Sadece olumlu bilgilerin değil, maddi öneme sahip olumsuz gelişmeler hakkında da bilgi verilmelidir.
- Dökümanlar tam metin olarak gönderilmelidir. Bunun uygulanabilir olmaması durumunda, bilginin önemli tüm bilgileri sağlayıcı şekilde yanıltıcı olmaması gerekir. Bazı durumlarda, özet bilginin gönderilmesi yeterli görülebilmektedir.
- Elektronik iletişim tavsiyeler yapma veya bilgi sızdırma amacıyla kullanılamaz.
- Şirketler Borsa'nın belirlediği veri dağıtım sistemine göndermeden önce bu bilgileri internet, elektronik posta veya başka bir araçlar yayınlamaz.
- Elektronik iletişim menkul kıymetlerle ilgili yasalara uygun olmak zorundadır.

iv) Geçici İşlem Durdurma

Şirketlerin yapacakları bazı duyurular Piyasa Gözetim Departmanı onayı ile bekletiler. Gözetim Departmanı duyuru yapılmadan önce işlemleri durdurabilir. Söylentiler ve benzeri nedenlerle hisse senedi fiyatlarının etkilenmesi halinde Borsa şirketlerden açıklayıcı bir duyuru yapmasını isteyebilir. Böyle hallerde durumu açıklayıcı duyurular, şirketten kaynaklanmayan bir nedenle işlemlerin geçici olarak durdurulmasına göre tercih edilen bir yaklaşımdır. Söylentinin kısmen veya tamamen doğrulanması halinde gelişmelerin derhal tüm detayları ile duyurulması gerekir. OSC (Ontario Securities Commission) kararı ile de, hisse senedi işlemlerini durdurulabilir. Genelde kamu yararı nedeniyle OSC işlemleri durdurma kararı verebilmektedir.

Borsanın temel yaklaşımı istisnaları haricinde bilginin derhal yayınlanmasıdır. Bazı bilgilerin seans sonrası yayınlanmasına onay verilmekle birlikte büyük çoğunlukla bilgiler seanslar devam ederken geldiğinden derhal kamuya duyurulmaktadır. Bu nedenle seans devam ederken herhangi önemli bir gelişme halinde şirket yetkililerinin durumu derhal Gözetim Departmanına bildirmeleri gerekir. Söz konusu departman bu bildirim üzerine şirket işlemlerinin geçici olarak durdurulup durdurulmasına karar verir.

Normal işlem saatleri içinde “material change” niteliğinde önemli bir gelişmenin olduğunda mutabık kalındığı ve kamuya duyurulması gerektiği durumlarda, Borsa belirleyeceği bir süre işlemleri durdurma kararı verebilir. İşlem durdurmaları çok kısa bir süre içinde yapılacak duyurular için yapılmaktadır. Bir şirket tarafından duyuru yapacağı için işlemlerin durdurulması talep edilebilmesi için şirketin Borsayı duyuruyu çok yakın bir zamanda yapacağı konusunda ikna etmelidir. İşlemlerin durdurulma süresi genelde iki saatten azdır ve ortalama bir saattir. Maksimum işlem durdurma süresi 24 saattir. Bu süre sadece işlemlerin yeniden başlatılmasının piyasa güvenilirliğine çok olumsuz etkide bulunacağı kararı verilmesi durumunda aşılabilir. Beklenmeyen bir fiyat hareketi tespit edildiğinde, kamuya açıklama yapılmaya kadar işlemler durdurulabilir.

3.6.5. Brezilya

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Bovespa'nın kamuyu aydınlatma sistemi Mega Bolsa; internet sitesi, terminal ağları ve seans içi işlem bilgilendirme panoları ile bütünleşmektedir. Bunlara ek, günlük ve haftalık bültenler vasıtasıyla şirketler ve piyasadaki işlemler hakkında ayrıntılı bilgiler yayınlanmaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Şirketlerden gelen mali tablo bilgileri, genel kurul toplantıları, kar dağıtımı ile diğer önemli görülen her türlü bilgi Borsa tarafından kamuya duyurulmaktadır.

Bovespa'nın kamuyu aydınlatma ile ilgili bölümü, Şirketlerle İlişkiler Bölümü'dür. Bu bölüm, kotasyona alınacak şirketlerin durumunu da incelemektedir. Temelde ise, kamunun doğru ve zamanında aydınlatılmasına katkı sağlamaktır. İşlemlerde olağan dışı bir durum hissedildiğinde, Bovespa ilgili şirketlere açıklanması gereken bir durum olup olmadığını sormakta ve gerekli görürse işlemleri bir süreliğine durdurabilmektedir.

Fiyat hareketinde ciddi volatilité belirlendiği anlarda ilgili hisse senedine özgü bir geçici müzayedeye açılmaktadır. Müzayedeye, söz konusu karar anında, karardan 15 dakika sonrası, 1 saat veya 2 saat sonrası ya da 24 veya 48 saat sonrası başlatılabilir. Müzayedeye karar verilmesi durumunda kamuya ivedilikle duyuru yapılır.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Brezilya Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (CVM), şirketlerin zorunlu olarak kamuya duyuracakları bilgileri üç grupta toplamıştır:

1. **Periyodik Bilgiler:** Finansal tablolar (uygulanıyor ise konsolide); bağımsız denetim raporları; standart finansal tablolar, genel kurul ilanı, genel kurul kararları, yıllık faaliyet raporu, genel kurulu kararlarının uygulanışı ve değiştirilmesi durumları, dönemsel faaliyet bültenleri
2. **Periyodik Olmayan Bilgiler:** Toplantı (Yönetim kurulu vb.) duyuruları; genel kurul toplantısı çağrıları; özel genel kurulda alınan karar özetleri; hissedarlar sözleşmesi; Konkordata durumları, İflas başvuruları, CVM tarafından istenen diğer bilgiler.
3. **İlgili Durumlar:** Şirket menkul kıymetlerinin kotasyonu; yatırımcıların söz konusu menkul kıymetler üzerinde işlem yapma kararı; şirketin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetler üzerindeki hakların kullanılması yönünde yatırımcıların kararı. (İlgili haberlere örnek olarak; hissedar kontrolündeki değişiklikler, şirket varlıklarındaki önemli değişiklikler, yeniden değerlendirme, birleşme, devralmalar, ...)

Gizlilik: Şirket yöneticileri yasal bir kazanç imkanının kaybedilmemesi ve/veya hissedar çıkarlarının korunmasına yönelik olmak üzere bazı bilgileri kamuya duyurmayı tercih etmeyebilir. Ancak, söz konusu bilginin yayınlanmasının kontrolü yöneticilerden çıkarsa veya fiyat hareketlerinde atipik gelişme gözlenirse kamuya duyurmak zorunlu hale gelir.

İçsel Bilgi Yasası: Gizlilik Yükümlülüğü: Şirket yetkilileri ile başlıca hissedarlar görevleri ve yaptıkları faaliyetler itibarıyla edindikleri gizli bilgileri kamuya duyuruncaya dek, açıklamamak sorumluluğundadır.

iv) Geçici İşlem Durdurma

Bovespa ilgili şirketlere açıklanması gereken bir durum olup olmadığını sormakta ve gerekli görürse işlemleri bir süreliğine durdurabilmektedir.

3.6.6. Venezuela

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Düzenleyici otorite (NSC) tarafından kurulan “SIBE” sistemi kullanılmaktadır. Sistemin işletilmesi borsa tarafından yapılmaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Menkul Kıymetler Kanunu'nun ilgili maddesi gereğince, halka açık şirketler fiyatı etkileyebilecek gelişmeleri anında sisteme göndermek zorundadır. Bu aşamada herhangi bir kontrol mekanizması bulunmamaktadır.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Düzenleyici otorite piyasalarda şeffaflığı sağlamakla ilgili düzenlemelerin yapılmasından, uygulanmasından ve kontrolünden sorumludur. Şirketler kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini tam olarak yerine getirmek için hazırladıkları bildirimleri aynı zamanda medyaya ve ilgili borsaya göndermektedirler. SIBE'ye girilen bilgiler ve ilgili menkul kıymet işlemleri düzenleyici otorite tarafından anlık olarak izlenmektedir.

iv) Geçici İşlem Durdurma

Bu inceleme sırasında fiyat hareketleri %20 oranından fazla aşağı veya yukarı olması durumunda işlemler düzenleyici otorite tarafından durdurulmaktadır. İşlemler NSC tarafından yapılan ilk inceleme sonuçlanana kadar başlatılmamaktadır. Bu inceleme sonrasında gerekli yaptırım ve cezalar NSC tarafından uygulanmaktadır.

3.6.7. Kolombiya

i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri

Kamuyu aydınlatmada düzenleyici otorite konumundaki Supervalores tarafından oluşturulmuş RNVI isimli sistem kullanılmaktadır. Sistemin işletilmesinde de bu kurum sorumludur. RNVI sisteminden araçlardan ve ihraççılardan ve şirketlerden gelen bilgiler web sitesinde yer almaktadır. RNVI sistemine girilen bilgilerin şu iki kategoriden birine girmesi istenmektedir.

- 1) fiyatı etkileyebilecek zamana duyarlı tüm bilgiler, (oluştugu anda RNVI sistemine gönderilmek zorundadır)
- 2) yıllık ve ara dönem mali tablolar ise daha önceden belirlenmiş olan tarihleri aşmamak koşuluyla RNVI sistemine gönderilirler

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Aracı, ihraççılar ve şirketler sisteme doğrudan veri girişi yapabilmektedir. Dolayısıyla bu aşamada herhangi bir kontrol mekanizması bulunmamaktadır.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Bilgi yayınlandıktan sonra da herhangi bir kontrol mekanizması bulunmamakla birlikte Supervalores bilginin zamanında girilip girilmediğini araştırır. Girilen bilgilerin doğruluğundan doğrudan şirketler sorumludur. Cezai yaptırımları düzenleyici kurum uygulamaktadır.

iv) Geçici İşlem Durdurma

Hisse fiyatının değişiminin %10'dan fazla olması durumunda borsa hisse senedi işlemlerini, şirketten bir haber gelene kadar geçici olarak durdurmaktadır.

3.7. Diğer

3.7.1. İsrail

i) Sistemin Adı, Genel Özellikleri

İsrail sermaye piyasalarında düzenleyici otorite olan ISA kamuyu aydınlatma konusunda MAGNA adını verdiği bir sistem işletmektedir. Sistemden ISA sorumludur. Magna sistemi Kasım 2003'te faaliyete geçmiştir. Bu tarihten önce bilgiler ISA'ya faks veya kağıt olarak gelmekte ve kamunun anında aydınlatılmasında gecikmeler olmaktadır.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

ISA elektronik kamuyu aydınlatmanın yanısıra gerekli gördüğü takdirde şirketlerden ek bilgi isteyebilme yetkisine sahiptir. Şirket işleriyle ilgili öneme sahip bazı raporlar Magna'da 2-20 dakika arasında değişebilen kısa bir gecikmeyle yayınlanmaktadır. Periyodik ve anlık raporların zamanlama olarak gönderilmesinde farklılıklar bulunmaktadır. Şirket, haberin 9:30'dan önce belli olması durumunda aynı gün içinde 1:30'a kadar, 9:30'dan sonra olması durumunda ise ertesi gün 9:30'dan önce bildirilmesi gerekmektedir.

iii) Kamuya Açıklandıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

ISA, raporlar elektronik olarak doldurulup Magna'da yayınlandıktan sonra bunları gözden geçirmekle, gerekiyorsa düzeltme veya doğrulama istemekle yetkili ve görevlidir.

iv) Geçici İşlem Durdurma

Tel Aviv Borsası (TASE) fiyata duyarlı haberin zamanında raporlanmaması durumunda kısa bir süre için geçici işlem durdurma yapabilmektedir. Bu durumda ISA yanlış veya eksik bilginin düzeltilmesini isteyebilir. Şirketlerin kamuyu düzenli, tam ve doğru aydınlatmasından ISA, piyasaların düzenli ve adil çalışmasından TASE sorumludur. Gerçekleşmemiş emirler iptal edilebilmektedir.

3.7.2. Hindistan**i) Sistemin Adı ve Genel Özellikleri**

EDIFAR adındaki elektronik sistem düzenleyici otorite SEBI tarafından regüle edilmiştir. Periyodik bilgilendirmeler ise borsa tarafından denetlenmektedir. Borsa ayrıca EDIFAR sistemindeki bilgilerin doğruluğunu da denetlemektedir.

ii) Kamuya Açıklanmadan Önceki Kontrol ve Aşamalar

Önemli bir konu şirket yönetim kurulunda tartışılmış ve karara bağlanmışsa, bilgi toplantının bitiminden sonra 15 dakika içinde telefon, faks, e-mail vb bir yolla ilgili borsaya iletilmek zorundadır. Fiyata etki edebilecek diğer bilgiler oluştuğu anda borsaya bildirilir. Mevcut uygulamada şirketlerin EDIFAR sistemine doğrudan ulaşarak bilgi girme durumu yoktur. Ancak sistemin bu şekilde getirilmesine ilişkin çalışmalar devam etmektedir.

iii) Kamuya Açıldıktan Sonraki Kontrol ve Aşamalar

Borsada, bilginin kamuyu duyurulmasından önce ve sonra olan fiyat hareketlerini izleyen bir sistem bulunmaktadır. Olağandışı fiyat hareketleri durumunda içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığından şüphe ediliyorsa Gözetim Birimi ilgili menkul kıymeti inceler. Sonuçta bulgulara göre borsa ilgili cezayı verebilir veya bulguları SEBI'ye gönderir. SEBI'de bulunan Gözetim Birimi de fiyat hareketlerini yakından izlemekte ve denetlemektedir. Ancak esasen bilginin yanıltıcı, eksik vb olmasının denetimini ilgili borsalar yapmaktadır. Uyarı, ceza verme, işlemleri durdurma borsaların görevidir.

iv) Geçici İşlem Durdurma

Kotasyon kurallarında belirtilen kurallara uyulmaması, kotasyon ücretinin uzun bir süre ödenmemesi, fiyata etki edebilecek bilginin zamanında yayınlanmamasının yanısıra şirketin sermaye azaltımı, yeni düzenleme, anlaşma yapması vb, önemli bir karar alması durumunda ilgili borsa işlem durdurma yapabilmektedir. Gerçekleşmeyen emirler her zaman iptal edilebilir.

3.7.3. Avustralya**i) Sistemin Genel Özellikleri**

Borsada kote edilmiş şirketlerde oluşan ve menkul kıymet değerlerini veya yatırımcı kararlarını etkileyebilecek bilgiler, Şirketler Kanunu gereği, kote şirketler tarafından ASX'in Şirket Duyuruları Ofisi'ne faksla gönderilmek zorundadır. Ofis bu bilgileri elektronik ortamda kaydeder, kamuya yayar ve saklar. Şirket açıklamalarının özetleri ise, 20 dakikalık gecikmeyle, ASX web sitesine yazılmaktadır. Duyuruların tam metinleri, ASX müşteri hizmetleri merkezinden düşük bir ücret ve fotokopi masrafı karşılığı sağlanabilmektedir.

a- ASX, Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırımlar Komisyonu (ASIC)'nin danışmanlığında, şirket duyurularının kote şirketler tarafından güvenli bir extranet yoluyla elektronik olarak ASX Şirket Duyuruları Ofisi'ne ulaştırılacağı bir sistem geliştirilmiştir. 2000 yılından itibaren "ASX Online" internet sitesi üzerinden, duyuruların elektronik olarak gönderilebildiği bu sistem, ilk başlarda fazla kullanılmamış, duyuruların sadece %25'i online yapılmıştır.

IV. Sonuç ve Değerlendirmeler

Sermaye piyasalarında düzenleyici kurumların son yıllarda hassasiyetle üzerinde durduğu konu, piyasa katılımcılarının doğru ve güvenilir bilgilere zamanında ulaşmasını sağlayabilmektir. Borsaların çoğunluğu, yatırımcı kararlarında önem taşıyan ve şirketlerden gelen haberlerin kamuya duyurulmasında, interneti etkin olarak kullanmaya başlamışlardır. Bazı borsalar ise, ihraççı şirketler ve üst düzenleyici otoritelerle bağlantılı çalışan elektronik iletişim ağları kurmuşlardır. Bu borsalarda, üst düzenleyici kurumlarla borsaların ortak çalışan elektronik ağları bulunmaktadır.

Kamuyu aydınlatma konusunda elektronik sistemlerinin işleyişi, hangi kurumun sorumluluğunda olduğu, haberin hangi kuruma gönderildiği, gönderildikten önce veya sonra kontrol mekanizmalarının neler olduğu, düzenlemelere uyulmaması durumunda verilen cezalar ve geçici işlem durdurma ile emir iptalinin olup olmadığı gibi hususların tespiti amacıyla IOSCO üyesi düzenleyici otoriteler ve pek çok borsaya anket gönderilmiştir. Anketin bazı sonuçları özetle şu şekildedir.

Elektronik kamuyu aydınlatma sisteminin işletilmesinden sorumlu kurum hangisidir sorusuna cevap veren toplam 24 ülkede, kamuyu aydınlatma sistemlerinin işletilmesinden düzenleyici otoriteler ve borsalar birlikte (%33) veya borsalar (%37,5) tek başlarına sorumludurlar. 3 ülkede (%12,5) ise özel şirket sorumludur.

Haber kamuya duyurulmadan önce bir kontrol mekanizması var mı, sorusuna cevap veren toplam 22 ülkenin 15'inde (%68) haber kamuya duyurulmadan önce bir kontrol mekanizması bulunmaktadır. 15 ülkenin 8'inde (%53), bu kontrol borsa tarafından yapılırken, %27'sinde düzenleyici otorite tarafından yapılmaktadır. Ülkelerin beşte birinde ise bilgi/haber hem düzenleyici otorite hem de borsa tarafından kontrol edilmektedir.

23 ülkenin 19'unda (%83) haber kamuya duyurulduktan sonra kontrol mekanizması bulunmaktadır. Haber kamuya duyurulmasından sonraki kontrolünü 7 ülkede (%37) düzenleyici otorite, 10 ülkede (%53) ise borsa yapmaktadır.

Bilgi veya haberin yanlış, yanıltıcı, eksik, gecikmiş vb. olmasından dolayı uygulanan cezalar büyük oranda (%53) düzenleyici otorite tarafından verilmektedir.

24 ülkenin çok büyük bir çoğunluğunda (%96) kamuyu aydınlatma dolayısıyla geçici işlem durdurma yapılmaktadır. Yalnızca 1 ülkede bulunmamaktadır. Geçici işlem durdurma sonrasında, 22 ülkenin 17'sinde gerçekleşmemiş emirler iptal edilebilmektedir. 5 ülkede (%23) ise emirler iptal edilememektedir.

Avrupa Birliği (AB) üye ülkelerdeki sermaye piyasalarının ortak kurallar çerçevesinde düzenlenmesine ilişkin olarak Lamfalussy Raporu'nda yer alan tavsiyeler doğrultusunda yeni düzenlemeler getirmektedir. AB Komisyonu tarafından hazırlanan ve Parlamento onayından geçen direktif teklifinde şeffaflık konusunda AB üyelerinde uygulanacak ortak standartlar belirlenmiştir. Bu direktifin üye ülkelerde uygulanıp uygulanmadığının denetlenmesinden her üye ülkedeki düzenleyici otoriteler sorumludur. Buna göre üye ülkelerin düzenleyici otoriteleri kamuya açıklanan bilgilerin tam doğru ve anlaşılabilir olduğunu denetlemekle yükümlüdürler. Bunun dışında menkul kıymetin işlem gördüğü üye ülkelerin tümünde ihraççının kamuyu aydınlatma görevini zamanında ve herkesin eşit şekilde ulaşabileceği şekilde yapmasını temin etmekle düzenleyici otoriteler görevlendirilmiştir. Ayrıca düzenleyici otorite, ihraççının direktifte veya direktifle uyumlu ulusal kanunlarla belirtilmiş bilgileri göndermediği şüphesi oluşursa işlemleri durdurma veya ilgili piyasadan işlemleri en fazla 10 güne kadar durdurulmasını istemeye yetkilidir.

World Federation of Exchanges (WFE)'nin anket sonuçlarına göre kamuyu aydınlatma politikaları ve uygulamaların belirlenmesinde hem düzenleyici otorite hem de borsalar rol oynamaktadır.

Şirket duyurularında yanlış, yanıltıcı, eksik bilgi verilmesi durumunda borsalar tarafından uygulanan işlemlerin başında gelen; hatayla ilgili düzeltme istenmesidir (%91). Bir diğer uygulama ise %74 ile önemli hususların ilgili otoriteye havale edilmesidir.

Fransa, Hollanda, Belçika ve Portekiz'in katılımıyla oluşan Euronext'te AB Lamfalussy Raporu'nda yer alan tavsiye üzerine kamuyu aydınlatma konusunda yetki borsalardan ilgili düzenleyici otoriteye aktarılmaya başlanmıştır. Haber yayınlamasından sonra haberin içeriğini, doğruluğunu ve piyasa fiyatına etkisini kontrol etmek düzenleyici otoritenin görev ve yetkisine bırakılmaktadır. AB düzenlemeleri doğrultusunda benzer bir eğilim diğer AB üyelerinde ve aday ülkelerde de gerçekleşmektedir (İspanya, Polonya, Romanya).

Almanya ve Avusturya'da en yaygın olarak kullanılan DGAP sisteminde ilk kontrol aşamasından sonra haber tüm bilgi servislerine iletilir. DGAP şirketlerden gelen bilgilerin hiç bir değişiklik yapılmadan yayımlandığını garanti etmektedir. Gelen bilginin kamuya duyurulması konusunda finansal piyasaları düzenleyici kurum olan BaFin tarafından yetki verilmiş üç haber ajansı vardır. Bunlar: Reuters, Bloomberg ve vwd'dir. Şirket bilgilerinin zamanında ve doğru olarak girilmesine ilişkin sorumluluk şirkete ait olmasına karşılık finansal piyasaları düzenleyici kurum olan BaFin, kamuya açıklanan tüm bilgilerin eksik, yanıltıcı, yanlış olup olmadığını kontrol ve analiz etmekle yükümlüdür.

İngiltere’de yetkiler önemli ölçüde düzenleyici otoriteye geçmiş durumdadır. Düzenleyici otorite konumundaki FSA’nın bir birimi olan UKLA, kotasyon kriterleriyle birlikte kamuyu aydınlatma kriterlerini de belirlemektedir. Kamuyu aydınlatma çerçevesinde, şirketlerden birincil bilgileri toplamaya yetkili olan “Regulatory Information Service” (RIS) FSA tarafından yetkilendirilmektedir.

İspanya’da düzenleyici otorite olan CNMV tarafından işletilen bir elektronik sistem kullanılmaktadır. Düzenleyici otoritenin sahip olduğu sistemde, kontrolü elinde tutan hissedarlardaki değişimlerin elektronik olarak kamuya duyurulduğu merkezi kayıt kuruluşu bulunmaktadır. Sistemin medya kuruluşlarına da bağlantısı vardır. Bilgilerin duyurulmasında yatırımcılara e-mail de gönderilmektedir. Haber yayınlanmadan önce CNMV tarafından kontrol edilmektedir. Haberin gecikmiş, yanlış, eksik veya yanlış olması durumunda gerekli ceza veya düzeltme talep etme düzenleyici otoritenin yetkisindedir. İşlemleri durdurma yetkisi esasen düzenleyici otoritededir. Borsa veya ihraççı CNMV’ye işlemlerin durdurulmasını talep edebilir.

Romanya’da en önemli değişikliklerden biri mevcut düzenlemelerin AB Direktifleri doğrultusunda değiştirilmesidir. Yeni kanunda düzenleyici otorite (RNSC)’nin yetkileri artırılmaktadır. RNSC’ye verilen görev ve yetkiler şunlardır: yatırımcıların korunması açısından ihraççının fiyata etki edebilecek bilgileri duyurmasını sağlamak; kamunun doğru olarak bilgilendirilmesini sağlamak ve bunun için gerekli tedbirleri almak; işlemlerin devam etmesinden yatırımcıların zarar göreceğinin anlaşılması durumunda işlemleri durdurmak veya durdurulmasını sağlamak.

Son dönemde RNSC piyasayı izleme ve gözetim görevini daha iyi yapabilmek için borsa terminaline bağlı bir “Elektronik Gözetim Sistemi” kullanmaya başlamıştır.

Polonya’daki kamuyu aydınlatma sistemi olan EMITENT’te sistemin işletilmesinden ve yatırımcıların zarar görmesini engellemek açısından kamuyu aydınlatma raporlarının kontrol edilmesinden tamamen düzenleyici kurum sorumlu tutulmuştur.

