

TSPAKB

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ**

REEL SEKTÖRÜN FİNANSMANINDA SERMAYE PİYASASININ ROLÜ

Yayın No. 7

TSPAKB

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ**

**REEL SEKTÖRÜN
FİNANSMANINDA SERMAYE
PİYASASININ ROLÜ**

İstanbul, 12 Aralık 2002

Yayın No. 7

ISBN: 975-6483-01-6

gRaPHiS

MATBAA SANAYİ VE TİCARET LTD. ŞTİ.

Yüzyıl Mahallesi Matbaacılar Sitesi 1. Cadde Numara 139 Bağcılar 34560 İstanbul

T: 0212 629 06 07 PBX **F:** 0212 629 03 85 **E:** info@graphis.com.tr

ÖNSÖZ

Bir ülkede ekonomiye yön verenlerin en önemli hedefi hiç kuşkusuz toplumun beklentilerini karşılayabilecek düzeyde, sürdürülebilir bir büyümenin sağlanmasıdır. Ekonomik büyüme; yeni iş alanları açılması, istihdam artışı ve sonuç olarak da toplumun refah düzeyinin yükselmesi demektir. Bu hedefe ulaşabilmenin ön koşulu ise, serbest piyasa düzeninin tüm gerekleriyle kurulması ve işletilmesidir.

Büyüme yönünden elverişli ortamın yaratılmasında uygun maliyetli, uzun vadeli finansman kaynağı en önemli faktörlerden biridir. Bu kaynak, ancak, uzun vadeli fon teminine imkan tanıyan sermaye piyasalarından elde edilebilir.

Bilindiği üzere, uzun vadeli yatırımların kısa vadeli banka kredileriyle finanse edilmesi, şirketlerin ve genel ekonominin olası krizlere karşı direncini azaltmakta, yakın geçmişte yaşadığımız gibi, tüm ekonomiyi ciddi şekilde riske etmektedir.

Bu nedenlerledir ki, biz, sermaye piyasasında faaliyet gösteren kuruluşlar olarak, tüm dünyada uygulandığı üzere, reel sektörün ihtiyaç duyduğu öz kaynak ve uzun vadeli yabancı kaynak gereksiniminde sermaye piyasasından maksimum şekilde yararlanılmasının gerekliliğine inanıyor; bu sistemin çalışabilmesi için de, ülkemizde makroekonomik dengelerin hızla yerine oturtulmasını ve finansal araçlara ilişkin vergisel düzenlemelerin ivedilikle tamamlanmasını bekliyoruz.

"Reel Sektörün Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü" konulu konferansımız bu düşüncelerle düzenlenmiş, her kesimden geniş ilgi görmüştür.

Konferansta sermaye piyasasının asli fonksiyonu olan reel sektöre fon