Slovakya’da kullanılan internet tabanlı bir sistem olan IRIS’te bilgi kamuya açıklandıktan sonra doğruluğunun denetlenmesinin sorumluluğu düzenleyici otoritedir. Zira finansal ceza verebilme yetkisi bu kurumdadır.

Uzak Doğu’da yer alan ülkelerde ise genellikle ikili bir sistem bulunduğu dikkat çekmektedir.

Hong Kong’ta kamuyu aydınlatmaya ilişkin olarak önceki uygulamada sadece borsaya gönderilen bilgiler çift raporlamaya geçilmesiyle birlikte 2003 yılından itibaren ilgili düzenleyici otoriteye de (SFC) gönderilmeye başlanmıştır. Bunun nedeni ihtar ve kınama cezalarından daha ağır yaptırımların SFC tarafından verilebilmesidir.

Güney Kore’de düzenleyici otorite FSC’nin DART, borsanın ise KIND isimli sistemleri kullanılmaktadır. Benzer şekilde Japonya’da EDINET ve TDNet adlı iki sistem kullanılmaktadır. Borsanın sistemi olan TDNet’te zamana bağlı kamuyu aydınlatma bilgileri açıklanırken, EDINET’te periyodik raporlar, düzenli finansal bilgiler yer almaktadır. Sistem özü itibarıyla ABD’de kullanılan EDGAR sistemine benzemektedir.

ABD’de kullanılan EDGAR sistemi de temel olarak periyodik raporlar, düzenli finansal bilgiler vb hazır formlar halindeki bilgileri kapsamaktadır. Bunun dışındaki “material news” niteliği taşıyan bilgiler NYSE’de önceden borsaya bilgi verilmesi koşuluyla haber ajansları vasıtasıyla duyurulur. Bu tür bilgiler 8-K formuyla bilgi edinilmesi açısından EDGAR’da da yer alır.

Bu sisteme benzer şekilde Kanada’da kullanılan, düzenleyici otorite konumundaki CDS tarafından işletilen SEDAR sisteminde Borsa kotundaki şirketlere ilişkin yıllık mali tablolar, prospektüsler ve benzeri resmi dökümantasyonlar yer almaktadır.

İsrail sermaye piyasalarında düzenleyici otorite olan ISA kamuyu aydınlatma konusunda MAGNA adını verdiği bir sistem işletmektedir. Sistemden ISA sorumludur. Magna sistemi Kasım 2003’te faaliyete geçmiştir. ISA, raporlar elektronik olarak doldurulup Magna’da yayımlandıktan sonra bunları gözden geçirmekle, gerekiyorsa düzeltme veya doğrulama istemekle yetkili ve görevlidir.

Son gelişmeler kamuyu aydınlatmada yetkinin düzenleyici otoriteye geçmekte olduğunu ya da düzenleyici otoritenin daha etkin olduğu ikili bir yapıya dönüştüğünü göstermektedir.

Kamuyu aydınlatma sistemleri ve uygulanmasında ülkeler ve bölgeler açısından farklılıklar bulunmaktadır. Finansal Aksiyon Planı çerçevesinde, Avrupa Birliği’nde sermaye piyasalarının entegrasyonunda yetki ve sorumluluk borsalardan düzenleyici otoriteye geçmeye başlamıştır. Bu durum AB Lamfalussy Raporu’ndaki tavsiye kararlarında ve son düzenleme taslaklarında mevcuttur. Borsaların özelleşerek anonim şirkete dönüşmeleri bu trendin önemli belirleyicilerindedir. Önemli piyasaların pek çoğunda bu geçiş gerçekleşme aşamasındadır.

Ağırlıklı olarak borsalar; elektronik, internet, faks vb. geleneksel araçlardan çoğunlukla 2’sini beraber kullanılmaktadır. Sistemlerin büyük çoğunluğu elektronik bazlı veya internet aracılığıyla işlemektedir. Elektronik bazlı olan sistemlerin çoğunda, teyit amacıyla geleneksel yöntemler de devam etmektedir. İnternet bazlı sistemlerde elektronik bazlı sistemlerdeki gibi faks vb. geleneksel araçlarla da bilgi gönderilmesi yoluna genelde başvurulmamaktadır.

Borsalar kamuyu aydınlatma sürecine yönelik özel elektronik sistemler oluşturmuşlardır. Bu sistemlerin alt yapıları ve teknik özellikleri borsalar tarafından standardize edilmiş ve şirketler tarafından veri girişi ve gönderilmesini oldukça basitleştirilmiş ve kolaylaştırılmıştır. Örnek olarak Londra Borsası'nın RNS sistemi gösterilebilir. Bu sistemde haberler internet ortamında şirket tarafından sisteme şifreli olarak girilmekte ve Borsa'ya gönderilmektedir. Sistem güvenlik açısından çeşitli önlemler taşımaktadır. Örneğin her şirkete ayrı kullanıcı kodu ve şifre verilmektedir. Sistemde kamuyu aydınlatmada kullanılan tüm formatlar hazır olarak yer almaktadır. Şirket tarafından gönderilen haberler, Borsa tarafından şifresi çözülerek veri dağıtım şirketlerine ve yatırımcılara yayımlanmaktadır.

Kamuyu aydınlatma sürecinde de entegrasyon eğilimi artmıştır. Piyasaların uluslararası hale dönüşümü, bilgilerin duyurulacağı kitleyi genişletmektedir. Örneğin Almanya, Avusturya ve İsviçre ortak bir sistem ile Almanca konuşulan üç ülkede tüm müşterilere açık MS Windows tabanlı software programının kullanımını etkin hale getirmiştir. Bilgiler doğrudan DGAP sistemine modem vasıtasıyla gönderilir. DGAP ilk kontrol aşamasından sonra haberi tüm bilgi servislerine iletir. Alternatif olarak, fax ile de Kamuyu Aydınlatma Servisi'ne bilgi gönderilebilmektedir. Bilginin gönderilmesi aşamasında, bu Servis diğer tüm yetkili birimleri ve gerektiğinde Eurex'i haberdar etmektedir. GDAP'nin de başlıca hissedarları olan Deutsche Börse, Reuters ve vwd, şirketlerden gelen bilgilerin hiç bir değişiklik yapılmadan yayınlandığını garanti etmektedir.

Kamuyu aydınlatma prosedürünü internet bazlı oluşturan borsalarda, şirketler tarafından yapılan duyurular borsaların internet sayfalarında ayrılmış özel bölümlerde yer almakta ve veri dağıtım sistemi ile borsa üyelerine ve veri dağıtım şirketlerine ulaştırılmaktadır.

Borsalarda kamuyu aydınlatma görevinin yürütülmesinden sorumlu departmanlar incelendiğinde değişik örnekler görülmektedir. Bu faaliyetlerin yürütülmesine ilişkin Disclosure Office veya Announcement Office gibi özel birimler oluşturulmaktadır. Diğer dikkati çeken bir husus, bazı borsalarda kamuyu aydınlatma sürecinin takibi ile sorumlu birimin gözetim departmanları olmasıdır. Gözetim departmanları hisse senedi işlemlerindeki değişikliklerle birlikte şirketlerce yapılan kamuyu aydınlatma bilgilerini eş anlı olarak takip etmekte ve yürütmektedirler.

Şirketler tarafından elektronik ortamda gönderilecek bilgilerin Borsa tarafından ilave bir kontrol ve onaya tabi tutulup tutulmayacağı konusu önem taşımaktadır. Çalışmada detaylı belirtildiği üzere, bazı borsalarda borsanın ilgili departmanının şirketlerin gönderdiği bilgileri onaylama ve onaylamama fonksiyonu bulunmamakta olup, gönderilecek bilgilerin şirketlerin kendi sorumlulukları altında olduğu açıkça belirtilmiştir.

Şirketler tarafından internet üzerinden gönderilen bilgilerin aynı zamanda diğer geleneksel yöntemlerden biri ile de ulaştırılması bazı piyasalarda talep edilmektedir. Bilgilerin internet üzerinden yayınlanmasından önce aynı bilginin geleneksel yollardan biri ile geçilmiş veya alınmış olması istenmektedir. Bunun nedeni yatırımcıların hepsinin elektronik iletişime sahip olmaması ve internete ulaşamamalarıdır.

Kaynakça

- Australian S.E., Enhanced Disclosure, 2003.
- Australian S.E., Continuous Disclosure, The Australian Experience, 2002.
- Bomfin, A., Reinhart, V., "Making News: Financial Market Effects of Federal Reserve Disclosure Practices", 2000.
- CESR, "CESR Guidelines for the Consistent Implementation of the Proposed Com. Regulation on Prospectus", 2004.
- CESR, "First Interim Report by the Review Panel to CESR", 2003.
- Com.of the European Communities, "Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council", Dir. 2001/34/EC.
- EU Internal Market DG, "Towards an UE-Regime on Transparency Obligations of Issuers whose Securities are Admitted to Trading on a Regulated Market", 2001.
- Euronext, "Price Sensitive Information", 2003.
- European Parliament, "Report on the Proposal for a EP and Council Directive on the Harmonisation of Transparency Requirements", 2004.
- European Union, Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council, Off. Journal of the EU, 31.12.2003.
- F.B., Deringer, "New Governance and Disclosure Rules for NYSE Listed Companies", 2003.
- Federal Reserve System, "Improving Public Disclosure in Banking", 2000.
- Frost, C. A., Gordon, E. A., Hayes, A. F., "Stock Exchange Disclosure and Market Liquidity: An Analysis of 50 International Exchanges", 2002.
- Frost, Carol A., "Disclosure Survey", WFE, 2003.
- İMKB, "Disclosure Survey, 2004."
- Inel, B., "Evaluating the Lamfalussy Process", Issue 12, 2004.
- IOSCO, "Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities", 2002.
- IOSCO, "General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation," 2003.
- IOSCO, "Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure", 2003.
- IOSCO, "Report on Trading Halts and Market Closures", 2002.
- IOSCO, "Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration Systems", 2001.
- Kambil, A., Ginsburg, M., "Public Access Web Information Systems: Lessons from the Internet EDGAR Project", 1999.
- London Stock Exchange, Regulatory News Service, Delivering Through the Internet, 2003.

- Marques, M.S.B., "Disclosure and Transparency", The Latin American Corporate Governance Roundtable 2000.
- Nazareth, A., "Remarks Before the Municipal Securities Rulemaking Board, Disclosure Forum II, 2001.
- Securities Expert Group, "Financial Services Action Plan: Progress and Prospects", 2004.
- Swiss Exchange, "The Obligation to Disclose Price Sensitive Facts", 1996.
- The Com. of European Sec. Regulators, "Recommendation for Additional Guidance Regarding The Transition to IFRS", 2003.
- The Comm.of Wise Men, "The Regulation of European Securities Markets, Final Report", 2001.
- Toronto S. E., "Electronic Communications Disclosure Guidelines", 2003.
- Toronto Stock Exchange, "Electronic Communication Disclosure Guidelines", 2001.
- Toube, D., "The Transparency Directive", EFRS, Issue 11, 2004.
- Wheatley, M., "The Transparency Directive- A Flawed Model", 2004.
- Williams, R., "FSA's Disclosure Regime for Listed Companies", 2002.
- Wolff, S., "Implementation of International Disclosure Standards", Uni.of Pennsylvania, Journal of International Economic Law, Volume 22, 2001.

BAĞIMSIZ DENETİMDE MÜŞTERİ KABUL RİSKİNİN VERİ ZARFLAMA ANALİZİ YOLUYLA ÖLÇÜLMESİ

Nurhan DAVUTYAN & Lerzan KAVUT*

Özet

Karar verme süreçlerinde çok boyutlu ölçütleri tekil bir sayıya indirgeme gereksinimiyle sıkça karşılaşırız. Bağımsız denetimde müşteri kabulüne ilişkin kararlarda risk değerlemesi buna örnek olarak verilebilir. Bu makalenin amacı, bağımsız denetim çalışmalarında, veri zarflama analizi yardımıyla çok boyutlu müşteri seçimi risklerinin, tek bir ölçütle ifade edilebilmesini ve böylelikle karar verme sürecinin daha sağlıklı ve kolay işlenmesini sağlamaktır. Müşteri kabulü gerek Sermaye Piyasalarının sağlıklı ve güvenli işleyişi gerekse denetim firmalarının piyasadaki itibarı, ünü ve sürekliliği açısından önem taşımaktadır.

Çalışmamızda, bir denetim firmasının, 24 adet müşteri adayını ve 9 risk unsurundan oluşan bir veri tabanı kapsamında veri zarflama analizi uygulanmıştır ve özellikle fiyatlandırma açısından faydalarına dikkat çekilmiştir.

I. Giriş

Bağımsız denetim, finansal tabloların güvenilirlik derecesinin incelenmesidir. Bağımsız denetçiler, işletme yönetiminin sunduğu finansal tabloların gerçeği, doğru ve dürüst olarak gösterip göstermediği hakkında bir görüş bildirmek amacıyla kanıt toplar, değerlendirir ve raporlar. Bağımsız denetim, etkin bir sermaye piyasası işleyişi için önemli ve gerekli bir mekanizmadır. Ülkemizde Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamında yer alan bağımsız denetim düzenlemeleri; kamunun aydınlatılmasını sağlayarak sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışması ve tasarruf sahiplerinin korunması amacıyla Sermaye Piyasası düzenlemelerine bağlı tüm ortaklık ve yardımcı kuruluşların bağımsız denetim kuruluşlarınca

denetlenmesini zorunlu tutmuştur (2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKa), 10 no'lu Bağımsız Denetim Tebliği). Öte yandan toplum, bağımsız denetçilerin sermaye piyasasının etkin olarak işlenmesine katkıda bulunacaklarına güvenmekte ve beklemektedir. Bu nedenle, denetçilerin kamu yararını gözeterek mesleki özen ve titizlik içinde faaliyetlerini sürdürmeleri önemlidir.

Bağımsız denetçiler ve denetim firmaları denetim mesleğinin risksiz bir faaliyet olmadığına bilincindedirler. Dünyadaki Enron, Parmalat ve benzeri olaylar ve Türkiye'de yaşanan bankacılık sektöründeki krizler denetim mesleğinin ne ölçüde ihmal kaldırmaz bir faaliyet olduğunun en önemli kanıtlarıdır. Enron-Anderson çöküşü, yüksek riskli denetim anlaşmalarında gerekli mesleki özen ve titizliğin gösterilmesindeki önemin yanısıra herbiri başlıbaşına önemli bir risk unsuru teşkil eden; denetçi bağımsızlığı, işletmenin devamlılığının değerlendirilmesi, bilanço tarihinden sonraki olayların ve bağlı kuruluşlarla yapılan ticari işlemlerin dikkatlice incelenmesi konularını da çarpıcı bir şekilde gündeme getirmiştir (Venudi ve diğerleri, 2002).

Açıkçası, işgücü ve zaman kapasitesindeki kısıtlar, müşteri adayının gelecekte sebep olabileceği gelir ve itibar kaybı veya denetim firmasının mesleki uygulamalarına verebileceği zarar olasılığı nedeniyle, denetim firması her başvuran müşteriyi kabul etmek zorunda değildir. Bu nedenlerle, müşteri adayları arasında bir tercih ve eleme gerekliliği doğmaktadır. Müşteri adayları arasında kıyaslamayı kolaylaştırmak için çok çeşitli boyutlarla ifade edilen risk unsurlarını (bu çalışmada risk unsurları dokuz boyutta ele alınmıştır) tek bir sayıyla ifade etmekte büyük fayda vardır. Pek çok araştırmada ve mesleki uygulamalarda müşteri riskleri dokuzu da aşan boyutlarda ortaya çıkmaktadır. Bu da müşteri seçim riskini tek sayıya indirgemenin, karar vermede sağlayacağı kolaylığı daha da arttırmaktadır. Müşteri kabulüne ilişkin risklerin değerlendirilmesinde kullanılacak en uygun araçlardan biri Veri Zarflama Analizi (VZA)'dir. VZA, çok sayıdaki ölçütlerin tek bir sayı ile ifade edilebilmesine olanak sağlamaktadır. Bu amaçla, bu çalışmada VZA kullanılmıştır.

Müşteri adayları arasında kıyaslamayı kolaylaştırarak yeni bir müşteri kabulü/devamlılığı kararına yardımcı olmayı amaçlayan bu makalenin; ikinci bölümünde denetim sözleşmesi riskinin önemi, risk unsurları ve bu konuda geçmişte yapılmış belli başlı çalışmalara yer verilmiştir. Üçüncü bölümde, VZA alanında geçmişte yapılan çalışmalardan yalnızca konumuzla ilişkili olanlar özetlenmiş, ayrıca yöntemin metodolojisi ve işleyişi bir örnek yardımıyla açıklanmıştır. Dördüncü ve son bölümde, VZA'nın bir denetim firmasında uygulanması ve elde edilen sonuçlara yer verilmiştir.

* Doç. Dr. Nurhan Davutyan, Marmara Üniversitesi, Mühendislik Fakültesi, Endüstri Mühendisliği Bölümü.

E mail: dnrhan@eng.marmara.edu.tr

* Doç. Dr. Lerzan Kavut, İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Muhasebe Anabilim Dalı, İstanbul.

E-mail: lerk@istanbul.edu.tr

Anahtar Kelimeler: Veri Zarflama Analizi (VZA), Müşteri İlişkileri, Denetim Sözleşmesi, Risk Değerleme, Müşteri Kabul Riski, Sözleşme Riski, Dış Denetim, Bağımsız Denetim, Müşteri Kabulü/Devamlılığı

II. Müşteri Kabulünde Riskin Değerlendirilmesi

2.1. Müşteri Kabulüne İlişkin Risk Değerlendirmesinin Önemi

"Denetim sürecinin ilk aşaması, müşteri işletmenin kabulü ve planlamadır. Gerek yeni bir müşterinin seçimi gerekse aynı müşteri ile tekrar denetim anlaşması yapılmasına karar vermeden önce, denetim firmaları "müşterinin kabuledilebilirlik" diğer bir deyişle "denetim sözleşmesi riskini" değerlendirmek zorundadırlar. Potansiyel (gelecekteki) müşterinin piyasadaki itibarı ve ünü, finansal durumu ve önceki denetçiler ile ilişkileri v.b.g. risk unsurları hakkında bir değerlendirme yapabilmek için detaylı ve titiz bir soruşturma yapılmalıdır. Örneğin; pek çok denetim firması yeni kurulmuş ve hızla büyüyen işletmelerin denetim hizmeti talebini değerlendirirken oldukça ihtiyatlı davranırlar. Çünkü bu tür şirketlerin çoğu, gelecekte mali sıkıntılara düşerek üçüncü taraflara zarar vermekte ve denetim firmalarını da önemli yükümlülüklerle karşı karşıya bırakmaktadırlar (Arens ve diğerleri, 2003).

Son yıllarda yatırımcıların uğradığı zararlara karşılık denetim firmalarına verilen cezaların önemli tutarlara ulaşması, denetçileri, "Kendimi ve firmamı kötü bir müşterinin vereceği finansal zararlardan nasıl koruyabilirim?" sorusu ile karşı karşıya bırakmıştır. Bu sorunun cevabı, "müşteriyi tanımakta ve bu müşteriyle iş yapmanın getireceği risklerin farkında olmakta yatmaktadır" (Hardy ve Deppe, 1992).

AICPA Mesleki Standartlarından AU 316.36 denetçinin finansal tablolarda önemli hatalar bulunması ve yolsuzluk riskinin yüksek olarak değerlendirilmesi halinde denetim çalışmasından çekilmesini öngörmektedir (Konrath, 1999). Örneğin; Mart 1996'da KPMG Peat Marwick denetim firması, müşterisinin (Northstar Health Services, Inc.) iç kontrol sisteminin zayıf olması nedeniyle finansal tablolarının denetimini yapamayacağını ilan etmiş; aynı dönemde PriceWaterhouse denetim firmasının 46 müşterisine ve Cooper & Lybrand denetim firmasının 28 müşterisine verdikleri denetim hizmetlerine son verdikleri görülmüştür (The Wall Street Journal, June 20, 1997).

2.2. Müşteri Kabul Riskinin Değerlendirilmesine İlişkin Geçmişte

Yapılan Çalışmalar

Mesleki Standartlar; müşteri seçiminden, bir denetim çalışmasının planlanması ve raporun yazılmasına kadarki tüm aşamalarda "denetim riskinin" dikkate alınmasını öngörmektedir. Günümüzde denetim firmaları arasında yaşanan rekabet ve denetim firmaları aleyhine açılan davalardaki artışlar denetçileri risk yönetimi uygulamalarına yönelmektedir (Huss ve Jacobs 1991; Francis ve Reynolds 1998; Johnstone 2000). Uygulamacılar ve akademisyenler tarafından denetim süreci boyunca karşılaşılabilecek riskleri

tespit etmek, ölçmek ve kontrol altına almak için değişik yöntemler geliştirilmek amacıyla yıllarca çok sayıda araştırma yapılmıştır (Huss ve diğerleri, 2000).

Bir denetim firmasında olası risklerin tespiti ve önlenmesine yönelik çalışmalar, denetim sürecinin başlangıcı olan müşterinin kabulü veya reddi kararına ilişkin değerlendirme çalışması ile başlar. Bu aşamada ilk adım, birbirleriyle etkileşim içinde bulunan çeşitli riskleri değerlendirmektir. Bu riskler; (1)denetim riski, (2)müşterinin iş riski ve (3)denetçinin iş riskidir (Johnstone, 2000). Söz konusu riskler çalışmamızın daha sonraki bölümünde incelenecektir. İşletmelerin dış denetçiyi seçme sürecine ilişkin çok sayıda araştırma yapılmasına karşın (Burton ve Roberts 1967; Chow ve Rice 1982; Eichenseher ve Shields 1983; McConnell 1984; Simon ve Francis 1988), denetim firmalarının yeni bir müşteri seçimine ilişkin yapılan çalışmaların sayısı daha azdır (Huss ve Jacobs 1991; Francis ve Reynolds 1998; Houston ve diğerleri 1999; Johnstone 2000; Gendron 2001). Bu çalışmalardan Pratt ve Stice (1994), Hill ve diğerleri (1994), Clarkson ve Simunic (1994), Jones ve Raghunandan (1998), Johnstone (2000)'in yaptıkları araştırmalar, gelecekte davalara veya gelir kaybına sebep olabilecek müşterileri elemek için, müşterilerden doğan risklerin ve denetim firmasının iş riskinin sözleşme öncesinde değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir.

Mesleki standartlar; denetim firmalarının, yeni bir müşterinin kabulü veya mevcut müşteri ile çalışmaya devam edilmesine ilişkin politika ve prosedürler oluşturulmasını ve izlenmesini öngörmektedir. Buna ilaveten, Kamu Gözetim Kurulu (Public Oversight Board-POB), müşteri kabulü ve devamlılığı kararlarında, denetçinin iş riskinin etkin bir şekilde değerlendirilmesinin ve bu değerlendirme sonuçlarının denetimin kapsamına, zaman planlamasına ve denetim testlerinin planlaması üzerine yapacağı etkinin önemini vurgulamıştır (POB 2000).

SPKa Bağımsız Denetim Tebliği, 20 ve 22nci maddelerinde de bağımsız denetim kuruluşlarının müşterileri ile sözleşme yapmadan önce yeterli organizasyon, personel ve mesleki uzmanlığa sahip bulunup bulunmadıklarını ve üstlenecekleri denetimin kendilerine getireceği riski tespit etmeleri zorunluluğunu getirmiştir.

2.3. Müşteri Kabulünde Dikkate Alınacak Risk Unsurları

Güvenilir bir denetim görüşüne ulaşmak için ön koşul; yeni bir müşterinin kabulü veya mevcut müşteriyle çalışmaya devam edilmesi kararı verilmeden önce, bu müşteri ile iş yapmanın getireceği risklerin değerlendirilmesidir. Bu konuda "Amerikan Yeminli Muhasebeciler Birliği (American Institute of Certified Public Accountants-AICPA)" ve "Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (International Federation of Accountants-IFAC)" tarafından yayınlanan Kalite Kontrol Standartları (AICPA-Statement of Auditing Standards-SAS No.240 ve IFAC-International Standards on Auditing-ISAs 220) yol gösterici bir nitelik taşımaktadır. Ancak, müşteri kabulü ve

devamlılığı kararlarının giderek önem kazanmasına rağmen, bu standartlarda karar sürecinin nasıl işleyeceğine ilişkin özel ve detaylı açıklamalar verilmemiştir (Shibano 1990; Houston ve diğerleri 1999; Huss ve diğerleri 2000). Bir müşterinin kabulü veya devamlılığı kararı verilirken; denetçi, çeşitli risk unsurlarından oluşan *sözleşme riskini* değerlendirmek zorundadır (AICPA Practice Alert No. 94-3). Denetim sözleşmesi riski; üç ana risk grubundan oluşmaktadır. Bunlar:

- (1) Müşteri işletmeden doğan risk (The client's business risk)
- (2) Denetim riski (The auditor's audit risk)
- (3) Denetçinin iş riski (The auditor's business risk)

Uygulamada yukarıdaki üç ana risk grubunun her biri pekçok alt risk çeşidine ayrılmaktadır. Örneğin, denetlenen işletmeden doğan risk; müşterinin finansal durumu, sektörün ve faaliyet dalının taşıdığı özellikler, sektördeki diğer firmalara kıyasla müşterinin finansal göstergelerinin durumu gibi alt boyutlara ayrılmaktadır. Aşağıdaki bölümde herbir ana risk grubunun açıklamasına yer verilmiştir. (Walo, 1995; Colbert ve diğerleri, 1996; Johnstone, 2001, 27; AICPA Practice Alert No.94-3).

(1)Müşteri işletmeden doğan risk: Müşterinin ekonomik durumunun ya kısa dönemde ya da uzun dönemde olumsuz yönde bozulma olasılığıdır. Diğer bir deyişle, işletmenin varlığını devam ettirebilme ve karlılığını sürdürebilmesi ile ilgili risklerdir. Müşteri riskini belirleyen unsurlar şunlardır:

- Müşterinin;
- Finansal durumu
- Sektördeki diğer firmalara oranla, finansal göstergelerinin durumu
- Sektördeki rekabet durumu (Pazar payı)
- Bağlı bulunduğu sektörün ve faaliyet dalının taşıdığı özellikler ve risk derecesi
- Uzun vadeli yatırımları ve planları
- Yöneticilerinin dürüstlük derecesi

(2) Denetim riski: Doğal risk, kontrol riski ve hataları ortaya çıkaramama risklerinden oluşan denetim riski; bir denetçinin, önemli hatalar içeren mali tablolar hakkında, uygun olmayan bir denetim görüşü verme olasılığıdır. Denetim riskini belirleyen unsurlar şunlardır:

- Müşterinin;
- İç kontrol sistemindeki zayıflıklar.
- Karmaşık organizasyon yapısı ve görevlerin ayrılığı ilkesine olan uyumu.
- Yüksek hacimli yıl sonu işlemlerinin varlığı.
- Deneyimsiz veya yetersiz bilgiye sahip muhasebe elemanlarından oluşan muhasebe bölümünün varlığı.

- Bağlı şirketlerle yapılan, önemli tutarlarda ticari işlemlerin varlığı.
- Yönetimin, yasal düzenlemelere uyum derecesi.
- Yönetimin, muhasebe prensiplerine uyum derecesi.
- Mali tabloların ve raporların düzenli zaman aralıkları ile hazırlanmaması.
- Gerçekçi olmayan hedefler ve bütçeleme.

(3) Denetçinin iş riski: Mali tabloların denetimi ile ilişkili olarak denetçinin veya denetim şirketinin bir davadan veya söylentiden dolayı mesleki itibarına zarar gelmesi veya kayba uğramasıdır. Denetim firmasının iş riskini belirleyen unsurlar şunlardır:

- Müşterinin;
- Hukuki dava sayısının çokluğu.
- Denetçi değiştirme sıklığı ve önceki denetçilerle ilişkileri.
- Yakın gelecekte halka açılma planlarının olması.
- Denetim raporunu kullanılış amacı.
- Denetim firmasının ve denetçilerin, müşteri işletmenin bağlı bulunduğu sektöre ilişkin deneyimi.

Bu çalışmanın uygulama bölümünde denetim sözleşmesi riski toplam dokuz alt boyutta ele alınmıştır.

III. Veri Zarflama Analizi Yöntemi

VZA, benzer stratejik hedeflere sahip olan birimlerin (Karar Verme Birimleri- KVB, Decision Making Units-DMU) etkinliklerinin değerlendirilmesinde kullanılan ve doğrusal programlama temeline dayalı bir yöntemdir. Bu yöntem KVB arasında en iyi performansa sahip olanların seçilerek etkin bir sınır oluşturulmasına, etkin sınır üzerinde olmayan KVB'nin etkin olmama derecelerinin belirlenebilmesine ve her bir KVB'nin etkinliğinin diğerine göre değerlendirilip kıyaslama yapılmasına (benchmarking) olanak sağlamaktadır (Metter, Frei ve Vargas, 1999; Easton ve Murphy, 2002; Bayazıtlı ve Çelik, 2004).

3.1. Veri Zarflama Analizi Konusunda Geçmişte Yapılan Çalışmalar

VZA, kar amaçlı ve kar amaçsız işletmelerin mevcut durumlarını değerlemede başarı ile kullanılan bir performans değerlendirme tekniğidir. KVB'nin etkinliklerinin ölçülmesi Farrell (1957)'e dayanır (Bayazıtlı, Çelik, 2004). Bu yöntem, ortaya ilk atıldığı yıllarda kamu sektöründe (sağlık, eğitim) kullanılmıştır. Bunun nedeni, karın bir başarı ölçütü olarak kullanılmadığı durumlarda etkinliğin ölçülebilmesine olanak sağlamasıdır.

İlk uygulama, Charnes, Cooper ve Rhodes (1978) tarafından yapılmış ve Amerika'da devlet okullarının etkinliğinin ölçülmesinde kullanılmıştır. Günümüzde ise bankacılıktan madencilığe, gıdadan tekstile ve perakende satış mağazalarına kadar pek çok alanda karlılık ölçütünün yanısıra ek bir performans değerlendirme ölçütü olarak kullanılmaktadır. Bu yöntemin yaygın

olarak kullanımının en önemli iki nedeni, çoklu girdi ve çoklu çıktı durumlarını rahatlıkla modelleyebilmesi ve de girdilerle çıktılar arasındaki ilişki konusunda herhangi bir varsayım gerektirmemesidir¹.

Geçmişte yapılan çalışmalar incelendiğinde VZA uygulamalarının esas olarak iki alanda yoğunlaştığı görülmektedir Birinci uygulama alanı genel anlamda etkinlik/verimlilik ölçülmesidir Bu uygulama tarzı muhasebe literatüründe VZAnın bir faaliyet kontrol aracı olarak kullanılmasını sağlamıştır Dolayısıyla muhasebe literatüründe tekniği bu anlamda kullanan pek çok çalışma vardır. Bu tür çalışmalara örnek olarak Sherman'ın (1984) hastaneler, Metzger'in (1994) banka şubeleri ve Worthington'un (2000) inşaat kooperatiflerinde uyguladığı etkinlik ölçümleri verilebilir. Muhasebe alanında önemli bir VZA uygulaması da Kantor ve Maital (1999) tarafından yapılmıştır. Bu yazarlar faaliyet tabanlı maliyetleme ile VZA yöntemini birleştirmişlerdir.

Bu yöntemin bir diğer uygulama alanı ise, çok kıstaslı karar verme durumlarıdır. Çok kıstaslı karar verme süreçlerine: Olimpiyatların yapılacağı kent, yüksek enerjili fizik laboratuvarının kurulacağı yer gibi en uygun yer seçimi problemleri örnek olarak verilebilir (Desai ve diğerleri, 1994; Athanassopoulos ve Storbeck, 1995). Mesela Olimpiyatlar için en uygun kent seçiminde stad ve otel kapasiteleri, ulaştırma kolaylığı vs gibi etmenlerin her biri sonucu etkileyen birer kıstasdır. Çoklu kıstasların kullanıldığı alanlara bir diğer örnek; firmaların risklilik derecelerinin ölçülmesi durumudur.² İç denetim yönünden firma riskinin tespitinde, çalışan sayısı, iç kontrol yapısı, yönetimdeki ve kilit personeldeki değişiklik, politik risk, sektörel risk gibi etmenler çoklu kıstaslara örnektir. Dış denetim açısından ise denetlenecek firmaların risklilik derecelerinin tespitinde yukarıdaki kıstaslara ek olarak, denetlenecek işletmenin sahiplerinin veya yöneticilerinin dürüstlüğü, işletme aleyhine açılan davaların sayısı verilebilir.

Çok kıstaslı karar verme durumlarında VZA kullanımının muhasebe alanında ilk uygulaması Bradbury ve Rouse (2002) tarafından yapılmıştır. Bu yazarlar Greenberg ve Nunamaker'in (1987) çalışmasını geliştirerek, VZA yöntemi ile iç denetimde işletme riskini ölçmüşlerdir. Bradbury ve Rouse (2002) ilaç sektöründe faaliyet gösteren bir uluslararası holdinge bağlı 57 firmanın her birinin denetim riskini ölçmüşlerdir. Firma riskinin ölçümünde; VZA'dan yararlanılarak 6 risk unsuru/kıstası tek bir sayıyla ifade edilmiştir. Bunun da iç denetçiler açısından holding firmalarının kıyaslanmasını kolaylaştırdığı açıktır.

¹ VZA konusunda daha ayrıntılı bilgi ve zengin bir kaynakça için bkz. Cooper ve diğerleri (2000) ve Tarım (2001).

² Kıstas, risk unsuru, risk etmeni deyimleri eş anlamlı olarak kullanılmaktadır.

Bizim çalışmada VZA yöntemi, Bradbury ve Rouse (2002)'den farklı olarak, dış denetimde müşteri riskiyle fiyat arasındaki ilişkinin etkinliğini ölçmek amacıyla uygulanmıştır. Önceki çalışmalardan farklı olarak getirilen bu önemli yenilik sayesinde, VZA yöntemini kullanarak müşteri riskiyle orantılı bir denetim ücretinin nasıl tesbit edileceği detaylı olarak gösterilmiştir. Böylece, muhasebe alanında VZA yöntemi kullanımının, "somut/pratik/ticari" anlamda yararına dikkat çekilmiştir. Geliştirdiğimiz bu yaklaşım Bradbury ve Rousenin (2002) veri tabanını kullanarak iç denetime de uygulanmıştır. Elde ettiğimiz sonuçlar ve onların yaklaşımı konusundaki görüşlerimiz için, bakınız Davutyan ve Kavut (2004).

3.2. Metodoloji

Veri zarflama analizi (VZA), KVB'nde fiilen kullanılmış olan girdi ve çıktılara nisbi birim değeri anlamında ağırlık atfeden bir optimizasyon yöntemidir. Girdi kullanılıp çıktı elde etmek olarak modellenecek her durumda VZA kullanılabilir.³ Amaç, analize tabi tutulan KVB'nin⁴ çıktı kıymetinin girdi kıymetine oranını yani "gelir/gider" oranını azamileştirmektir. Bu oran ile herkesin bildiği gelir ile giderin farkı anlamında kâr'ın benzerliği tesadüfi değildir. Zira bölme ve çıkartma işlemleri "akraba" sayılabilecek matematiksel işlemlerdir.

Bu oran bizim aradığımız VZA etkinlik ölçütüdür.⁵ Ağırlıkların seçimi sürecindeki tek kısıt şudur: Analiz edilmekte olan birimi yani KVB_0 'i kayıran bu ağırlıklar veya "sanal fiyatlar" N adet benzer karar verme birimine, yani KVB_j $j=1, \dots, N$ uygulandığında çıkacak olan oran bir'i (1) aşmamalıdır. Bu kısıtın fonksiyonu "yok'u var etmeyi imkansız kılmaktır". Bunu şöyle de ifade edebiliriz: Analize dahil edilen bütün KVB'ler için "sanal gelir" "sanal gideri" aşamaz. Dikkat edilirse bu kısıt "yok'u var etmeyi" dışlamakla beraber "var'ı yok etmeyi, yani "israfi" dışlamamaktadır. Yukarıda anlatılanları aşağıdaki şekilde formüle edebiliriz:

$$\text{Max. Etkinlik Ölçütü} = \frac{\text{Çıktıların Ağırlıklandırılmış Toplamı}}{\text{Girdilerin Ağırlıklandırılmış Toplamı}}$$

³ Bu formülasyon daha önce açıklanan etkinlik değerlemesi ve çoklu kıstasların tek ölçüte indirgenmesini içermektedir. Zira, aşağıdaki bölümde açıklanacağı gibi kıstasları girdi veya çıktı olarak modellemek mümkündür.

⁴ Bu makalede KVB'ler müşteri adayları işletmelerdir.

⁵ Söz konusu ölçüt (değer), bu çalışmadaki denetim sözleşme riski (müşteri riski) ölçütüdür.

KVB₀ için

Kısıt 1: {Çıktıların Ağırlıklandırılmış Toplamı /
Girdilerin Ağırlıklandırılmış Toplamı }_j ≤ 1,
j=1'den N'e diğer KVB'ler için

N adet oranın varlığından ötürü lineer olmayan yukarıdaki matematiksel program, aşağıdaki iki lineer program şeklinde de ifade edilebilir (Cooper ve diğerleri, 2001). Bu özellikten ötürü de VZA yöntemini girdiye yönelik (girdi değerlerinin bire eşit kılınması) yada çıktıya yönelik (çıkıtı değerlerinin bire eşit kılınması) olmak üzere iki şekilde uygulamak mümkündür. Bu makalede her iki yaklaşımın uygulamasına da yer verilmiştir. Aşağıda girdiye yönelik ve çıktıya yönelik VZA yaklaşımları basitleştirilerek anlatılmıştır.⁶

D) Girdiye Yönelik yaklaşım

Max Etkinlik Ölçütü = (Çıktıların Ağırlıklandırılmış Toplamı) KVB₀ için

Kısıt 1: (Girdilerin Ağırlıklandırılmış Toplamı) = 1 KVB₀ için

Kısıt 2: {Çıktıların Ağırlıklandırılmış Toplamı
≤ Girdilerin Ağırlıklandırılmış Toplamı }_j ,
j=1'den N'e diğer KVB'ler için

Diğer bir ifadeyle bu yaklaşım: sabit girdi - maksimum çıktı olarak özetlenebilir.

II) Çıktıya Yönelik Yaklaşım

Min. Etkinlik Ölçütü= (Girdilerin Ağırlıklandırılmış Toplamı) KVB₀ için

Kısıt 1: (Çıktıların Ağırlıklandırılmış Toplamı) = 1 KVB₀ için

Kısıt 2: {Çıktıların Ağırlıklandırılmış Toplamı
≤ Girdilerin Ağırlıklandırılmış Toplamı }_j ,
j=1'den N'e diğer KVB'ler için

⁶ Bu ayırımın daha detaylı ve daha teknik açıklaması Cooper ve diğerleri 2000' de sf. 58 de görülebilir.

Diğer bir ifadeyle bu yaklaşım: sabit çıktı –minimum girdi olarak özetlenebilir.

Girdiye yönelik yaklaşımda; KVB₀ için girdi ağırlıkları “sanal maliyeti” bire eşitleyip, çıktı ağırlıkları ise “sanal getiri” azami kılacak şekilde seçilmektedirler. Öte yandan çıktıya yönelik yaklaşımda ise çıktı ağırlıkları “sanal getiri” bire eşitleyip, “sanal maliyeti” –analize tabi tutulan karar verme birimi için- asgari kılmak üzere seçilmektedirler. Her iki yaklaşım da “sanal kâr” (oransal anlamda) maksimum kıldığından aynı etkinlik değerine ulaşmaktadır.⁷

Bu çalışmada irdelenen ve müşteri riskini ifade eden unsurlar fiziksel değerlerle ifade edilen girdi ve çıktı özelliği göstermezler. VZA uygulamasında söz konusu risk unsurları finansal anlamda girdi olarak⁸, denetim firmasının alacağı ücret ise bu risklilikle orantılı olması gereken çıkıtı olarak modellenmiştir. Buna göre VZA etkinlik değeri 1.0 den az olan durumlarda fiyatlandırmanın finansal anlamda etkin olmadığı –yani ya riske kıyasla az ücret alındığı ya da alınan ücrete kıyasla çok risk yüklenildiği- ortaya çıkar. Bu çalışmada, bu gözlemden hareketle yüklenen riskle orantılı olarak bağımsız denetim ücretinin nasıl saptanacağı gösterilmiştir.⁹

Risk tabiatı itibariyle olumsuz bir olgudur. Dolayısıyla muhasebe disiplini açısından doğal olan riskin “yüksek risk ölçeğinde” (1=az 5=cok riskli) ölçülmesidir. Bu bakış açısına göre VZA’da müşteri riski; “girdi” olarak yani en az olması gereken/beklenen bir olgu olarak modellenmiştir.

VZA uygulamasında herbir müşteri adayından (KVB) elde edilen denetim fiyatı/ücreti çıktı olarak modellenmiştir. Somut uygulamada, tüm müşteri adaylarından elde edilecek ücreti (çıkıtıyı) aynı değere eşitleyerek (örnek uygulamada bu değer bir=1 olarak ifade edilmiştir¹⁰), tüm müşteri adaylarından aynı ücretin talep edilmesinin sonuçları irdelenmiştir. Sonuçta, “eşit fiyatlandırmanın” pek çok birim için etkin olmadığı, yani o birimlerin risklerinin “tazmini veya fiyatı doğru yansıtılmasının” daha yüksek (yani “bir=1”den büyük) bir denetim ücreti gerektirdiği görülmüştür.

Yukarıda da belirtildiği gibi risk unsurları girdi veya asgaride tutulacak “kötüler/olumsuzlar” olarak modellendiğinde; aynı tek adet çıktıya (denetim ücretine) sahip olan iki KVB’den (müşteriden) daha az girdi kullanan, daha az riskli ve dolayısıyla tercih edilmesi gereken KVB (yani kabul edilecek müşteri) olacaktır (Bkz. Şekil 1). Bir başka açıdan bakıldığında bahse konu iki KVB’den daha riskli olanı ancak ötekine kıyasla daha yüksek bir ücret ödediği takdirde dış denetim firmasının gözünde diğer müşteri ile eşdeğer duruma gelebilecektir. Daha yüksek riski

⁷ Diğer bir deyişle, çıktıya yönelik yaklaşımın vereceği ölçüm değeri = 1/(girdiye yönelik yaklaşımın ölçüm değeri) dir.

⁸ Diğer bir deyişle, risk unsurları gelecekte ortaya çıkma ihtimali olan ve gelir kaybına yol açacak olumsuzlukları ifade etmektedir.

⁹ Bu bölümden itibaren denetim birimi, birim ve firma ifadeleri eşanlamlı olarak kullanılacaktır.

¹⁰ Eşit çıktı anlamındaki “bir=1”in en etkin işletme notu anlamındaki bir’den farkını vurgulamak için, etkinlik notu anlamındaki “bir”i= “1.00” la ifade edeceğiz.

“tazmin” için ödenmesi gereken ek ücretin ne olması gerektiği de VZA analizi sonucu ortaya çıkmaktadır.

3.3. Yöntemin İşleyişine İlişkin Örnek Uygulama

Yöntemi grafiksel olarak gösterebilmek amacıyla aşağıda, yapay ve küçük bir örneğe yer verilmiştir. Örnek uygulamanın verileri Tablo 3’den tesadüfi olarak seçilen I, II, III, V, VII, XVI ve XXIV nolu işletmelere ait iki risk unsuru¹¹ (Unsur A ve Unsur B) değerleridir. Elde edilen VZA ölçüm değerleri Tablo 1a,b de, bu değerlerin grafiksel gösterimi ise Şekil 1’de verilmiştir.

Table 1a: Girdiye Dönük Yaklaşım

ADAY İŞLETMELER	VZA Notu*	Filili Çıktı Miktarı	A Risk Unsuru Değeri	B Risk Unsuru Değeri	Önerilen Çıktı Miktarı	Önerilen A Risk Unsuru Değeri	Önerilen B Risk Unsuru Değeri
I	.667*	1	3.5	4	1	2.3345	2.668
II	.714	1	4	3	1	2.856	2.856
III	1.0	1	2	3	1	2	3
V	1.0	1	3	2	1	3	2
VII	.909	1	2.5	3	1	2.2725	2.727
XVI	.714	1	3	4	1	2.142	2.856
XXIV	.625	1	4	4	1	2.5	2.5

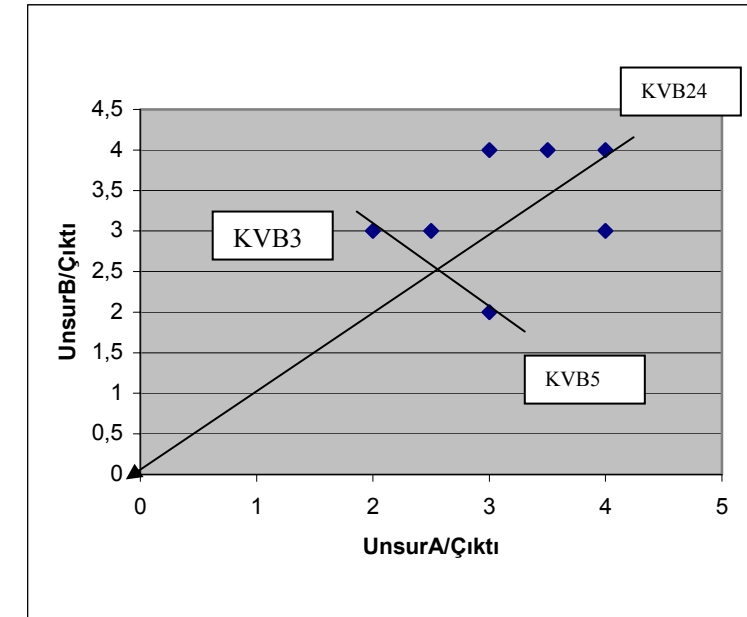
* Risk/Ücret İlişkisinin Etkinlik Değeri. Bu değer 1.0’den az olması fiyatlandırmanın etkin olmadığını gösterir.

Table 1b: Çıktıya Dönük Yaklaşım

ADAY İŞLETMELER	VZA Notu*	Filili Çıktı Miktarı	Risk Unsuru A	Risk Unsuru B	Önerilen Çıktı Miktarı	Önerilen Risk Unsuru A Miktarı	Önerilen Risk Unsuru B Miktarı
I	.667*	1	3.5	4	1.5	3.5	4
II	.714	1	4	3	1.4	4	3
III	1.0	1	2	3	1	2	3
V	1.0	1	3	2	1	3	2
VII	.909	1	2.5	3	1.1	2.5	3
XVI	.714	1	3	4	1.4	3	4
XXIV	.625	1	4	4	1.6	4	4

* Risk/Ücret İlişkisinin Etkinlik Değeri. Bu değer 1.0’den az olması fiyatlandırmanın etkin olmadığını gösterir.

Şekil 1: Yüksek Risk



Her risk unsuru girdi – yani ‘olumsuz’- kabuledilince, tek adet çıktıyı en az girdi –yani “risk”- kullanarak üreten işletme(ler) en başarılı olan(lar) başka bir deyişle denetim ücretinin belirlenmesinde “benchmark” olarak alınması gerekenlerdir. Bu açıdan bakıldığında III ve V nolu KVB’lerde risk/fiyat ilişkisi doğru saptanmıştır. Daha açıkçası ötekilere kıyasla en başarılı şekilde tesbit edilmiştir. Örneğin, KVB III’ün Unsur B değeri 3 (KVB II ve VII ile aynı) ama Unsur A değeri sadece 2’dir (oysa KVB II’nin 4 ve KVB VII’nin 2.5’dir). Bu açıdan KVB III, KVB II ve VII’den daha iyi bir müşteri adayıdır (diğer bir deyişle; aynı fiyat karşılığında denetim firmasına daha az risk yüklemektedir). Benzer bir mantıkla KVB III’ün , KVB I ve XXIV’e kıyasla daha kabul edilebilir bir müşteri adayı olduğunu söyleyebiliriz. Zira İşletme III’ün her iki risk unsurunun değeri de bu iki işletmeden daha azdır. Paralel bir mantıkla KVB V’in öteki işletmelere – KVB III hariç- üstünlüğü gösterilebilir: İşletme V ‘in risk unsuru değerleri, KVB III ve VII dışında ötekilerden daha azdır. KVB V’in III’e az sonra göstereceğimiz denkliğini veri aldığımızda KVB V’in VII’ye üstünlüğü kolayca ortaya çıkar. KVB III, VII’ye üstündür (aynı miktarda (3) Unsur B’ye karşılık daha az Unsur A görülmektedir). Buradan da KVB V ile III arasındaki denklik hatırlandığında, V’in VII’ye üstünlüğü sonucuna varırız.

¹¹ Böylece VZAYı iki boyutta gösterme imkanı sağlanmıştır.

VZA metodu ile KVB III ve V için en yüksek kabul edilebilirlik (yani eşit fiyat veri alındığında en az risk) notu/katsayısı olan bir (1.0) bulunur. Ancak İşletme III (2,3) ve İşletmeV (3,2) arasında bir tercih yapma olanağımız yoktur, çünkü bize dışarıdan (yani 7 işletmelik grubumuzun dışından) verilmiş ve de Unsur A ile Unsur B'yi nisbi anlamda değerlendirmemizi sağlayacak bir “fiyat/değer/ağırlık” şemamız yoktur. Diğer İşletmelerin VZA notu 1.0'den az (yani daha riskli) bulunmuştur. Bu notlara bakılırken akıldaki tutulması gereken bir husus şudur: İşletme VII'ye kıyasla İşletme II daha fazla risklidir, zira, her ikisinde Unsur B değeri aynı (3) olmakla beraber, II'nin Unsur A değeri diğer işletmeye göre daha yüksektir (2.5'a karşı 4). Bu yüzden İşletme II'nin risk/ücret ilişkisi notu İşletme VII'nin notuna kıyasla 1.0'dan daha uzak (yani daha küçük) olmak durumundadır. Sonuç olarak; VZA analizi değerleri esas alınarak, ve de her KVB'den -yani müşteri adayından- yapay olarak “aynı” ücretin talep edildiğini hatırlayarak (bkz sf. 9), işletmelerin en düşük riskliden (olumlu) en yüksek riskliye doğru sıralaması aşağıdaki gibidir:

$$\begin{aligned} & \text{İşletme III} = \text{İşletme V} > \text{İşletme VII} > \\ & \text{İşletme II} = \text{İşletme XVI} > \text{İşletme I} > \text{İşletme XXIV} \end{aligned}$$

Bu sıralama Şekil 1' de görülmektedir. VZA ölçümleri 1 olan işletme 3 ve 5 etkin olmayanları aşağıdan zarflayan alt sınırı teşkil ederler, etkin olmayanlar da ölçüm değerlerinin 1 den farkını yansıtan uzaklıklardadırlar, aşağıdan zarflamanın gerekçesi ise girdinin azının makbul olmasıdır.

Girdiye yönelik yaklaşımla, çıktıya yönelik yaklaşım arasındaki fark etkinsizlik durumunda – yani notun 1.0'den az olmasının gösterdiği risk/ücret ilişkisindeki oransızlık- düzeltmenin nasıl yapılacağı noktasında yatar. Girdiye yönelik yaklaşım esas itibarıyla girdilerin –bu uygulamada risk unsurlarının- azaltılmasını, çıktıya yönelik yaklaşımsa çıktılarının – yani dış denetim ücretinin- arttırılmasını öngörür.

Tablo 1a ve b ile Şekil 1'i kullanarak bu farkı görmek mümkündür. En uç örneğimiz olan KVB 24 üzerinde yoğunlaşırsak şunları görürüz:

- a) En az etkin fiyatlandırma KVB 24 için olandır. Zira her iki risk unsurdan da en fazla kullanan (A=4, B=4) bu işletmedir. Bu durumda KVB 24 için diğerleriyle aynı dış denetim ücretini (bu örnekte 1 ancak diğerlerine de aynı “fiyatı” uygulamak kaydıyla diyelim 43 de olabilirdi) uygulamak, bariz bir etkinsizlik olduğu için VZA analizimiz bu durumda en düşük (yani etkinlik notu anlamında 1.0'dan en uzak) notu, 0.625, vermiştir.

- b) KVB 24'ü orijine/sıfır noktasına bağlayan okun etkinlik sınırıyla kesiştiği noktaya bakarsak, ve o kesişme noktasının koordinatlarını Tablo 1a ve b'den okursak (VZA'nın önerdiği miktar sütunları) şu sonuçlara ulaşırız

- Girdiye dönük yaklaşımda bahse konu koordinatlar şöyledir:

Unsur A/Çıktı = 2.5/1; Unsur B/Çıktı = 2.5/1.¹² Bunun anlamı şudur. Girdiye yönelik VZA analizimiz, fiyatın aynı kalması halinde etkinlik sağlanması için KVB24 yönetiminin davranış tarzını değiştirip risk kullanımını her iki unsur için 4'den 2.5'a indirilmesi gerekmektedir. Diğer etkinsiz KVB'ler için de benzer bir geometrik/davranışsal yorum getirebiliriz. Bazı özel durumlar dışında, bir dış denetim firmasının müşterilerine bu tür bir teklifle gitmesi olası değildir. Aklımıza gelen tek özel durumda, BDDK türü bir kuruluş adına yapılan bir dış denetimde aynı sigorta primini ödeyen bankalara yönelik olarak böyle bir öneri makul olabilir.

- Çıktıya dönük yaklaşımda bahse konu koordinatlar şöyledir:

Unsur A/Çıktı = 4/1.6=2.5; Unsur B/Çıktı = 4/1.6=2.5.¹³ Bunun anlamıysa şöylece özetlenebilir: Çıktıya yönelik VZA analizimiz, risklerin aynı kalması halinde fiyatlandırma etkinliği sağlanması için KVB24 'ün dış denetim fiyatının %60 arttırılmasını (yani 1'den 1.6'ya yükseltilmesini) önermektedir. Piyasaya yönelik olarak çalışan dış denetim firmalarının bu ikinci yolu- yani ücret ayarlanmasını öneren çıktıya dönük yaklaşım-anlamalı/faydalı bulacağı açıktır.

IV. Müşteri Kabulünde Veri Zarflama Analizi Yönteminin Uygulanması

4.1. Veri ve Uygulanan Model

Bu çalışmanın verileri, Türkiye'de bağımsız denetim hizmeti veren bir denetim firmasının sorumlu ortak baş denetçilerinden alınmıştır. Söz konusu denetim firmasının¹⁴ sorumlu ortak baş denetçilerinden alınan bilgiler doğrultusunda firma politikalarına göre önem verilen sözleşme riski unsurları 9 grupta toplanmıştır (Tablo 2). Cevaplayıcılar, bu unsurlar kapsamında yöneltilen sorular vasıtasıyla 2003 yılında denetim hizmeti isteyen 24 müşteri adayının herbiri için, sözleşme riskini 1=en düşük,...5=en yüksek ölçeğinde değerlendirmişlerdir (Tablo 3). Bu değerler, VZA'nın girdiye yönelik versiyonunda, girdi değişkenleri olarak kullanılmıştır. Yöntemin çıktıya yönelik yaklaşım uygulamasında ise: “6 – Tablo 3 değerleri” çıktı değerleri olarak kullanılmıştır.

¹² Dikkat edilirse 4*.625=2.5. Yani girdilerin 62.5% oranına çekilmesi, ya da 37.5% oranında azaltılması önerilmektedir.

¹³ 1*(1/.625)=1.6. Yani çıktının/fiyatın 60% arttırılması önerilmektedir.

¹⁴ İlgili denetim firmasının ismi, isteği doğrultusunda saklı tutulmuştur.

Tablo 2: Sözleşme Riski Unsurları

Risk Unsurları	
A	Müşterinin finansal durumu, pazar payı
B	Bağlı bulunduğu sektörün ve faaliyet dalının taşıdığı özellikler ve risk derecesi
C	İstenen denetim raporunun kullanılış amacı
D	Müşterinin, denetimin tamamlanma süresine ilişkin talebi (Denetimin bitiş tarihi)
E	Müşterinin halka açık şirket olması veya halka açılma ihtimalinin varlığı
F	Müşterinin önceki denetçisi ile olan ilişkisi, denetçi değiştirme sıklığı,
G	Müşterinin iç kontrol sisteminin varlığı ve etkinlik düzeyi,
H	Müşterinin bağlı ortaklık ve iştirakleri ile olan ticari ve ticari olmayan ilişkileri
I	Şirketin mevcut leyhte ve aleyhte davalarının sayısı ve nitelikleri; piyasadaki itibarı ve ünü; sahiplerinin, ortaklarının, tepe yönetiminin ve yöneticilerinin dürüstlük derecesi.

Tablo 3: Aday Müşteri İşletmelere İlişkin Sözleşme Riski Değerleri

Aday Müşteri İşletmeler	Unsur A	Unsur B	Unsur C	Unsur D	Unsur E	Unsur F	Unsur G	Unsur H	Unsur I
I	3.5*	4	3	2	4	4	3	4	4
II	4	3	4	4	5	4	4	4	4
III	2	3	4	4	4	4	4	4	5
IV	3	3	4	4	5	4	4	4	4
V	3	2	1	2	1	1	2.5	3	2
VI	3	2	3	3	1	4	3.5	1	3
VII	2.5	3	5	4	5	5	4.5	5	4.5
VIII	4	5	3	2	5	5	5	5	5
IX	4	3	4	5	1	5	4.5	5	4
X	4.5	5	4	4	5	5	4.5	5	5
XI	2	3	3	3	4	2	2	2	2
XII	4	3	3	4	4	5	4	2	4.5
XIII	3	3	3	2	1	4	4	4	1
XIV	4	5	5	3	4	5	5	3	5
XV	4	3	4	4	5	4	5	5	4.5
XVI	3	4	3	4	1	4	3	1	3
XVII	4	5	2	3	5	5	4	3	4
XVIII	4	4	3	2	4	5	4.5	5	4.5
XIX	1	1	1	4	1	1.5	2	1	1.5
XX	4	4	4	4	1	4	4	4	4
XXI	4	3	3	4	4	4	4	5	3.5
XXII	1	2	1	1	1	1	3	3	1.5
XXIII	2	2	2	3	1	1	1	1	1
XXIV	4	4	3	2	5	5	5	5	5

* Tablodaki bu ve diğer sayılar cevaplayıcıların verdiği değerlerin ortalaması alınarak bulunmuştur.

4.2. Analizin Bulgu ve Sonuçları

Veri zarflama analizinde elde edilen etkinlik ve etkinsizlik ölçümleri, sıraları ve de etkin fiyatlandırma için gerekli ücret katsayıları Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4: VZA Ölçüm Değerleri

Aday Müşteri İşletmeler	VZA Notu	Etkinsizlik Notu= 1-VZA	Küçükten Büyüğe Sırası	Önerilen Çıktı Miktarı/Katsayısı	Küçükten Büyüğe Sırası
I	.8	0.2	11	1.25	11
II	.571	0.429	17	1.75	17
III	.583	0.417	16	1.714	16
IV	.571	0.429	17	1.75	17
V	1.0	0.0	1	1.0	1
VI	1.0	0.0	1	1.0	1
VII	.551	0.449	22	1.812	22
VIII	.571	0.429	17	1.75	17
IX	1.0	0.0	1	1.0	1
X	.47	0.53	24	2.125	24
XI	.823	0.177	10	1.214	10
XII	.667	0.333	13	1.50	13
XIII	1.0	0.0	1	1.0	1
XIV	.667	0.333	13	1.50	13
XV	.538	0.462	23	1.857	23
XVI	1.0	0.0	1	1.0	1
XVII	.684	0.316	12	1.461	12
XVIII	.615	0.385	15	1.625	15
XIX	1.0	0.0	1	1.0	1
XX	1.0	0.0	1	1.0	1
XXI	.571	0.429	17	1.75	17
XXII	1.0	0.0	1	1.0	1
XXIII	1.0	0.0	1	1.0	1
XXIV	.571	0.429	17	1.75	17

Beklendiği üzere etkinsizlik notu ile etkinsizliği gidermek üzere yapılması gereken ücret ayarlaması arasında tam bir uyum vardır. Yani en etkin olanların ücretini bir alırsak, etkinsiz olanların ücretini etkinsizliğin miktarıyla doğru orantılı olarak arttırmak en makul davranış tarzıdır. Bu acidan bakıldığında, eşit fiyatlandırma altında etkinlik notu birden düşük olanların denetim ücreti etkinsizlikleri oranında arttırıldığında onlar da fiyatlandırma açısından etkin sınıra geleceklerdir.

Bu önerimizin pratikteki yansımaları şöyle olabilir: Birim V veya VI'nın denetim ücretinin 10 milyar TL olduğunu varsayarsak, risklerle orantılı etkin fiyatlandırma Birim XXIV'den talep edilecek ücretin $10 \times 1.75 = 17.5$ milyar TL olmasını gerektirir.

Yapılan VZA analizi değerleri esas alınarak, aday müşterilerin, en düşükten en yükseğe doğru risklilik sıralaması Tablo 5'te gösterilmiştir:

Tablo 5: İşletmelerin Risklilik Sıralaması (Düşükten Yükseğe Doğru)

Aday Müşteri İşletmeler	Yüksek Risk Yaklaşımı	
	VZA Ölçümleri	Risklilik Sıralaması
V	1.0	1
VI	1.0	1
IX	1.0	1
XIII	1.0	1
XVI	1.0	1
XIX	1.0	1
XX	1.0	1
XXII	1.0	1
XXIII	1.0	1
XI	.823	10
I	.800	11
XVII	.684	12
XII	.667	13
XIV	.667	13
XVIII	.615	15
III	.583	16
II	.571	17
IV	.571	17
VIII	.571	17
XXI	.571	17
XXIV	.570	17
VII	.551	22
XV	.538	23
X	.470	24

Doğaldır ki, denetim firmalarının bir faaliyet döneminde denetim hizmeti verilecek azami işletme sayısının bir sınırı vardır. Bu durumda VZA ölçüm değerleri eşit olan müşteri adayları arasında bir tercih yapmak sorunu ortaya çıkabilir. Örneğin; İlgili denetim firmasının hizmet verebileceği işletme sayısının 6 olarak kısıtlandırılmış olduğunu varsayalım. Bu durumda, ilk 9 işletmenin eşdeğer ve en düşük riske sahip oldukları görülmektedir (Tablo 5) ve bunlar arasından seçim yapmak zorlaşacaktır. Gerçekte VZA yaklaşımı çok esnek ve risk unsurlarının birbirlerine göre göreceli öneminin analize bir kısıt olarak dahil edilme olanağı vardır. Örneğin; müşteri işletmelerin yönetimlerinin ve sahiplerinin dürüstlüğü ve itibarına ilişkin risk unsuru, iç kontrol sistemine ilişkin risk unsurundan daha önemli olarak kabul ediliyorsa bunu bir kısıt olarak VZA uygulamasına yansıtma mümkündür. Böyle bir yol izlendiğinde eşdeğer

risk ölçümüne sahip olan işletme sayısı azalacak ve seçim daha gerçekçi ve sağlıklı yapılacaktır.

V. Sonuç

Sonuç olarak, bağımsız denetimde yeni bir müşterinin seçimi veya mevcut müşterinin devamlılığı kararlarında kullanılmasını önerdiğimiz VZA'nin çeşitli faydaları şöyle özetlenebilir.

- Gerek müşteri kabulünde gerekse denetim planlaması yapılırken zaman ve

işgücü kaynaklarının tespiti ve tahsisi kararlarında VZA sonuçları önemli veriler sağlayacaktır. Örneğin; sözleşme riski diğerlerine göre yüksek olan işletmeler için oluşturulacak denetim ekibinin nitelikleri, zaman bütçeleme ve uygulanacak denetim yöntem ve prosedürlerinin kapsamı, sıklığı daha detaylı ve daha fazla olmak zorundadır.

- Veri Zarflama Analizi sonuçları dikkate alınarak yapılacak kaynak dağılımları özellikle denetim ücretinin tespitinde etkili olacaktır.
- Yine dış denetim açısından bakıldığında, değişik müşterilere uygulanabilecek

denetim ücretleri “hayali tek adet girdi/çıktı” yerine kullanıp değişik risk ölçüm ve sıralamaları elde edilebilir. Bu da yine fiyatlandırma ve müşteri kabul edip/etmeme açısından yararlı olacaktır.

- Son olarak çeşitli sektörleri düzenlemek ve denetlemekle yükümlü olan kamu

otoriteleri ve "Düzenleyici Kurumlar (örneğin; Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Sermaye Piyasası Kurulu v.b.g.) VZA'dan yararlanarak yönetimi ve denetimi altında bulundurdıkları gerek özel gerekse kamu kuruluşlarının risklilik analizini yapabilir ve sektöre örnek teşkil edebilecek (benchmaking çalışmalarında) kuruluşların tespitinde önemli rol oynayabilirler.

Kaynaklar

- American Institute of Certified Public Accountants (Aicpa), Professional Standarts, Volume 1 and 2, USA, 1999.
- American Institute of Certified Public Accountants (Aicpa), Practice Alert No. 94-3, "Acceptance and Continuance of Audit Clients", November 25, 2003.
- Arens, Alvin A., Randal J. Elder, Beasley Mark S., Auditing and Assurance, Services an Integrated Approach, International Edition, Pearson Education, Inc., 2003.
- Athanassopoulos, A. D., Storbeck, J. E, "Non-Parametric Models For Spatial Efficiency", Journal of Productivity Analysis, Vol. 6, ss. 225-245.

- Bayazıtlı, E., Çelik, O., "Muhasebe Eğitiminin Kalitesinin Artırılmasında İlk Adım: Yükseköğretim Kurumlarında Muhasebe Eğitiminin Etkinliğinin Analizi", XXIII. Türkiye Muhasebe Eğitimi Sempozyumu, Üniversitelerimizin Lisans ve Lisansüstü Programlarında Muhasebe Eğitiminin Kalitesini Artırma Yollarının Araştırılması, 19-23 Mayıs 2004, ss.63-97.
- Bradbury, M. E., Rouse, P., "An Application of Data Envelopment Analysis to the Evaluation of Audit Risk", Abacus, Vol 38, No 2, 2002.
- Burton, J. C., Roberts, W., "A Study of Auditor Changes", Journal of Accountancy, April 1967, ss. 66-69.
- Charnes, A., Cooper, W. W., "Auditing and Accounting for Program Efficiency and Management Efficiency in Not For Profit Entities", Accounting, Organizations and Societies, Vol 5, No 1, 1980.
- Charnes, A., Cooper, W. W., Rhodes E., "Measuring the Efficiency of Decision Making Units", European Journal of Operational Research, Vol.2, 1978, ss. 429-444,
- Chow, C. W., Rice, S. J., "Qualified Audit Opinions and Auditor Switching", Accounting Review, LVII, 2, April 1982, ss.326-335.
- Clarkson, P., Simunic, D. A., "The Association Between Audit Quality, Retained Ownership and Firm-Specific Risk in US vs. Canadian IPO Markets", Journal of Accounting and Economics, 17, 1, 1994, ss. 207-228.
- Colbert, J. L., Luehlfing, M. S., Alderman, C. W., "Engagement Risk", the CPA Journal, March 1996, ss.54-56.
- Cooper, W. W., Seiford L. M., Tone K., Data Envelopment Analysis, Kluwer Academic Publishers, 2000.
- Davutyanyan N., Kavut L., "An Application of Data Envelopment Analysis to the Evaluation of Audit Risk: A Reinterpretation", Submitted to Abacus, 2004.
- Desai, A., Haynes, K., Storbeck, J. E., "A Spatial Efficiency Framework For Support of Locational Decisions", in Data Envelopment Analysis: Theory, Methodology and Applications, A. Charnes, W. Cooper. A. Lewin and L. Seiford editors, Kluwer Academic Publishers, 1994.
- Easton, L., Murphy, D. J., Pearson, J. N., "Purchasing Performance Evaluation: with Data Envelopment Analysis", European Journal of Purchasing & Supply Management, 8, 2002, ss. 123-134.
- Eichenseher, J. W., Shields, D., "The Correlates of Cpa-Firm Change For publicly-held corporations", Auditing: A Journal of Practice and Theory, 2, 2, Spring 1983, ss. 23-37.
- Farrell, M., "The Measurement of Productive Efficiency", Journal of the Royal Statistical Society, 120, 1957, ss. 253-281.
- Francis, J. R., Reynolds, J. K., "Evidence on Risk-Based Client Screening By Big Six Accounting Firms", AAA Annual Meeting, New Orleans, 1998.

- Gendron, Y., "The Difficulty Client-Acceptance Decision in Canadian Audit Firms: A Field Investigation", Contemporary Accounting Research, 18, 2, Summer, 2001, ss. 283-310.
- Greenberg, R., Nunamaker, T. R., "A Generalized Multiple Criteria Model For Control and Evaluation of Nonprofit Organizations", Financial Accountability and Management, Vol 3, No 4, 1987.
- Hardy, John W., Deppe, Larry A., "Client Acceptance: What to Look For and Why", The CPA Journal, Vol. 62, 1992, ss. 20-27.
- Hill, J. W., Ramsay, R. J., Simon, D. T., "Audit Fees and Client Business Risk During the S & L Crisis: Empirical Evidence and Directions for Future Research", Journal of Accounting and Public Policy, 13, 3, 1994, ss. 185-203.
- Houston, R. W., Peters, M. F., Pratt, J. H., "The Audit Risk Model, Business Risk and Audit-Planning Decisions", Accounting Review, 74, 3, July 1999, ss. 281-289.
- Huss, H. F., Jacobs, F. A., "Risk Containment: Exploring Auditor Decisions in the Engagement Process", Auditing: A Journal of Practice and Theory, 10, 2, Fall 1991, ss. 16-32.
- Huss, H. F., Jacobs, F. A., Patterson, D. M., Park, M., "An Integrative Model of Risk Management in Auditing", American Business Review, Vol. 18, No.2, 2000, ss. 113-122.
- International Federation of Accountants (Ifac), Handbook, of International Auditing, Assurance, and Ethics Pronouncements, 2003 Edition, USA.
- Johnstone, K. M., "Risk, Experience and Client Acceptance Decisions", The National Public Accountant, Washington, Vol. 46, Iss. 5, 2001, ss. 27-30.
- Johnstone, K. M., "Client-Acceptance Decisions: Simultaneous Effects of Client Business Risk, Audit Risk, Auditor Business Risk, and Risk Adaptation", Auditing: A Journal of Practice and Theory, 19, 1, Spring 2000, ss. 1-25.
- Jones, F. L., Raghunandan, K., "Client Risk and Recent Changes in the Market for Audit Services", Journal of Accounting and Public Policy, 17, 2, Summer 1998, ss. 169-181.
- Kantor, J., Maital, S., "Measuring Efficiency by Product Group: Integrating Dea with Activity Based Accounting in a Large Mideast Bank " Interfaces, May/June 1999.
- Konrath, Larry F., *Auditing Concepts and Applications: A Risk Analysis Approach*, South- Western College Publishing, Ohio, USA, 1999, ss. 158-161.
- Mcconnell, D. K., "Auditor Changes and Related Disagreements", Auditing: A Journal of Practice and Theory, 3, 2, Spring 1984, ss. 44-56.

- Metter, V. A., Frei, F. X., Vargas, V. A., "Measurement of Multiple Sites in Service Firms with Data Envelopment Analysis", Production and Operations Management, 8(3), 1999, ss. 264-281.
- Metzger, L. M., "Operational Auditing and Dea: Measuring Branch Office Efficiency", Internal Auditing, Fall 1994.
- Morgan, J., Stocken, P., "The Effects of Business Risk on Audit Pricing", Review of Accounting Studies, 3, 4, 1998, ss. 365-385.
- Pratt, J., Stice, J. D., "The Effects of Client Characteristics on Auditor Litigation Risks Judgements, Required Audit Evidence and Recommended Audit Fees", Accounting Review, 69, 4, 1994, ss. 639-656.
- Public Oversight Board (Pob), Panel on Audit Effectiveness Report and Recommendations, August 31 2000, Stamford. CT: POB.
- Sermaye Piyasası Kanunu, No. 2499, Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ, Seri: X, No: 16.
- Sherman, H. D., "Data Envelopment Analysis as a New Managerial Audit Methodology-Test and Evaluation", Auditing: A Journal of Practise and Theory, Fall 1984.
- Shibano, T., "Assessing Audit Risk From Errors and Irregularities", Journal of Accounting Research, 28, Supplement, 1990, ss. 110-140.
- Simon, D. T., Francis, J. R., "The Effects of Auditor Change on Audit Fees: Test of Price Cutting and Price Recovery", Accounting Review, 63, 2, 1988, ss. 255-269.
- Tarım, A., Veri Zarflama Analizi, T. C. Sayıştay Araştırma/İnceleme/Çeviri Dizisi:15, Şubat 2001, Ankara.
- Venudi, Elizabeth, Holtzman, Mark P., Basile, Anthony, "Due Professional Care in Cases of High Engagement Risk", The CPA Journal, 2002, <http://www.nysscpa.org/cpajournal/2002/1202/features/fl22602.htm> Wall Street Journal, June 20, 1997.
- Walo, J. C., "The Effects of Auditor's Business Risk in Audit Scope", Auditing: A Journal of Practice and Theory, 14, 2, 1995, ss. 115-124.
- Worthington, A. C., "Technical Efficiency and Technological Change in Australian Building Societies", Abacus, June 2000.

AVRUPA BİRLİĞİ PORTFÖYÜ–RİSK ÇEŞİTLENDİRME İMKANLARI YENİ ÜYELER VS. ADAY: TÜRKİYE

Ceylan ONAY*
Vedat AKGİRAY**

Özet

Bu makale karşılaştırmalı olarak Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Türkiye borsalarının AB portföyüne Katılım sürecinde risk çeşitlendirme yönündeki uzun dönem yararlarını incelemektedir. Bahsedilen yarar Ortalama-Varyans teorisi çerçevesinde Jobson ve Korkie'nin varlık seti içerme testi ile araştırılmıştır. Bunun ötesinde Stein tahmin edicisi uygulanmıştır. Bu çalışmanın içerdiği gelişmekte olan ülkeler arasında sadece Türkiye borsasının AB portföyüne dahil edilmesi AB portföyünün etkin sınırını istatistiki olarak anlamlı derecede sola kaydırmıştır. Bu bulgu Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya borsalarının AB portföyü ile yüksek entegrasyonunu doğrularken, Türkiye borsasının kısmi entegrasyonunu göstermektedir.

I. Giriş

Günümüzde gelişmekte olan piyasalar uluslararası yatırımcıların portföy çeşitlendirme stratejilerinde başlıca rol almaktadırlar. Ortalama-Varyans portföy teorisi bir portföyün getirisini ve riskini o portföyün ortalaması ve varyansı ile tanımlamaktadır. Bu çerçevede pozitif tam korelasyondan düşük her korelasyon daha düşük portföy riskine; riskin çeşitlendirilmesine/dağıtılmasına sonuç vermektedir. Dolayısıyla riskini dağıtmak isteyen yatırımcılar gelişmekte olan piyasaların gelişmiş piyasalar ile olan düşük korelasyonundan faydalanmaktadır. Düşük korelasyonlar ise bu ülkelerin gelişmekte olan ülkelerle entegrasyon seviyesi gibi faktörlerle açıklanmaktadır.

Yapılan çalışmalar gelişmekte olan piyasaların başlıca karakteristiğini yüksek getiri, yüksek volatilité ve kendileri ve gelişmiş piyasalarla düşük korelasyonlar olarak göstermektedir. Düşük korelasyon ise bahsedilen piyasaların yerel yapısından kaynaklanmaktadır. Bu ülkelerin ekonomileri gelişmiş ülke ekonomilerinin iş çevrimleri (business cycle) ile entegre olmadığından, küresel faktörlerden çok ülkeye has faktörler hisse getirilerinde belirleyici olmaktadır. Aynı zamanda sermaye sınırlamaları, devlet yönetmelikleri, teknolojik gelişmişlik ve bağımsız mali ve parasal politikalar gelişmekte olan ülke borsalarının hem bağımsızlığını belirleyici bir rol oynamakta hem de gelişmekte olan ülkelerle olan korelasyon ve entegrasyonunu etkilemektedir. Birçok gelişmekte olan piyasanın tam entegrasyon ile tam segmentasyon arasında olduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla bu piyasalar uluslararası risk çeşitlendirmesi için imkanlar yaratmakta ve gelişmiş piyasalardaki zararlara karşı doğal bir dengeleyici olarak görülmektedir.

Öte yandan liberalleşme ve sermaye piyasaları reformları entegrasyon seviyelerini değiştirmiştir. Gelişmekte olan piyasaların gelişmiş piyasalarla korelasyonları artmış ve getirileri daha oynak hale gelmiştir. Buna rağmen korelasyonlar gelişmiş ülkelerin birbirleriyle olan korelasyonundan hala çok düşüktür. Varlık Seti İçerme testleri liberalleşmelerden sonra bile gelişmekte olan ülkelerin uluslararası portföylere eklenmesinin etkin sınırı sola kaydırıldığını göstermektedir.

Bu araştırma Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Türkiye borsalarının karşılaştırmalı olarak AB portföyüne riski çeşitlendirme yönündeki yararlarını incelemektedir. AB'ye Katılımın bir entegrasyon süreci olduğu göz önüne alındığında, bu makale bahsedilen gelişmekte olan piyasaların Katılım sürecinde uzun dönemde riski dağıtma açısından AB portföyüne bir yararı olup olmadığını sunmayı amaçlamaktadır. İncelemeye dahil edilen ve gelişmekte olan ilk üç ülke AB'ye yeni üye olmuştur, Türkiye'nin ise tam üyelik için görüşmelere 2005 sonunda başlaması beklenmektedir. Bu borsaların uzun dönemde riski dağıtma yararları Ortalama-Varyans teorisi çerçevesinde araştırılmıştır. Çalışmada Morgan Stanley Capital International (MSCI) ülke hisse senedi endeksleri kullanılmıştır. AB portföyü Avrupa Birliğine Tam Üye 14 ülkeden oluşmaktadır; Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Hollanda, Portekiz, İspanya, İsveç ve İngiltere borsalarının MSCI tarafından takip edilen hisse senedi endeksleri. Birliğe yeni üye olan ülkeler arasında ise MSCI sadece Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya borsalarını takip etmektedir. Dolayısıyla çalışma bu ülkelere ve aday konumdaki Türkiye arasında karşılaştırmalı olarak yapılmıştır. Geçtiğimiz on yıl içerisinde hangi gelişmekte olan ülke AB

* Dr. Ceylan Onay Yönetim Bilişim Sistemleri Bölümü, Boğaziçi Üniversitesi, Hisar Kampus, Bebek 34342 İstanbul, Türkiye.
Tel: 90 212 359 7289 Fax: 90 212 287 3297 E-mail: ceylano@boun.edu.tr

** Prof. Dr. Vedat Akgiray, İşletme Bölümü, Boğaziçi Üniversitesi, Bebek 34342 İstanbul, Türkiye.
JEL Sınıflandırma kodu: G11, G15, N24
Anahtar Sözcükler: AB Katılım, Merkezi Avrupa Piyasaları, Türkiye, Portföy Çeşitlendirmesi, Stein tahmin edicisi.

portföyüne riski çeşitlendirme yönünde en çok yararı sağlamıştır araştırmayı tetikleyen soru olmuştur: AB ile yeni evlilerden biri mi yoksa nişanlı mı?

II. Literatür

Tamamıyla entegre piyasalar aynı risk seviyesindeki finansal varlıkların hangi piyasada olursa olsun aynı getiriye sağlaması anlamına gelmektedir. Risk burada ortak bir dünya faktörüdür. Bu durum ise piyasalar arasında portföy yatırımlarının önünde hiçbir efektif engel olmamasını gerektirmektedir. Harvey (1991) kovaryans riskinin dünya fiyatını ölçmeye çalıştığı araştırmasında Uluslararası *Capital Asset Pricing Model*'i gelişmiş ülkeler için uyguladığında yeterli kanıt ulaşılmışken, gelişmekte olan ülkeler için şartıcı sonuçlar elde etmiştir. Harvey (1995) gelişmekte olan ülkelerin etkin sınırı düşük korelasyonları neticesinde sola kaydırıldığını, uluslararası CAPM'in bu piyasalarda başarısız olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla genel teoriye karşın bütün piyasalar tam anlamıyla entegre değildir. Aslında gelişmekte olan ülkeler segmentedir ve yerel ülkeye has faktörler hisse getirilerini belirlemektedir. Mateus (2004) Harvey'in çalışmasını bir adım öteye taşıyarak koşulsuz ve koşullu finansal varlık fiyatlandırma testlerinin AB'ye Katılım sürecindeki yeni 13 ülkenin finansal varlıklarını doğru fiyatlayıp fiyatlandırmadığını 1997-2002 periyodunda araştırmıştır. Çalışmada dünya aşırı getirisinin Macaristan, Polonya ve Türkiye için açıklayıcı gücünün az olduğu dolayısıyla bu ülkelerin finansal liberalleşmesinin ve entegrasyonunun düşük olduğunu bulmuştur. Bununla beraber G7 ülkelerinin faiz oranları Macaristan, Polonya ve Türkiye hariç aşırı getirilerdeki varyansın büyük kısmını açıklayabilmektedir. Macaristan için küresel faktörlerin daha fazla öngörü gücü olduğu bulunmuşken, Çek Cumhuriyeti ve Polonya için yerel faktörler önemlidir. Çalışma incelenen gelişmekte olan ve aday AB Katılım ülkelerinin dünya ile kısmi entegrasyonunu doğrulamaktadır.

Bekeart ve Harvey (1995) finansal liberalleşmelerin etkisini ölçmek için geliştirdikleri rejim-değiştirme modelinde zaman içerisinde değişen piyasa entegrasyonuna imkan tanımışlardır. Bulgular bazı gelişmekte olan ülkelerin zaman içerisinde değişen piyasa entegrasyonları olduğunu göstermiştir. Bu değişiklikler ise sermaye piyasaları reformları ile örtüşmektedir ve genel algının aksine dünya piyasaları daha entegre hale gelirken bazı piyasalar zaman içerisinde daha az entegre hale gelmiştir. Bekeart ve Harvey (2000) liberalleşmelerin 20 gelişmekte olan ülkedeki hisse senedi getirileri üzerindeki bilhassa hisse senedi maliyetleri üzerindeki etkisini ölçmüşlerdir. Liberalleşmelerden sonra dünya piyasaları ile korelasyonların arttığını ancak temettü getirilerinin beklenen getirilerdeki

düşüşe bağlı olarak azaldığını bulmuşlardır. Öte yandan bu etki her zaman ortalama olarak %1'den azdır ve korelasyonlar gelişmiş ülke korelasyonlarına kıyasla hala çok düşüktür. Fraztscher (2002) Ekonomik ve Parasal Birliđin (EMU) AB borsalarının entegrasyon seviyesi üzerinde etkisini incelemiş ve 1996'dan bu yana AB borsalarının entegrasyonunun çok arttığını ve kur riskinin ortadan kalkmasının bu gelişimi açıkladığını göstermiştir.

Erb ve diğerleri (1994) ise hisse senedi getirilerinin korelasyon yapısını incelemiş ve korelasyonların zaman içerisinde değiştiğini bulmuşlardır. Uluslararası çapraz-korelasyonların büyüme dönemlerine kıyasla iktisadi durgunluk dönemlerinde ve ülkeler arasındaki iş çevrimlerinin birbirlerine ayak uydurmadığı dönemlerde daha yüksek olduğunu göstermişlerdir. Korelasyonlarda önemli ölçüde asimetri kanıtlanmıştır. Düşen piyasalarda korelasyonlar yüksekken, yükselen piyasalarda ise daha düşüktür. Korelasyonun asimetric yapısı dünya sermaye piyasalarıyla entegrasyonu daha yüksek olan gelişmekte olan ülkelerde daha belirgindir. Öte yandan liberalleşmenin ülkelerin iş çevrimlerini birbirine yaklaştırarak korelasyonları arttırdığı da görülmüştür. Solnik ve diğerlerinin (1996) uluslararası sermaye hareketlerindeki büyümenin ve piyasaların entegrasyonunun korelasyonun genel seviyesine ve yüksek oynaklık dönemlerindeki hareketlerine etkisini incelemişlerdir. Çalkantılı dönemlerde oynaklığın bulaşıcı olduğuna ve korelasyonların arttığına dair kanıtlar bulsalar da, korelasyonların riski çeşitlendirmeye halen imkan verecek düzeyde olduğunu göstermişlerdir. Pretorius (2002) korelasyonu ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki gelişiminin ardında yatan temel faktörleri araştırmıştır. *Cross-sectional* modelde sadece karşılıklı ticaret, sanayi üretimi büyüme farklılıkları ve bölgesel etki değişkenleri ülkeler arasındaki korelasyon katsayılarını anlamlı ölçüde açıklamaktadır. Öte yandan ülkeler arasındaki korelasyonların katsayılarının zaman serisi regresyon sonuçları kriz değişkenlerinin de istatistiki açıdan anlamlı olduğunu göstermiştir. Bekeart ve Harvey (1997, 2000) liberalleşmeler sonrasında ekonomilerin dünya ile finansal entegrasyonu arttıkça, dünya faktörlerinin hisse getirileri üzerindeki etkilerinin arttığını ve bu durumun dolayısıyla daha yüksek korelasyonlara sebebiyet verdiği yönünde kanıtlar bulmuşlardır. Bununla beraber korelasyonlar hala gelişmiş ülkelere düşüktür. Çalışmaları 17 gelişmekte olan piyasada koşullu korelasyonların liberalleşmelere bağlı olarak istatistiki açıdan anlamlı olarak en fazla 0.08 kadar arttığını göstermektedir. Dolayısıyla gelişmekte olan piyasaları, uluslararası gelişmiş piyasa portföylerine eklemek aynı getiri seviyesinde daha düşük risk sağlamakta, riski çeşitlendirmekte/dağıtmaktadır.

Bekeart, Erb, Harvey ve Viskanta (1998) gelişmekte olan piyasaların hisse senedi getiri verilerinin dağılımının normal dağılıma uymadığını göstermişlerdir. Ortalama-Varyans teorisi getirilerin normal dağıldığını farz ettiği için gelişmekte olan piyasa verilerinin dağılımındaki anlamlı ölçüdeki *skewness* ve *kurtosis* yanıltıcı varlık tahsisatına sebebiyet verebilmektedir. Dolayısıyla bu verileri OV çerçevesinde kullanmak sakıncalı olabilir. Bunun ötesinde *skewness* ve *kurtosis* zaman içerisinde değişmektedir. Bu geçiş dönemindeki ülkelerde entegrasyon seviyesinin değişimine bağlı olarak gözlemlenebilir. Bekeart ve Harvey (1995, 1997, 2000) bu durumun transformasyon sürecindeki ekonomilerde beklenen bir sonuç olduğunu tartışır.

Aiello ve Chieffe (1999) uluslararası gelişmiş ve gelişmekte olan endeks fonlarının portföy çeşitlendirme yararlarını araştırmıştır. S&P500 endeksine göre getirileri Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçütlerini kullanarak ölçmüştür. Sonuçlar gelişmekte olan endeks fonlarının S&P500 endeksinden daha başarılı olduğunu göstermiştir. Bekeart (1999) *free lunch* doktrinine eğilmiş ve küresel bir portföyde sınırlı emisyonlu yatırım fonu, açık yatırım fonu, ve *ADR* tutmanın yararlarına odaklanmıştır. Çalışmada %95 güven aralığında varlık seti içerme testleri reddedilmiş ve dolayısıyla gelişmekte olan piyasaların riski çeşitlendirdiği kabul edilmiştir. Gelişmekte olan piyasaların endekslerine direkt yatırımın yönetilen fonlar ve *ADR* portföyleri kadar iyi performans sergilediğine karar verilmiştir. Gilmore ve McManus (2002) ko-entegrasyon metodolojisi ile Amerikan borsası ile üç Merkezi Avrupa piyasasının (Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya) kısa ve uzun dönem ilişkisini, bu piyasaların Amerikalı yatırımcılara önerebileceği potansiyel çeşitlendirme imkanı açısından incelemiştir. İki değişkenli veya çok değişkenli ko-entegrasyon testleri ile bu piyasalar arasında uzun dönemde ortak bir trend olup olmadığı araştırılmıştır. İnceleme haftalık kapanış fiyatları ile 07:1995 ve 08:2001 periyodunda yapılmıştır. Bulgular hiçbir Merkezi Avrupa piyasası ile Amerikan borsası arasında ko-entegrasyon göstermemiştir. Katsayı matrisinin *rank*'inin sifıra eşit olduğu hipotezi kabul edilerek hiçbir sabit kombinasyon ve ko-entegre vektor olmadığı gösterilmiştir. Aynı zamanda çok değişkenli Johansen testi de uygulanarak grup halinde de ko-entegrasyon olmadığı bulunmuştur. Araştırmada incelenen ülkelerin piyasaları arasındaki düşük korelasyona rağmen ko-entegrasyon testleri bu borsalar arasında uzun dönem bir ilişki bulamamıştır. Dolayısıyla portföy çeşitlendirmesi için uzun dönemde bu piyasaların Amerikalı bir yatırımcıya yararı söz konusudur.

III. METODOLOJİ

3.1. Ortalama-Varyans Portföy Teorisi

Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Türkiye borsalarının riski çeşitlendirme potansiyelleri Ortalama-Varyans (OV) teorisi kullanılarak incelenmiştir. OV teorisinde portföyün getirisi basitçe her bir finansal varlığın getirisinin ağırlıklı ortalaması olarak hesaplanır. Ağırlığı ise o finansal varlığa yapılan yatırımın oranı belirler. Dolayısıyla portföyün beklenen getirisi ortalama, riski ise varyansı olarak ölçülür. Portföy varyansı ise iki bölümden oluşur. Birinci bölümü finansal varlıkların kendi varyansları, ikinci bölümü ise portföydeki finansal varlıkların birbirleriyle olan kovaryansıdır. Portföy çeşitlendirmesinin temelinde yatan portföy riskini dağıtan asıl faktör olan kovaryanstır.

Araştırma bir AB portföyünün kurularak bu temel portföyün sırasıyla Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Türkiye'nin dahil edildiği portföylerle karşılaştırılması şeklinde dizayn edilmiştir. Karşılaştırmalar portföylerin OV çerçevesinde getiri ve riskleri açısından yapılmıştır. Kurulan portföyler sırasıyla şöyledir:

P_1 : Avrupa Birliği Portföyü

P_2 : Çek Cumhuriyeti dahil Avrupa Birliği Portföyü

P_3 : Macaristan dahil Avrupa Birliği Portföyü

P_4 : Polonya dahil Avrupa Birliği Portföyü

P_5 : Türkiye dahil Avrupa Birliği Portföyü

Klasik OV optimizasyonu ile kurulan portföyler getiri ve riskleri açısından “gelişmekte olan piyasaların AB portföyüne eklenmesi istatistiki olarak önemli ölçüde risk çeşitlendirmesi sağlar” hipotezi altında incelenmişlerdir. Analizler risksiz yatırım aracının olmadığı ortamlarda ve açığa satışa izin verilerek yapılmıştır. Ayrıca etkin portföylerin getirisinin riskine oranını veren Sharpe oranı çalışmada tanjant portföyler için risksiz getiri sıfır kabul edilerek hesaplanarak, performans ölçütü olarak sunulmuştur:

$$SR = \frac{\mu_t - \mu_f}{\sigma_t} \quad (1)$$

3.2. Stein Tahmin Edicisi

OV teorisinin yüksek getirili, negatif korelasyonlu ve küçük varyanslı finansal varlıklara portföyde fazla ağırlık verme yönündeki eğilimi kritik hesap hatalarına neden olabilmektedir. Bu konu Jobson ve Korkie (1981) tarafından da çalışılmıştır. OV teorisi aynı zamanda ortalamanın ve standart sapmanın yatırımcının faydasını temsil etmesi konusunda ve finansal planlama için sadece bir dönemlik öngörü yapabilme imkanı vermesi açısından eleştirilmektedir. Uluslararası portföy riski çeşitlendirmesi söz konusu olduğunda ve özellikle yüksek getiri ve düşük korelasyonlarla tanımlanan gelişmekte olan piyasalar ile çalışıldığında hesaplama/tahmin hataları çok önemli bir hale gelmektedir. Çünkü klasik OV optimizasyonu ile varılabilecek risk çeşitlendirmesi yararları aslında abartılı sonuçlar olabilir. Bu çekinceler çalışmanın amacı açısından çok önemli bulunduğundan Stein tahmin edicisi kullanılmıştır. Stein tahmin edicisi örnek ortalamalarının tekrar tahmini genel yaklaşımını takip etmektedir. Daha önce birçok araştırmacının bulduğu gibi beklenen getiriler ve varyanslar zaman içerisinde değişkenlik göstermekte ve dolayısıyla örnek ortalamaları beklenen getirileri çok doğru tahmin edememektedir. İlk olarak Stein tarafından önerilen örnek ortalamalarının ortak bir ortalamaya çekilmesi fikri ortalamalardaki tahmin etme hatasını azaltmayı ve optimal portföylerin örnek dışı performansını yükseltmeyi amaçlamaktadır. Daha sonra Jorion (1985, 1986) tarafından geliştirilen Stein tahmin edicisi örnek ortalamalarının minimum varyans portföy ortalamasıyla düzenlenmesine imkan vermektedir. Minimum varyans portföyünün optimal ağırlığının örnek kovaryans matrisine bağlı olması ve dolayısıyla tahmin hatasının en az düzeyde gerçekleşmesi sebebiyle bu portföyün ortalaması ortak veya büyük ortalama olarak kullanılmaktadır. Stein tahmin edicisi şu şekilde tanımlanmaktadır:

$$\mu_p = (1 - \omega)\mu + \omega\mu_0 \quad (2)$$

μ_p beklenen portföy getirisi, μ örnek ortalama getiriler, μ_0 minimum varyans portföy ortalama getirisi ve $\omega = \lambda / (T + \lambda)$ olarak tanımlanan ω küçültme faktörüdür. Doğruluk parametresi lambda ise verilerden aşağıdaki formülle elde edilir:

$$\lambda = \frac{(N + 2)(T - 1)}{(\mu - \mu_0)' V^{-1} (\mu - \mu_0) (T - N - 2)} \quad (3)$$

T örnek boyutu, N finansal varlık sayısı ve V^{-1} ise örnek varyans-kovaryans matrisidir. Yüksek bir lambda değeri tahmin yapmak için eski verilere az güvenildiğini gösterir çünkü o zaman ω bire yaklaşır ve beklenen getiri minimum varyans portföy ortalamasına yönelir.

3.3. Varlık Seti İçerme Testi

Bulguların istatistiki açıdan anlamlı olup olmadıkları Jobson ve Korkie'nin varlık seti içerme testi ile araştırılmıştır. Jobson ve Korkie (1989) finansal varlık setleri ve alt setleri içerme testleri için bir f-test geliştirmişlerdir. Varlık seti içerme istatistiği sırasıyla iki varlık seti arasındaki ortalama-varyans eşitliği sorusunu yanıtlar ve aralarından hangisinin dominant portföy olduğunu seçer. Bir varlık altseti şayet elemanı olduğu büyük varlık setinin sağladığı bütün ortalama-varyans portföy imkanlarını sağlayabiliyorsa, o altsetin büyük varlık setini içerdiği söylenir. Bu durumda söz konusu iki varlık setinin hiperbolaları birbirinin aynısı olur. Öte yandan, marjinal potansiyel performans bir varlık setinin bir altsetine göreceli olarak sağladığı yararı ölçer:

$$\Delta P_0 = P_0 - P_{01} \quad (4)$$

$P_0 = b c - a^2$, N varlık setinin potansiyel performansı ve $P_{01} = b_1 c_1 - a_1^2$, N_1 varlık altsetinin minimum varyans portföyü ortalamasına göre hesaplanan potansiyel performansdır. Varlık seti içerme testinin sıfır hipotezi sıfır marjinal potansiyel performanstır $H_0 : P_0 = P_{01}$. Eğer N_1 varlık altseti N varlık setini tam olarak içeriyorsa varlık seti içerme testi $2(N - N_1)$ ve $2(T - N)$ serbestlik dereceleriyle tam bir F dağılımıdır.

$$\phi_s = \left(\frac{T - N}{N - N_1} \right) \frac{\sqrt{\hat{c}(1 + \hat{b}_0)} - \sqrt{\hat{c}_1(1 + \hat{b}_{01})}}{\sqrt{\hat{c}_1(1 + \hat{b}_{01})}} = \left(\frac{T - N}{N - N_1} \right) \frac{\sqrt{\hat{c} + \hat{P}_0} - \sqrt{\hat{c}_1 + \hat{P}_{01}}}{\sqrt{\hat{c}_1 + \hat{P}_{01}}} \quad (5)$$

$$\begin{aligned}\hat{b}_0 &= (\bar{r} - \bar{r}_0 e)' S^{-1} (\bar{r} - \bar{r}_0 e) \\ \hat{b}_{01} &= (\bar{r}_1 - \bar{r}_{01} e_1)' S_{11}^{-1} (\bar{r}_1 - \bar{r}_{01} e_1) \\ &ve \\ \bar{r}_0 &= \hat{a} / \hat{c} \\ \bar{r}_{01} &= \hat{a}_1 / \hat{c}_1 \\ \hat{P}_0 &= \hat{b} \hat{c} - \hat{a}^2 \\ \hat{P}_{01} &= \hat{b}_1 \hat{c}_1 - \hat{a}_1^2 \\ \Delta \hat{P}_0 &= \hat{P}_0 - \hat{P}_{01}\end{aligned}$$

Çalışmada Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Türkiye'nin dahil edildiği AB portföyleri sırasıyla N varlık seti ve AB portföyü N_1 varlık altseti olarak tanımlanmıştır. Test N_1 altsetinin N setini içerip içermediğini araştırmaktadır. Eğer hesaplanan F-değeri F tablo değerinden büyük çıkarsa, sıfır hipotezi yani sıfır marjinal potansiyel performans reddedilir. Buna bağlı olarak söz konusu olan gelişmekte olan piyasanın AB portföyüne eklenmesinin AB portföyünün performansını geliştirdiğine hükmedilir.

IV. Veri Analizi

Bu çalışmanın verileri MSCI'nın websitesinden toplanmış olup AB ülkelerinin ve belirtilen gelişmekte olan ülkelerin aylık MSCI küresel ülke endeks getirilerinden oluşmaktadır. MSCI endeksleri uzun bir dönemden beri istikrarlı bir şekilde ve güncel endeksleme metodolojisi ile süregeldiği için çalışmada kullanılmıştır. MSCI endeksleri her bir ülkenin %60 piyasa kapitalini ve %85 sektör yapısını temsil etmek üzere kurulmuşlardır. MSCI dört adımdan oluşan bir endeks metodolojisi kullanır. İlk olarak bir ülkedeki bütün kote edilmiş hisseler listelenir ve daha sonra piyasa değerleri yerleşik olmayan bir yatırımcıya açık olan serbest hisse senedine göre düzeltilir. Finansal varlıklar daha sonra ait oldukları sektöre göre sınıflandırılır ve son olarak endekse dahil edilmek için büyüklükleri, likidite düzeyleri ve pazar temerküzüne göre incelenir.

Çalışmada 1995:01 ile 2004:10 arasındaki yaklaşık on yıllık süreyi kapsayan 118 aylık gözlem kullanılmıştır. AB portföyünü oluşturan gelişmiş ülkelerin endeks değerleri çok daha uzun periyodlar için bulunabilmesine rağmen, Çek Cumhuriyeti ve Macaristan'ın daha yakın zamandan başlayan verileri nedeniyle daha kısa bir zaman dilimi incelemeye alınabilmiştir. Bütün endeks değerleri Amerikan doları cinsindedir ve aşağıdaki formül ile getiriye çevrilmişlerdir.

$$\Delta y_t = \frac{y_t - y_{t-1}}{y_{t-1}} \quad (6)$$

Analizlerde kullanılan bütün endeks değerleri dolar cinsinden ifade edildiği için uluslararası yatırımcının karşılaştığı kur riski halihazırda getirilere yansıtılmış durumdadır. Tanımlayıcı istatistikler ve normal dağılım test sonuçları Tablo 1'de sunulmuştur. Tanımlayıcı istatistikler gelişmekte olan piyasaların gelişmiş AB piyasalarına kıyasla daha yüksek getiri ve riske sahip olduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan piyasaların aylık ortalamaları minimum -0.41 ile Türkiye için gözlemlenen maksimum 0.72 arasında değişmektedir. Aslında Türkiye en yüksek getiri ve riske (0.023, 0.18) sahip ülke olmuştur. AB üyesi ülkeler arasında ise en yüksek getiri ve risk Finlandiya (0.017, 0.11) için bulunmuştur. Finlandiya bu değerlerle gelişmiş ülkeden çok gelişmekte olan ülke karakteristiği göstermektedir. Gelişmekte olan ülkeler arasında ise Çek Cumhuriyeti en düşük standart sapmaya (0.085) ve normal bir dağılıma sahiptir. Öte yandan gelişmiş ülkeler olmalarına rağmen Belçika, Almanya, İrlanda ve Hollanda'da normal olmayan dağılımlar söz konusudur. İncelendiğinde normal olmayan dağılımların zaman serilerindeki ekstrem pozitif ve ekstrem negatif gözlemlerden kaynaklanan fazla *kurtosis*'in bir sonucu olduğu görülmektedir. Diğer gelişmiş AB üyelerinin istatistiki olarak anlamlı olmayan Jarque-Bera test sonuçları bu ülkelerin normal dağılıma sahip olduğunu göstermektedir. Öte yandan Çek Cumhuriyeti hariç bütün gelişmekte olan ülkeler geçiş dönemi ekonomilerinde bekleneceği üzere normal olmayan dağılımlar göstermektedirler. İstatistiki bağımsızlık varsayımı ise Ljung-Box ve Durbin-Watson otokorelasyon testleri ile kontrol edilmiştir. Her iki test de zaman serilerinin hiçbirinde otokorelasyona rastlanmadığını doğrulamışlardır. Bu bulgular Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya'nın getirilerinin bağımsızlığını gösteren Mateus'u (2004) doğrulamaktadır. Zaman serilerinin durağanlığı ise Augmented Dickey Fuller testi ile kontrol edilmiştir. Test sonuçları

bütün zaman serilerinin %1 kritik değerinde tablo t değerlerinden istatistiki olarak anlamlı ölçüde düşük t değerlerine sahip olduklarını yani durağan olduklarını göstermiştir. Dolayısıyla sıradan yürüyüş hipotezi çalışmada incelenen bütün piyasalar için reddedilmiştir. Test sonuçları sayfa sayısını azaltmak için sunulmamıştır, istek üzerine sağlanabilir.

V. Ampirik Bulgular

Araştırmada kapsanan 1995:01 ve 2004:10 periyodunda AB ülkeleri arasında gözlemlenen en yüksek korelasyon Fransa ve Almanya (0.86) arasında, en düşük korelasyon ise Avusturya ve Finlandiya (0.18) arasında bulunmuştur. Bu sırada Çek Cumhuriyeti'nin en yüksek korelasyonu Macaristan (0.57) ile en düşüğü ise Belçika (0.14) ile gözlemlenmiştir. Türkiye'nin ise sırasıyla en yüksek ve en düşük korelasyonları İsveç ve Avusturya ile gerçekleşmiştir. Öte yandan en düşük korelasyonu Belçika ile olan Macaristan'ın korelasyonları diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha yüksek seviyelerdedir. Polonya en düşük korelasyona Avusturya ile en yüksek korelasyona ise Macaristan (0.66) ile sahiptir. Korelasyon matrisi ortalama olarak AB ülkelerinin gelişmekte olan ülkeler gibi birbirleriyle korelasyonunun yüksek olduğunu göstermektedir. Buna rağmen gelişmekte olan ülkelerin korelasyonları risk çeşitlendirmesine imkan verecek ölçüde düşüktür. Korelasyon matrisi Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 1: Özet İstatistikler

	Ortalama	Maks.	Min.	St. Sapma	Skewness	Fazla Kurtosis	Jarque-Bera	Olasılık
AVUSTURYA	0,006	0,122	-0,178	0,053	-0,507	0,386	5,782	0,056
BELÇİKA	0,007	0,175	-0,188	0,053	-0,673	2,065	29,880	0,000
DANİMARKA	0,010	0,122	-0,135	0,052	-0,347	0,177	2,519	0,284
FINLANDİYA	0,017	0,324	-0,318	0,110	-0,009	0,583	1,677	0,432
FRANSA	0,008	0,153	-0,153	0,055	-0,192	0,583	2,401	0,301
ALMANYA	0,006	0,224	-0,244	0,066	-0,403	2,15	25,924	0,000
YUNANİSTAN	0,010	0,288	-0,226	0,089	0,300	0,67	3,978	0,137
İRLANDA	0,007	0,124	-0,142	0,051	-0,785	1,115	18,242	0,000
İTALYA	0,008	0,196	-0,142	0,065	0,167	-0,071	0,576	0,750
HOLLANDA	0,006	0,129	-0,178	0,055	-0,796	1,369	21,672	0,000
PORTEKİZ	0,007	0,163	-0,194	0,062	-0,212	0,169	1,024	0,599
İSPANYA	0,012	0,160	-0,217	0,063	-0,327	1,014	7,167	0,028
İSVEÇ	0,012	0,228	-0,225	0,077	-0,229	0,707	3,492	0,174
İNGİLTERE	0,005	0,100	-0,105	0,039	-0,209	0,017	0,861	0,650
ÇEK CUMHURİYETİ	0,011	0,301	-0,277	0,085	-0,084	1,275	8,138	0,017
MACARİSTAN	0,020	0,462	-0,388	0,106	0,135	3,498	60,521	0,000
POLONYA	0,010	0,404	-0,349	0,109	0,375	1,764	18,075	0,000
TÜRKİYE	0,023	0,723	-0,412	0,180	0,629	1,677	21,623	0,000

Tablo 2: Korelasyon Matrisi

	AVU	BEL	DAN	FIN	FRA	ALM	YUN	IRL	ITA	HOL	POR	ISP	ISV	ING	TUR	ÇEK	MAC	POL
AVUSTURYA	1																	
BELÇİKA	0,60	1																
DANİMARKA	0,50	0,61	1															
FINLANDIYA	0,18	0,31	0,39	1														
FRANSA	0,48	0,72	0,67	0,58	1													
ALMANYA	0,50	0,70	0,68	0,57	0,85	1												
YUNANİSTAN	0,40	0,49	0,43	0,33	0,52	0,52	1											
İRLANDA	0,48	0,60	0,55	0,41	0,59	0,65	0,43	1										
İTALYA	0,41	0,57	0,55	0,45	0,71	0,64	0,44	0,44	1									
HOLLANDA	0,57	0,77	0,69	0,53	0,86	0,85	0,45	0,69	0,65	1								
PORTEKİZ	0,51	0,60	0,62	0,44	0,70	0,63	0,48	0,49	0,56	0,63	1							
İSPANYA	0,48	0,62	0,62	0,48	0,77	0,74	0,53	0,64	0,69	0,73	0,69	1						
İSVEÇ	0,33	0,47	0,60	0,67	0,77	0,82	0,41	0,53	0,59	0,74	0,60	0,71	1					
İNGİLTERE	0,53	0,70	0,64	0,53	0,78	0,73	0,41	0,69	0,54	0,81	0,54	0,71	0,63	1				
TÜRKİYE	0,21	0,24	0,28	0,46	0,50	0,45	0,29	0,32	0,40	0,40	0,33	0,35	0,53	0,45	1			
ÇEK CUMH.	0,17	0,14	0,32	0,24	0,28	0,29	0,30	0,25	0,24	0,19	0,33	0,31	0,32	0,23	0,26	1		
MACARİSTAN	0,34	0,33	0,47	0,36	0,44	0,44	0,42	0,38	0,42	0,37	0,54	0,46	0,40	0,38	0,43	0,57	1	
POLONYA	0,24	0,28	0,34	0,48	0,44	0,46	0,35	0,40	0,33	0,39	0,43	0,46	0,45	0,34	0,33	0,51	0,66	1

Tablo 3: Kurulan Portföylerin Minimum Varyans Portföy Ortalamaları ve Standart Sapmaları

	AB	AB+ Çek	AB+ Macaristan	AB+ Polonya	AB+ Türkiye
Minimum Varyans Port. Ortalaması	0,0052	0,0053	0,0048	0,0051	0,0043
Minimum Varyans Port. St. Sapması	0,0344	0,0339	0,0342	0,0343	0,0334

İncelenen dönemde AB portföyünün minimum varyans portföy ortalaması ve standart sapması sırasıyla %0.52 ve %3.4 olarak bulunmuştur. Tanjant portföyün ortalaması ve standart sapması ise %2.2 ve %7.1 olarak hesaplanmıştır ve Sharpe oranı 0.31'dir. Kurulan portföyler için hesaplanan minimum varyans portföy ortalaması ve standart sapmaları Tablo 3'te verilmiştir.

Çalışmada sıfır risksiz yatırım oranı ile tanjant portföyler için hesaplanan Sharpe oranları Tablo 4'te hem klasik OV optimizasyonu ile kurulan portföyler için hem de Stein tahmin edicisi ile tekrar hesaplanan ortalamalar ile kurulan portföyler için özetlenmiştir. Stein tahmin edicisi daha düşük ortalamalara ve dolayısıyla daha düşük Sharpe oranlarına sonucunu çıkarmıştır.

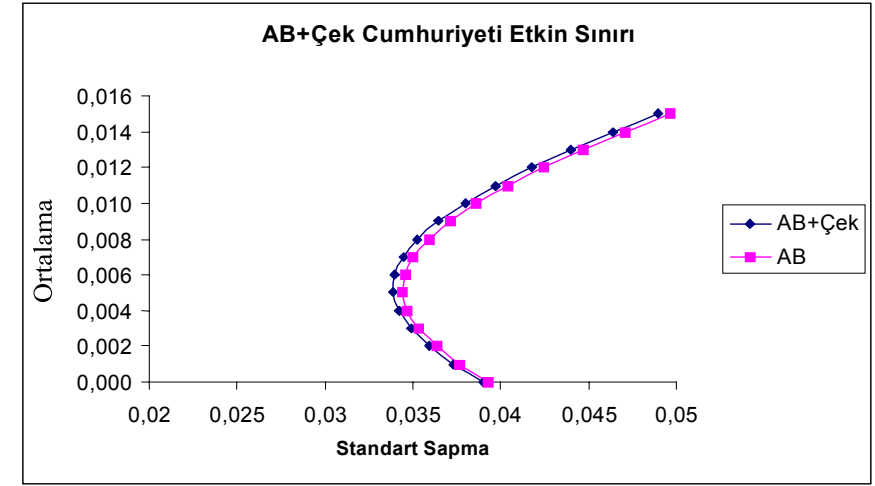
AB portföyüne ilk olarak Çek borsası eklenmiştir ve yeni portföyün ortalaması %0.53 standart sapması ise %0.33 olarak bulunmuştur. Tanjant portföyün Sharpe oranı ise 0.31 olarak kalmıştır. Varlık seti içerme test parametreleri Çek borsasının AB portföyüne eklenmesinin 2.23 marjinal potansiyel performans yarattığını göstermiştir. Ancak test istatistiği (2,206) serbestlik dereceleriyle %5 anlamlılık seviyesinde tablo F değeri olan 3.04'ten düşüktür. AB+Çek portföyünün ortalamaları Stein tahmin edicisi ile yeniden hesaplandıktan sonra Çek borsasının ortalaması %0.7 düşmüş, marjinal potansiyel performans ise -0.36 olmuştur. Tablo 5 bütün portföyler için örnek ortalamaları ve Stein tahmin edicisiyle yeniden hesaplanan ortalamaları özetlemektedir. Stein tahmin edicisi uygulandıktan sonra AB+Çek portföyünün Sharpe oranı 0.17 olmuştur. Grafik 1'de gözlemlenen etkin setteki sola kayışa rağmen varlık seti içerme testi sıfır hipotezini kabul etmiştir. Çek Cumhuriyeti'nin AB portföyüne uzun dönemdeki katkısı ihmal edilebilir düzeydedir. Grafik 1 AB ve AB+Çek portföylerinin etkin sınırlarını vermektedir.

Tablo 4: Klasik ve Stein Tanjant Portföyleri'nin Sharpe Oranları

AB	Ortalama	St. Sapma	Sharpe Oranı
Stein tanjant portföyü	0,007	0,040	0,175
Klasik tanjant portföyü	0,022	0,071	0,313
AB+Çek	Ortalama	St. Sapma	Sharpe Oranı
Stein tanjant portföyü	0,007	0,039	0,178
Klasik tanjant portföyü	0,022	0,068	0,316
AB+Macaristan	Ortalama	St. Sapma	Sharpe Oranı
Stein tanjant portföyü	0,007	0,043	0,175
Klasik tanjant portföyü	0,027	0,081	0,331
AB+Polonya	Ortalama	St. Sapma	Sharpe Oranı
Stein tanjant portföyü	0,007	0,040	0,172
Klasik tanjant portföyü	0,023	0,072	0,313
AB+Türkiye	Ortalama	St. Sapma	Sharpe Oranı
Stein tanjant portföyü	0,007	0,042	0,163
Klasik tanjant portföyü	0,026	0,082	0,320

Tablo 5: Örnek ve Stein Tahmin Edicisiyle Hesaplanan Ortalamalar

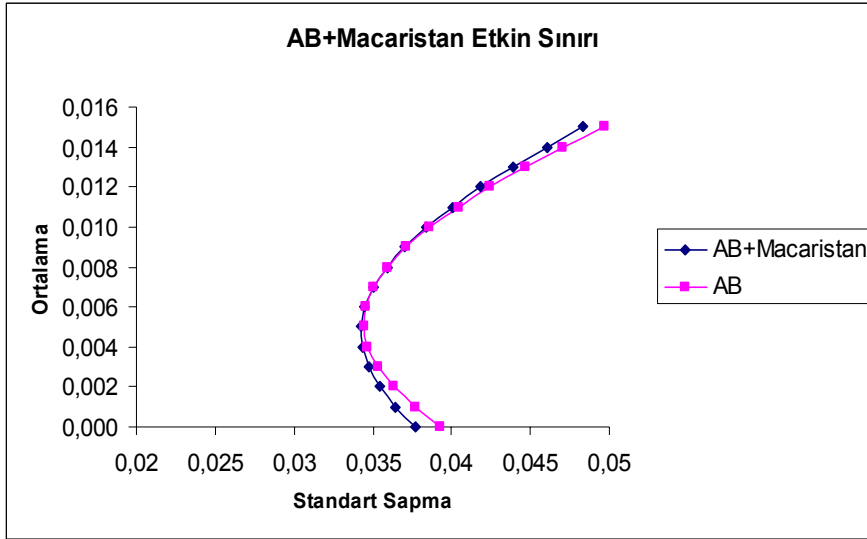
	Örnek Ortalamalar	Stein Ortalamalar				
		AB	AB+Çek	AB+Macaristan	AB+Polonya	AB+Türkiye
AVUSTURYA	0,0059	0,0054	0,0055	0,0052	0,0054	0,0049
BELÇİKA	0,0071	0,0058	0,0059	0,0056	0,0057	0,0053
DANİMARKA	0,0098	0,0067	0,0067	0,0065	0,0066	0,0062
FİNLANDIYA	0,0167	0,0089	0,0088	0,0089	0,0087	0,0085
FRANSA	0,0082	0,0062	0,0062	0,0060	0,0061	0,0056
ALMANYA	0,0063	0,0056	0,0056	0,0053	0,0055	0,0050
YUNANİSTAN	0,0101	0,0068	0,0068	0,0067	0,0067	0,0063
İRLANDA	0,0072	0,0058	0,0059	0,0056	0,0057	0,0053
İTALYA	0,0083	0,0062	0,0062	0,0060	0,0061	0,0057
HOLLANDA	0,0057	0,0054	0,0054	0,0051	0,0053	0,0048
PORTEKİZ	0,0071	0,0058	0,0059	0,0056	0,0057	0,0053
İSPANYA	0,0121	0,0074	0,0074	0,0073	0,0073	0,0070
İSVEÇ	0,0120	0,0074	0,0074	0,0073	0,0073	0,0069
İNGİLTERE	0,0055	0,0053	0,0053	0,0050	0,0052	0,0047
ÇEK CUMHURİYETİ	0,0107		0,0070			
MACARİSTAN	0,0202			0,0102		
POLONYA	0,0097				0,0065	
TÜRKİYE	0,0229					0,0106

Grafik 1: Çek Cumhuriyeti Dahil olan AB Portföyü Etkin Sınırı

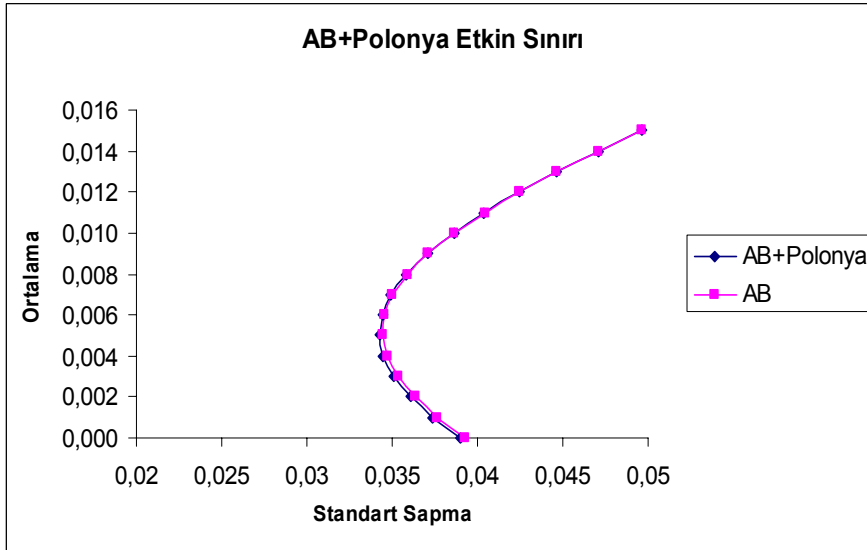
AB portföyüne ikinci olarak Macaristan borsası eklenmiştir. Macaristan'ın eklenmesiyle AB portföyünün standart sapmasında bir değişiklik görülmezken ortalaması %0.48'e düşmüştür. Bununla beraber tanjant portföyünün Sharpe oranı 0.33'e yükselmiştir. Varlık seti içerme testi 13.43 marjinal potansiyel performans göstermekle birlikte bu katkının %5 önem derecesinde istatistiki olarak anlamlı olmadığı bulunmuştur. Stein tahmin edicisinin uygulanması ise Macaristan için %1 daha düşük bir ortalama ve marjinal potansiyel performansın 2.71'e düşmesine neden olmuştur. Bu sırada Sharpe oranı ise 0.17'dir. AB+Macaristan portföyü için sıfır hipotezi kabul edilmiştir. Grafik 2'de verilen portföy etkin sınırları ise Macaristan'ın AB portföyüne uzun dönemde anlamlı olmayan katkısını destekler niteliktedir.

Çalışmada kurulan üçüncü portföy ise AB+Polonya portföyüdür. Portföyün ortalaması ve standart sapması sırasıyla %0.51 ve %3.4 olarak bulunmuştur. AB portföyüne Polonya'nın dahil edilmesi daha düşük bir ortalama ve marjinal potansiyel performansın 2.71'e düşmesine neden olmuştur. Öte yandan Sharpe oranı AB portföyününkiyle aynıdır. Varlık seti içerme parametreleri 1.13 marjinal potansiyel performans göstermekle birlikte 0.49 test istatistiği tablo F değerinden %5 önem derecesinde düşüktür. Dolayısıyla sıfır marjinal potansiyel performans hipotezi kabul edilmiştir. Stein tahmin edicisi Polonya'nın ortalamasını %0.65'e düşürürken marjinal potansiyel performansı daha da düşürmüştür. Grafik 3'te gözlemlendiği gibi üstüste gelen etkin sınırlar Polonya'nın AB portföyüne uzun dönemdeki katkısının ihmal edilebilir düzeyde olduğunu desteklemektedir.

Grafik 2: Macaristan'ın Dahil Olduğu AB Portföyü Etkin Sınırı



Grafik 3: Polonya'nın Dahil Olduğu AB Portföyü Etkin Sınırı

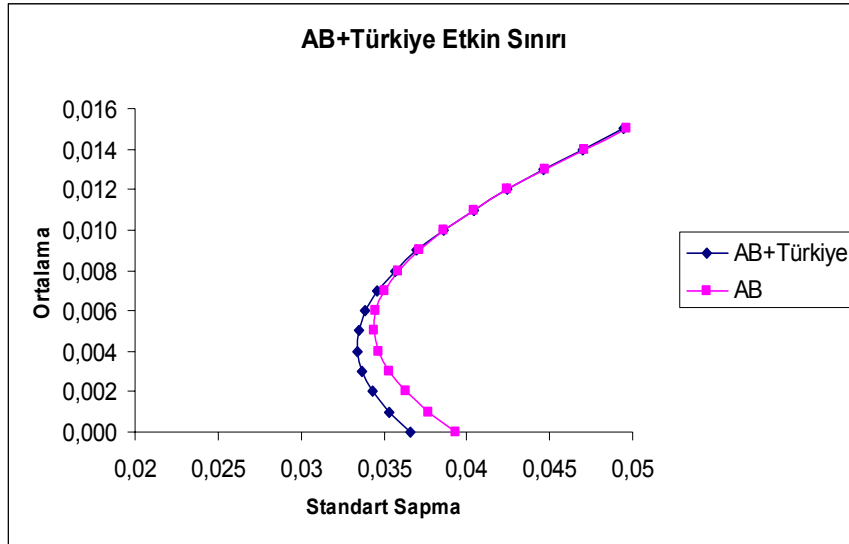


Tablo 6: Varlık Seti İçerme Test Sonuçları

Varlık Seti İçerme İstatistik Parametreleri	AB+Çek	AB+Macaristan	AB+Polonya	AB+Türkiye
T	118	118	118	118
N	15	15	15	15
N ₁	14	14	14	14
C	870,755	852,966	851,997	896,843
C ₁	844,420	844,420	844,420	844,420
Potansiyel Performans				
P ₀	65,587	76,786	64,541	76,595
P ₀₁	63,354	63,354	63,354	63,354
Marjinal Potansiyel Performans	2,233	13,432	1,187	13,241
Varlık Seti İçerme İstatistiği	1,608	1,239	0,496	3,660
Stein Varlık Seti İçerme İstatistik Parametreleri				
T	118	118	118	118
N	15	15	15	15
N ₁	14	14	14	14
C	870,755	852,966	851,997	896,843
C ₁	844,420	844,420	844,420	844,420
Potansiyel Performans				
P ₀	6,343	9,428	6,291	8,777
P ₀₁	6,709	6,709	6,709	6,709
Marjinal Potansiyel Performans	-0,366	2,719	-0,418	2,068
Varlık Seti İçerme İstatistiği	1,560	0,679	0,432	3,246

AB portföyüne son olarak uzun dönemde riski dağıtma yönünde bir katkısı olup oladığı araştırılmak üzere Türkiye borsası eklenmiştir. Türkiye'nin dahil edilmesiyle AB portföyünün ortalaması %4.3 standart sapması ise %3.3 olmuştur. İncelenen 1995:01–2004:10 periyodunda AB portföyü için en düşük minimum varyans portföy standart sapmasını Türkiye borsası sağlamıştır. Öte yandan Sharpe oranı 0.31'den 0.32'ye çıkmıştır. Varlık seti içerme testi Türkiye borsasının AB'ya dahil edilmesinin 13.23 marjinal potansiyel performans yarattığını ve bu test istatistiğinin (2.206) serbestlik dereceleriyle %5 anlamlılık derecesinde tablo F değerinden yüksek olduğunu göstermektedir. Stein tahmin edicisi uygulandığında ise Türkiye'nin ortalamasının %1.06'ya, marjinal potansiyel performansın ise 2.06'ya düştüğü görülmektedir. Ancak test istatistiği 3.24 değeriyle hala tablo F değerinden yüksektir. AB+Türkiye portföyü için sıfır marjinal potansiyel performans hipotezi geçerli görülmemiştir. Dolayısıyla Türkiye borsasının AB portföyüne uzun dönemde riski dağıtma yönünde istatistiki açıdan %5 anlamlılık seviyesinde bir katkısı vardır. Grafik 4'te verilen AB portföyünün etkin sınırının Türkiye'nin katılımıyla gözle görülür şekilde sola kayması bu bulguyu görsel olarak da kanıtlamaktadır.

Grafik 4: Türkiye'nin Dahil Edildiği AB Portföyü Etkin Sınırı



VI. Sonuç

Bu çalışma Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Türkiye borsalarının AB portföyüne uzun dönemde anlamlı bir risk çeşitlendirme yararı sağlayıp sağlamadıklarını araştırmıştır. OV teorisi çerçevesinde gerçekleştirilen araştırmada AB portföyü ile AB portföyüne sırasıyla bahsedilen yükselen piyasalar dahil edilerek kurulan portföyler getiri ve riskleri açısından karşılaştırılmıştır. Araştırmanın yapıldığı 1995:01–2004:10 aralığında, sadece Türkiye borsasının dahil edilmesi AB portföyünde istatistiki olarak anlamlı bir risk çeşitlendirmesine imkan vermiştir. Bu katkı örnek ortalamalarını minimum varyans portföy ortalaması ile düzleştirerek OV optimizasyonunun tahmin etme hatasını minimize etmeyi hedefleyen Stein tahmin edicisi ile de doğrulanmıştır. Varlık seti içerme testleri Türkiye borsasının AB portföyüne dahil edilmesinin etkin sınırı %5 önem derecesinde sola kaydırıldığını göstermiştir. Bu bulgu AB katılım sürecinin Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya için anlamlı bir entegrasyon neticesi verdiğini, bu sırada Türkiye'nin ise risk çeşitlendirmesine imkan verecek derecede kısmen entegre olduğunu doğrulamaktadır. Mateus'tan (2004) farklı olarak Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya AB ile entegre, Türkiye ise Mateus'un bulduğu gibi daha az entegredir. Öte yandan Türkiye borsası çalışmaya dahil edilen gelişmekte olan ülkeler arasındaki piyasa değeri açısından en büyük borsadır. Gilmore ve McManus (2002) bu çalışmada yer alan üç merkezi Avrupa borsasının Amerika borsası ile 1995:07 – 2001:08 periyodunda uzun dönemde bir ilişkisi olmadığını gösterirken, bu araştırmada elde edilen bulgular AB portföyü ile aralarında 1995:01 – 2004:10 periyodunda istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğunu önermektedir. Bu sonuç AB Katılım sürecinde Çek, Macar ve Polonya ekonomilerinin AB ekonomisi tarafından hem daha fazla hükmedilmesi hem de daha entegre hale gelmesi ile açıklanabilir. Ekonomik ve Parasal Birliğe (EMU) olan yönelim de ülkelerin iş çevrimlerini birbirlerine maliye ve para politikalarıyla sekronize etmiştir. Erb ve diğerlerinin (1994) önerdiği gibi artan iş çevrim entegrasyonu korelasyon asimetrisini daha belirgin hale getirir. Erb ve diğerleri (1995) asimetrik korelasyonun gelişmiş piyasalarda daha entegre olan gelişmekte olan piyasalarda da bulunduğunu göstermişlerdir. Merkezi Avrupa ülkelerinin katılım süreci göz önüne alındığında, AB ile artan iş çevrim entegrasyonunun daha yüksek ve aynı zamanda asimetrik korelasyona neden olduğu ve bu durumun risk çeşitlendirme yararlarını ortadan kaldırdığı söylenebilir. Aynı zamanda katılım sürecine bağlı olarak borsaların endüstriyel kompozisyonlarının benzerleştiği ve endüstriyel faktörlerin borsa korelasyonlarına hükmettiği düşünülebilir. Griffin ve Karolyi (1998) ile Serra (2000) uluslararası ve yükselen piyasalarda ülke faktörlerinin getirilerde dominant olduğunu öne sürerken, Beckers, Connor ve Curds (1996) örnek AB üyesi ülkelerle

sınırlandığında, küresel piyasa ve küresel endüstriyel faktörlerin ülke faktörlerinden daha önemli olduğunu göstermiştir. Bu bulgu AB'nin dünyadan daha entegre olduğu şeklinde yorumlanmıştır. Birliğe yeni katılan üç Merkezi Avrupa piyasasının ex-sovyetik olmalarının getirdiği endüstriyel gelişmişlik seviyeleri ve başlıca ithalat/ihracat pazarlarının AB olması göz önüne alındığında, AB'ye katılım sürecinde AB'ye ekonomik olarak daha bağlı hale gelmiş olmaları, ve bu sırada Türkiye'nin bu piyasalara kıyasla ekonomik açıdan AB tarafından daha az domine edilmiş olduğu öne sürülebilir.

Kaynakça

- Aiello, S., Chieffe, N., "International Index Funds and the Investment Portfolio," Financial Services Review, 8, 1999, s. 27-35.
- Beckers, C., Connor, G., Curds, R., "National Versus Global Influences on Equity Returns," Financial Analyst Journal, (Mar/Apr) 1996, s. 31-39.
- Bekeart, G., "Is There a Free Lunch in Emerging Market Equities?," Journal of Portfolio Management, 25 (3), 1999, s. 83.
- Bekeart, G., Erb, C. B., Harvey, C. R., Viskanta, T. E., "Distributional Characteristics of Emerging Market Returns and Asset Allocation", Journal of Portfolio Management, 24 (2), 1998, s. 102.
- Bekeart, G., Harvey, C. R., "Time-Varying World Market Integration," The Journal of Finance, 50, 1995, s. 403-444.
- Bekeart, G., Harvey, C. R., "Emerging Equity Market Volatility," Journal of Financial Economics, 43, 1997, s. 29-78.
- Bekeart, G., Harvey, C. R., "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets," The Journal of Finance, 55, 2000, s. 565-614.
- Erb, C. B., Harvey, C., Viskanta, T. E., "Forecasting International Equity Correlations," Financial Analyst Journal, Nov/Dec. 1994, s. 32-45.
- Erb, C. B., Harvey, C., Viskanta, T. E., "Do World Markets Still Serve as a Hedge?," Journal of Investing, Vol. 4, No. 3, Fall 1995, s. 26-43.
- Fratzcher, M., "Financial Market Integration in Europe: On the Effects of EMU on Stock Markets," International Journal of Finance and Economics, 7, 2002, s. 165-193.
- Gilmore, C., McManus, G., "International Portfolio Diversification: U.S. and Central European Equity Markets," Emerging Markets Review, 3, 2002, s. 69-83.
- Goldberg, Michael A., Levi, Maurice D., "The European Union as a Country Portfolio," European Journal of Political Economy, Vol. 16, 2000, s. 411-427.

- Griffin, J., Karolyi, A., "Another Look at the Role of the Industrial Structure of Markets for International Diversification Strategies," Journal of Financial Economics, 50, 1998, s. 351-373.
- Harvey, C. R., "The World price of Covariance Risk," The Journal of Finance, 46, 1991, s. 111-157.
- Harvey, C. R., "Predictable Risk and Returns in Emerging Markets," Review of Financial Studies, 8, 1995, s. 773-816.
- Harvey, C. R., "The Drivers of Expected Returns in International Markets," Emerging Markets Quarterly, Fall, 2000, s.1-17.
- Jobson, J. D., Korkie, B. M., "Performance Hypothesis Testing with Sharpe and Treynor Measures," The Journal of Finance, 36 (4), 1981, s. 889-908.
- Jobson, J. D., Korkie, B. M., "A Performance Interpretation of Multivariate Tests of Asset Set Intersection, Spanning and Mean-Variance Efficiency," The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 24 (2), 1989, s. 185-204.
- Jorion, P., "International Portfolio Diversification with Estimation Risk," The Journal of Business, 58 (3), 1985, s. 259-278.
- Jorion, P., "Bayes-Stein Estimation for Portfolio Analysis," Journal of Financial and Quantitative Analysis, 21 (3), 1986, s. 279-292.
- Mateus, T., "The Risk and Predictability of Equity Returns of EU Accession Countries", Emerging Markets Review, 5, 2004, s. 241-266.
- Pretorius, E., "Economic Determinants of Emerging Stock Market Interdependence," Emerging Markets Review, 3, 2002, s. 84-105.
- Serra, A. P., "Country and Industry Factors in Returns: Evidence from Emerging Markets' Stocks," Emerging Markets Review, 1, 2000, s. 127-151.
- Solnik, B., Boucrelle, C., Le Fur, Y., "International Market Correlation and Volatility," Financial Analyst Journal, 52, 1996, s. 17-34.

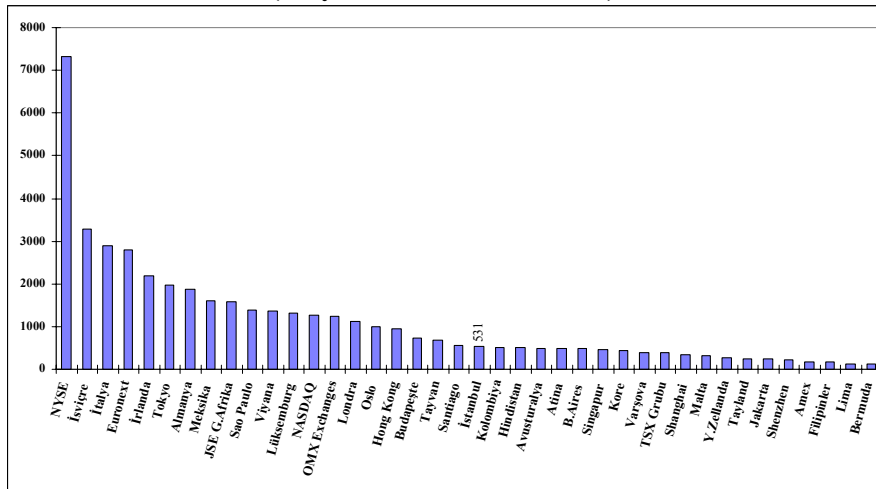
GLOBAL SERMAYE PİYASALARI

Piyasa Değerleri (ABD \$ Milyon, 1986-2004)

	Global	Gelişmiş Piyasalar	Gelişen Piyasalar	İMKB
1986	6.514.199	6.275.582	238.617	938
1987	7.830.778	7.511.072	319.706	3.125
1988	9.728.493	9.245.358	483.135	1.128
1989	11.712.673	10.967.395	745.278	6.756
1990	9.398.391	8.784.770	613.621	18.737
1991	11.342.089	10.434.218	907.871	15.564
1992	10.923.343	9.923.024	1.000.319	9.922
1993	14.016.023	12.327.242	1.688.781	37.824
1994	15.124.051	13.210.778	1.913.273	21.785
1995	17.788.071	15.859.021	1.929.050	20.782
1996	20.412.135	17.982.088	2.272.184	30.797
1997	23.087.006	20.923.911	2.163.095	61.348
1998	26.964.463	25.065.373	1.899.090	33.473
1999	36.030.810	32.956.939	3.073.871	112.276
2000	32.260.433	29.520.707	2.691.452	69.659
2001	27.818.618	25.246.554	2.572.064	47.689
2002	23.391.914	20.955.876	2.436.038	33.958
2003	31.947.703	28.290.981	3.656.722	68.379
2004	38.904.018	34.173.600	4.730.418	98.299

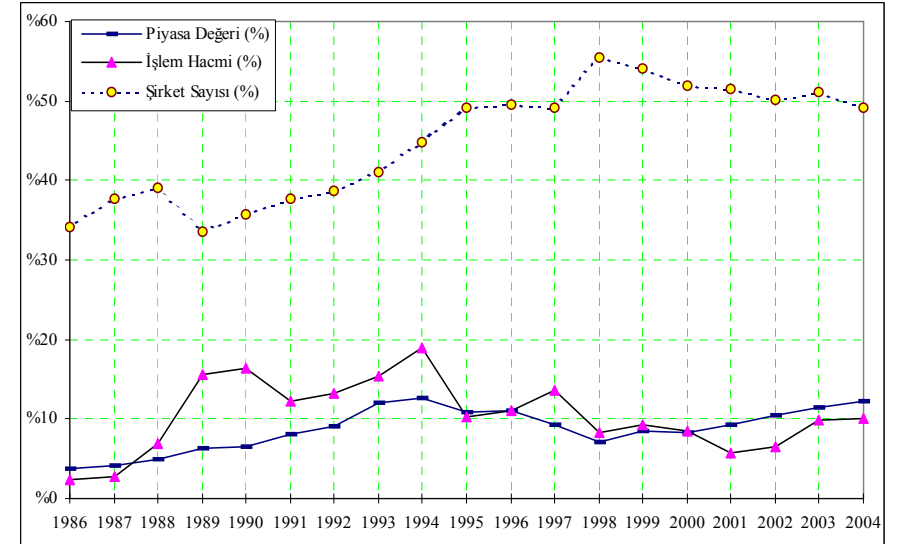
Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2005.

Ortalama Şirket Başına Piyasa Değeri Karşılaştırması (Milyon ABD \$, Aralık 2005)



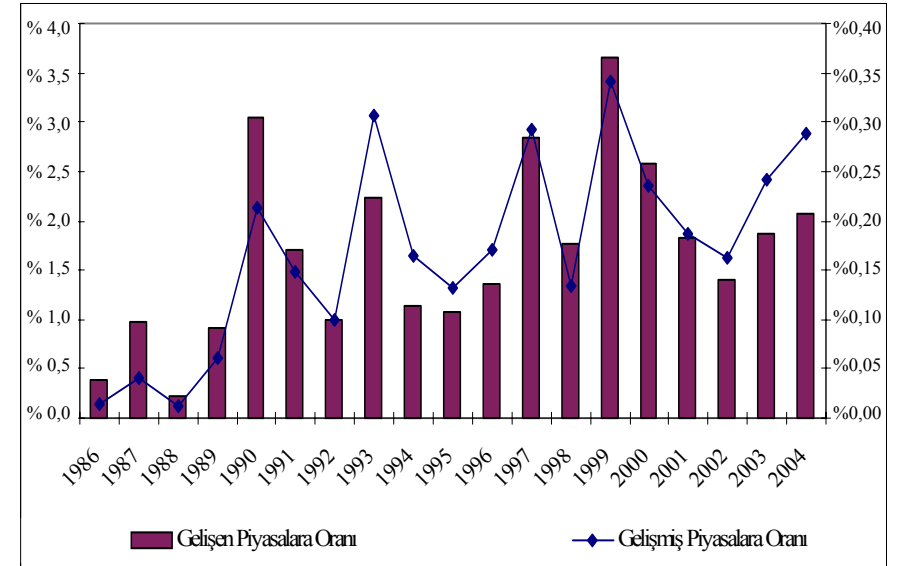
Kaynak: FIBV, Monthly Statistics, Dec. 2005.

Gelişen Hisse Senetleri Piyasalarının Global Toplam İçinde Payı (1986-2004)



Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2005.

İMKB'nin Piyasa Değeri Açısından Global Piyasadaki Payı (1986-2004)



Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2005 ; İMKB Verileri.

Piyasa Göstergelerine Göre Ülkelerin Sıralaması (Aralık 2005)

	Piyasa	İşlem Görme Oranı (%)	Piyasa	İşlem Hacmi (Milyon ABD\$) (2005/1-2005/12)	Piyasa	Piyasa Değeri (Milyon ABD\$) 2005/12
1	NASDAQ	250,45	NYSE	14.125.294	NYSE	13.310.592
2	Kore	206,87	NASDAQ	10.086.740	Tokyo	4.572.901
3	İstanbul	169,89	Londra	5.673.877	NASDAQ	3.603.985
4	İspanya	161,16	Tokyo	4.426.622	Londra	3.058.182
5	İtalya	159,96	Euronext	2.901.290	Osaka	2.964.298
6	Almanya	149,41	Almanya	1.912.327	Euronext	2.706.803
7	Tayvan	131,36	İspanya (BME)	1.567.715	TSX Grubu	1.482.185
8	Shenzhen	128,88	İtalya	1.300.422	Almanya	1.221.106
9	Oslo	118,77	Kore	1.204.337	Hong Kong	1.054.999
10	OMX Exchanges	116,71	İsviçre	975.689	İspanya (BME)	959.910
11	Tokyo	115,29	OMX Exchanges	950.988	İsveç	935.448
12	İsviçre	114,69	TSX Grubu	904.448	Avustralya	804.015
13	Euronext	112,79	Avustralya	672.518	OMX Stokholm	802.561
14	Londra	110,12	Amex	608.091	İtalya	798.073
15	NYSE	99,06	Tayvan	584.506	Kore	718.011
16	Avustralya	84,00	Hong Kong	464.285	Bombay	553.074
17	Shanghai	82,09	Hindistan	314.481	JSE South Africa	549.310
18	Tayland	80,68	Shanghai	238.808	Hindistan	515.972
19	Hindistan	75,61	Oslo	234.201	Tayvan	476.018
20	Budapeşte	73,72	Osaka	215.973	Sao Paulo	474.647
21	TSX Grubu	69,19	Johannesburg	201.491	Shanghai	286.190
22	İrlanda	59,46	İstanbul	201.139	Singapur	257.340
23	Jakarta	54,67	Sao Paulo	166.487	Meksika	239.128
24	Hong Kong	50,29	Bombay	158.898	Oslo	191.007
25	Atina	48,81	Shenzhen	154.435	Malezya	180.518
26	Singapur	48,38	Singapur	116.351	İstanbul	161.538
27	Tel-Aviv	46,09	Tayland	95.890	Atina	145.121
28	JSE G. Afrika	44,58	İrlanda	67.374	Santiago	136.493
29	Y. Zelandiya	43,51	Atina	64.993	Viyana	126.309
30	Sao Paulo	42,82	Meksika	56.740	Tayland	123.885
31	Viyana	41,58	Malezya	51.588	Tel-Aviv	122.578
32	Varşova	38,73	Tel-Aviv	48.949	Shenzhen	115.662
33	Bombay	35,44	Viyana	46.273	İrlanda	114.086
34	Malezya	28,26	Jakarta	41.920	Varşova	93.602
35	Meksika	27,17	Varşova	30.564	Amex	86.288
36	Kolombiya	24,07	Budapeşte	24.055	Jakarta	81.428
37	Filipinler	19,71	Y. Zelandiya	20.891	Lüksemburg	51.248
38	Kolombo	19,03	Santiago	19.061	Kolombiya	50.501
39	Tahran	18,69	Kolombiya	9.490	B. Aires	47.590
40	Santiago	14,85	Tahran	7.864	Y. Zelandiya	40.592
41	Ljubljana	14,00	Filipinler	6.975	Filipinler	39.799
42	B. Aires	11,23	B. Aires	6.848	Tahran	36.440
43	Lima	10,10	Lima	2.627	Budapeşte	32.540
44	Osaka	8,49	Ljubljana	1.343	Lima	24.140
45	Malta	4,31	Kolombo	1.094	Ljubljana	7.899

Kaynak: FIBV, Monthly Statistics, Dec. 2005.

İşlem Hacmi (Milyon ABD\$, 1986-2004)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen/Global (%)	İMKB/Gelişen (%)
1986	3.573.570	3.490.718	82.852	13	2,32	0,02
1987	5.846.864	5.682.143	164.721	118	2,82	0,07
1988	5.997.321	5.588.694	408.627	115	6,81	0,03
1989	7.467.997	6.298.778	1.169.219	773	15,66	0,07
1990	5.514.706	4.614.786	899.920	5.854	16,32	0,65
1991	5.019.596	4.403.631	615.965	8.502	12,27	1,38
1992	4.782.850	4.151.662	631.188	8.567	13,20	1,36
1993	7.194.675	6.090.929	1.103.746	21.770	15,34	1,97
1994	8.821.845	7.156.704	1.665.141	23.203	18,88	1,39
1995	10.218.748	9.176.451	1.042.297	52.357	10,20	5,02
1996	13.616.070	12.105.541	1.510.529	37.737	11,09	2,50
1997	19.484.814	16.818.167	2.666.647	59.105	13,69	2,18
1998	22.874.320	20.917.462	1.909.510	68.646	8,55	3,60
1999	31.021.065	28.154.198	2.866.867	81.277	9,24	2,86
2000	47.869.886	43.817.893	4.051.905	179.209	8,46	4,42
2001	42.076.862	39.676.018	2.400.844	77.937	5,71	3,25
2002	38.645.472	36.098.731	2.546.742	70.667	6,59	2,77
2003	29.639.297	26.743.153	2.896.144	99.611	9,77	3,44
2004	39.309.589	35.341.782	3.967.806	147.426	10,09	3,72

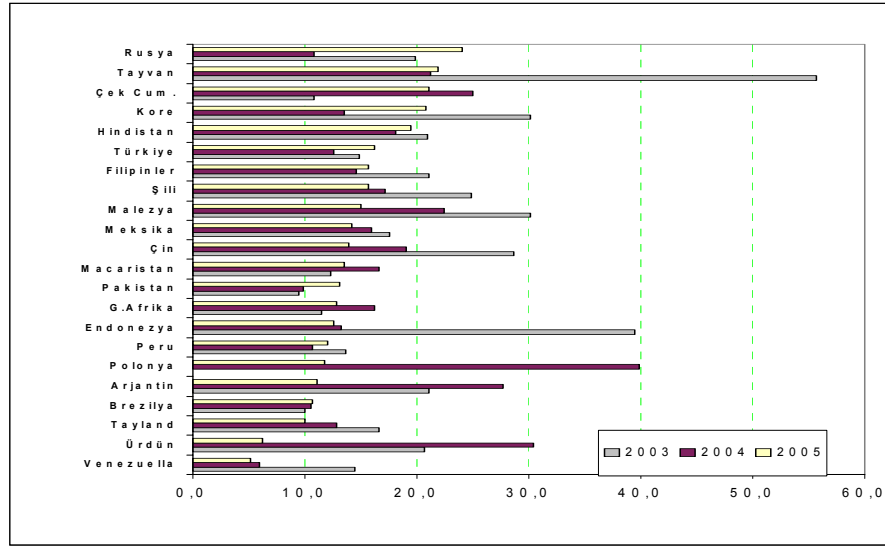
Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2005.

İşlem Gören Şirket Sayısı (1986-2004)

	Global	Gelişmiş	Gelişen	İMKB	Gelişen/Global (%)	İMKB/Gelişen (%)
1986	28.173	18.555	9.618	80	34,14	0,83
1987	29.278	18.265	11.013	82	37,62	0,74
1988	29.270	17.805	11.465	79	39,17	0,69
1989	25.925	17.216	8.709	76	33,59	0,87
1990	25.424	16.323	9.101	110	35,80	1,21
1991	26.093	16.239	9.854	134	37,76	1,36
1992	27.706	16.976	10.730	145	38,73	1,35
1993	28.895	17.012	11.883	160	41,12	1,35
1994	33.473	18.505	14.968	176	44,72	1,18
1995	36.602	18.648	17.954	205	49,05	1,14
1996	40.191	20.242	19.949	228	49,64	1,14
1997	40.880	20.805	20.075	258	49,11	1,29
1998	47.465	21.111	26.354	277	55,52	1,05
1999	48.557	22.277	26.280	285	54,12	1,08
2000	49.933	23.996	25.937	315	51,94	1,21
2001	48.220	23.340	24.880	310	51,60	1,25
2002	48.375	24.099	24.276	288	50,18	1,19
2003	49.855	24.414	25.441	284	51,03	1,12
2004	48.806	24.824	23.982	296	49,14	1,23

Kaynak: Standard & Poor's Global Stock Markets Factbook, 2005.

Gelişen Piyasalar Fiyat Kazanç Oranı Karşılaştırması



Kaynak: Standard & Poor's, Emerging Stock Markets Review, Dec. 2005.

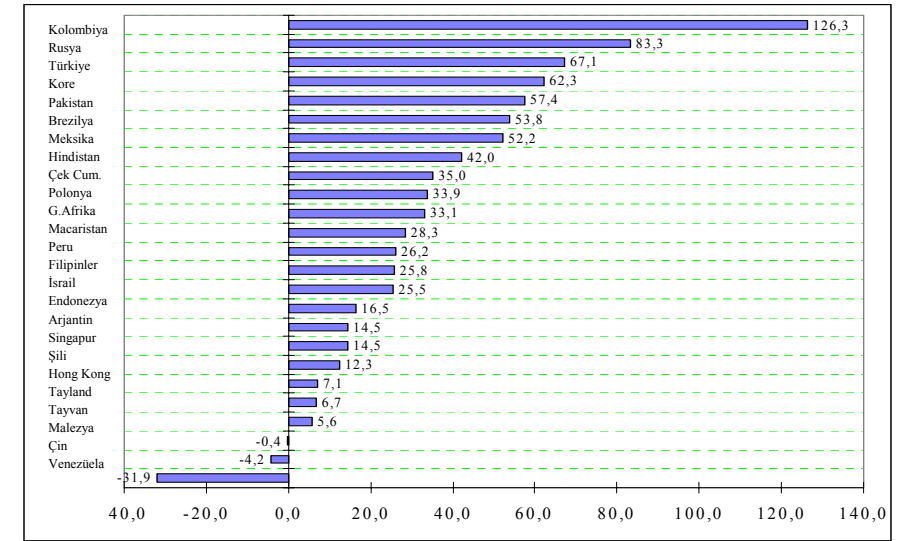
Gelişen Piyasalar Fiyat/Kazanç Oranı

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Arjantin	38,2	16,3	13,4	39,4	-889,9	32,6	-1,4	21,1	27,7	11,1
Brezilya	14,5	12,4	7,0	23,5	11,5	8,8	13,5	10,0	10,6	10,7
Çek Cum.	17,6	37,1	-11,3	-14,9	-16,4	5,8	11,2	10,8	25,0	21,1
Çin	27,8	34,5	23,8	47,8	50,0	22,2	21,6	28,6	19,1	13,9
Endonezya	21,6	10,5	-106,2	-7,4	-5,4	-7,7	22,0	39,5	13,3	12,6
Filipinler	20,0	10,9	15,0	22,2	26,2	45,9	21,8	21,1	14,6	15,7
G.Afrika	16,3	10,8	10,1	17,4	10,7	11,7	10,1	11,5	16,2	12,8
Hindistan	12,3	15,2	13,5	25,5	16,8	12,8	15,0	20,9	18,1	19,4
Kore	11,7	17,9	-47,1	-33,5	17,7	28,7	21,6	30,2	13,5	20,8
Macaristan	17,5	27,4	17,0	18,1	14,3	13,4	14,6	12,3	16,6	13,5
Malezya	27,1	9,5	21,1	-18,0	91,5	50,6	21,3	30,1	22,4	15
Meksika	16,8	19,2	23,9	14,1	13,0	13,7	15,4	17,6	15,9	14,2
Pakistan	11,7	14,8	7,6	13,2	-117,4	7,5	10,0	9,5	9,9	13,1
Peru	14,2	14,0	21,1	25,7	11,6	21,3	12,8	13,7	10,7	12,0
Polonya	14,3	11,4	10,7	22,0	19,4	6,1	88,6	-353,0	39,9	11,7
Rusya	6,3	8,1	3,7	-71,2	3,8	5,6	12,4	19,9	10,8	24,1
Şili	14,6	14,7	15,1	35,0	24,9	16,2	16,3	24,8	17,2	15,7
Tayland	13,1	-32,8	-3,6	-12,2	-6,9	163,8	16,4	16,6	12,8	10,0
Tayvan	28,2	28,9	21,7	52,5	13,9	29,4	20,0	55,7	21,2	21,9
Türkiye	10,7	20,1	7,8	34,6	15,4	72,5	37,9	14,9	12,5	16,2
Ürdün	16,9	14,4	15,9	14,1	13,9	18,8	11,4	20,7	30,4	6,2
Venezuela	32,5	12,8	5,6	10,8	30,5	-347,6	-11,9	14,4	6,0	5,1

Kaynak: IFC Factbook 2004; Standard&Poor's, Emerging Stock Markets Review, Dec. 2005.

Not : S&P / IFCG Endeksi'ne dahil hisse senetlerine ait rakamlardır.

Hisse Senetleri Piyasası Getirileri (ABD \$ Bazlı, 31/12/2004-04/01/2006)



Kaynak: The Economist, January 7th 2006.

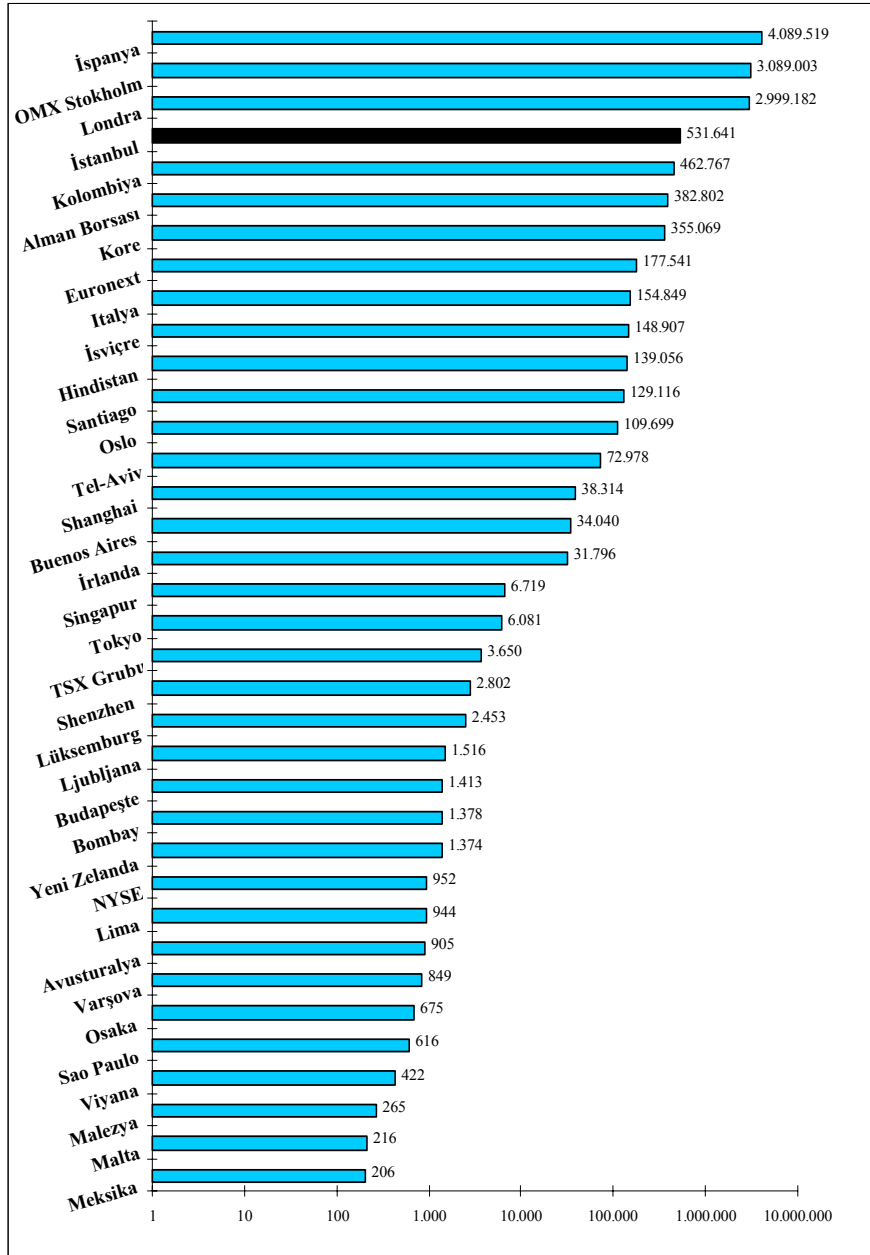
Gelişen Piyasalar Piyasa Değeri / Defter Değeri

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Arjantin	1,6	1,8	1,3	1,5	0,9	0,6	0,8	2,0	2,2	2,5
Brezilya	0,7	1,0	0,6	1,6	1,4	1,2	1,3	1,8	1,9	2,2
Çek Cum.	0,9	0,8	0,7	0,9	1,0	0,8	0,8	1,0	1,6	2,4
Çin	2,1	3,9	2,1	3,0	3,6	2,3	1,9	2,6	2,0	1,8
Endonezya	2,7	1,4	1,5	3,0	1,7	1,7	1,0	1,6	2,8	2,5
Filipinler	3,1	1,3	1,3	1,4	1,0	0,9	0,8	1,1	1,4	1,7
G.Afrika	2,3	1,6	1,5	2,7	2,1	2,1	1,9	2,1	2,5	3,0
Hindistan	2,1	2,3	1,8	3,3	2,6	1,9	2,0	3,5	3,3	5,2
Kore	0,8	0,5	0,9	2,0	0,8	1,2	1,1	1,6	1,3	2,0
Macaristan	2,0	4,2	3,2	3,6	2,4	1,8	1,8	2,0	2,8	3,1
Malezya	3,8	1,4	1,3	1,9	1,5	1,2	1,3	1,7	1,9	1,7
Meksika	1,7	2,3	1,4	2,2	1,7	1,7	1,5	2,0	2,5	2,9
Pakistan	1,5	2,3	0,9	1,4	1,4	0,9	1,9	2,3	2,6	3,5
Peru	2,5	2,0	1,6	1,5	1,1	1,4	1,2	1,8	1,6	2,2
Polonya	2,6	1,7	1,5	2,0	2,2	1,4	1,3	1,8	2,0	2,5
Rusya	0,4	0,5	0,3	1,2	0,6	1,1	0,9	1,2	1,2	2,2
Şili	1,6	1,6	1,1	1,7	1,4	1,4	1,3	1,9	0,6	1,9
Tayland	1,8	0,8	1,2	2,1	1,3	1,3	1,5	2,8	2,0	2,1
Tayvan	3,3	3,1	2,6	3,4	1,7	2,1	1,6	2,2	1,9	1,9
Türkiye	4,0	6,8	2,7	8,9	3,1	3,8	2,8	2,6	1,7	2,1
Ürdün	1,7	1,8	1,8	1,5	1,2	1,5	1,3	2,1	3,0	2,2
Venezuela	3,3	1,2	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	1,1	1,2	0,7

Kaynak: IFC Factbook 2004; Standard & Poor's, Emerging Stock Markets Review, Dec. 2005.

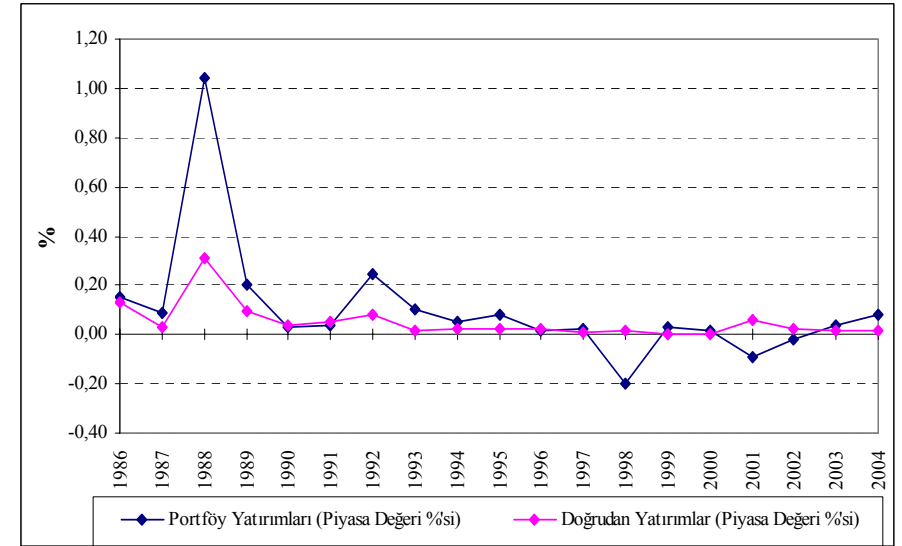
Not : S&P / IFCG Endeksi'ne dahil hisse senetlerine ait rakamlardır.

Tahvil Piyasası İşlem Hacmi (Milyon ABD\$, Ocak 2005-Aralık 2005)



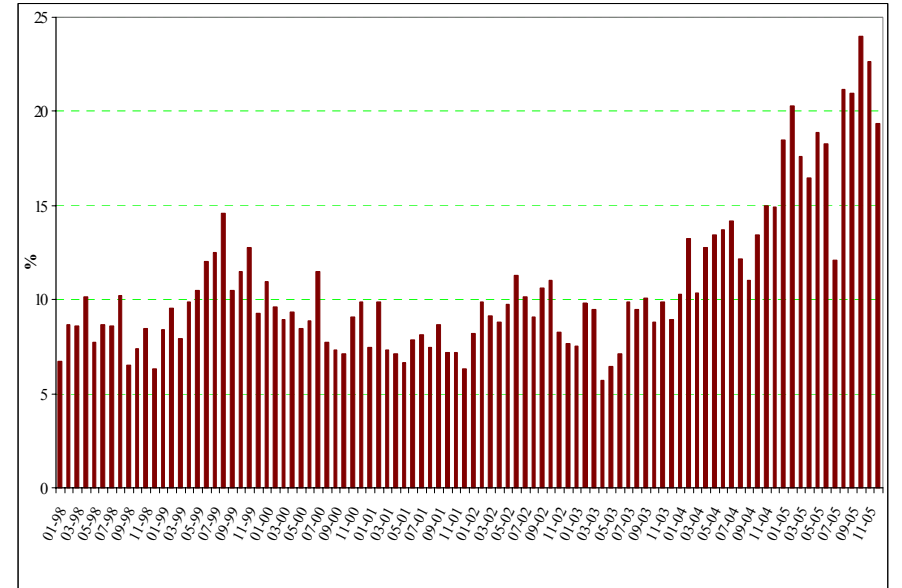
Kaynak: FIBV, Monthly Statistics, Dec. 2005.

Türkiye'de Yabancı Yatırımların Hisse Senetleri Piyasa Değerine Oranı (1986-2004)



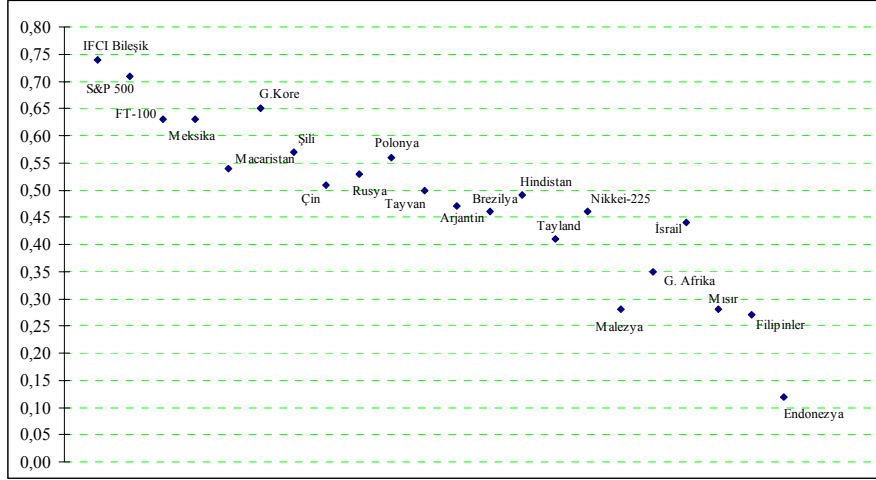
Kaynak : TCMB Veri Bankası; İMKB Verileri.

İMKB'de Yabancıların İşlem Payı (Ocak 1998-Aralık 2005)



Kaynak: İMKB Verileri.

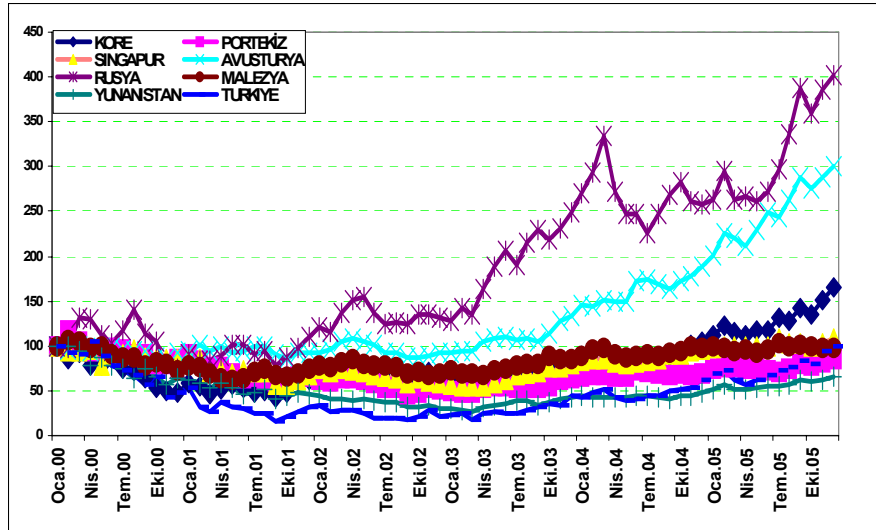
İMKB ile Bazı Piyasaların Fiyat Korelasyonları (Ocak 2002-Ocak 2006)



Kaynak: Standard & Poor's, Emerging Stock Markets Review, Dec. 2005.

Açıklama: İlişki katsayısı -1 ile +1 arasında değişir; ilişki katsayısı (korelasyon) 0 ise fiyatlar arasında ele alınan dönem itibarıyla ilişki olmadığı belirtilir.

Bazı Hisse Senedi Piyasa Endekslerinin Karşılaştırılması (31 Ocak 2000 =100)



Kaynak: Reuters

Not: Karşılaştırmalar ABD Doları bazındadır.

TAHVİL VE BONO PİYASASI

İşlem Hacmi

Kesin Alım-Satım Pazarı

	Toplam		Günlük Ortalama	
	(Milyon YTL)	(Milyon ABD\$)	(Milyon YTL)	(Milyon ABD\$)
1991	1	312	0,01	2
1992	18	2.406	0,07	10
1993	123	10.728	0,50	44
1994	270	8.832	1	35
1995	740	16.509	3	66
1996	2.711	32.737	11	130
1997	5.504	35.472	22	141
1998	17.996	68.399	72	274
1999	35.430	83.842	143	338
2000	166.336	262.941	663	1.048
2001	39.777	37.297	158	149
2002	102.095	67.256	404	266
2003	213.098	144.422	852	578
2004	372.670	262.596	1.479	1.042
2005	480.723	359.371	1.893	1.415
2005/Q1	142.312	108.076	2.295	1.743
2005/Q2	126.042	92.953	1.969	1.452
2005/Q3	106.885	80.154	1.644	1.233
2005/Q4	105.483	78.188	1.674	1.241

Repo-Ters Repo Pazarı

Repo-Ters Repo İşlem Hacmi

	Toplam		Günlük Ortalama	
	(Milyon YTL)	(Milyon ABD\$)	(Milyon YTL)	(Milyon ABD\$)
1993	59	4.794	0	22
1994	757	23.704	3	94
1995	5.782	123.254	23	489
1996	18.340	221.405	73	879
1997	58.192	374.384	231	1.486
1998	97.278	372.201	389	1.489
1999	250.724	589.267	1.011	2.376
2000	554.121	886.732	2.208	3.533
2001	696.339	627.244	2.774	2.499
2002	736.426	480.725	2.911	1.900
2003	1.040.533	701.545	4.162	2.806
2004	1.551.410	1.090.477	6.156	4.327
2005	1.859.714	1.387.221	7.322	5.461
2005/Q1	394.243	299.150	6.359	4.825
2005/Q2	497.823	366.849	7.778	5.732
2005/Q3	480.522	360.164	7.393	5.541
2005/Q4	487.125	361.058	7.732	5.731

Ç: 3 aylık dönem

DİBS Fiyat Endeksleri (02 Ocak 2001 = 100)

YTL Bazlı

	3 Ay	6 Ay	9 Ay	12 Ay	15 Ay	Genel
	(91 Gün)	(182 Gün)	(273 Gün)	(365 Gün)	(456 Gün)	
2001	102,87	101,49	97,37	91,61	85,16	101,49
2002	105,69	106,91	104,87	100,57	95,00	104,62
2003	110,42	118,04	123,22	126,33	127,63	121,77
2004	112,03	121,24	127,86	132,22	134,48	122,70
2005	113,14	123,96	132,67	139,50	144,47	129,14
2005/Q1	112,80	122,87	130,38	135,61	138,66	127,05
2005/Q2	113,00	123,41	131,41	137,24	140,98	128,45
2005/Q3	113,09	123,70	132,01	138,26	142,51	127,69
2005/Q4	113,14	123,96	132,67	139,50	144,47	129,14

DİBS Performans Endeksleri (02 Ocak 2001 = 100)

YTL Bazlı

	3 Ay	6 Ay	9 Ay	12 Ay	15 Ay
	(91 Gün)	(182 Gün)	(273 Gün)	(365 Gün)	(456 Gün)
2001	195,18	179,24	190,48	159,05	150,00
2002	314,24	305,57	347,66	276,59	255,90
2003	450,50	457,60	558,19	438,13	464,98
2004	555,45	574,60	712,26	552,85	610,42
2005	644,37	670,54	839,82	665,76	735,10
2005/Q1	579,78	599,78	750,31	591,88	653,52
2005/Q2	601,34	624,86	778,20	619,72	684,25
2005/Q3	622,84	647,21	810,60	643,52	710,53
2005/Q4	644,37	670,54	839,82	665,76	735,10

DİBS Portföy Performans Endeksleri (31 Aralık 2003=100)

YTL Bazlı

	Eşit Ağırlıklı Endeksler			Piyasa Değeri Ağırlıklı Endeksler			
	EA180-	EA180+	EAGENEL	PDA180-	PDA180+	PDAGENEL	REPO
	2004	125,81	130,40	128,11	125,91	130,25	128,09
2005	147,29	160,29	153,55	147,51	160,36	154,25	133,63
2005/Q1	131,92	139,26	135,47	132,10	139,13	135,65	122,70
2005/Q2	137,11	146,89	141,83	137,33	146,83	142,20	126,32
2005/Q3	142,26	153,71	147,75	142,49	153,65	148,28	130,06
2005/Q4	147,29	160,29	153,55	147,51	160,36	154,25	133,63

Ç: 3 aylık dönem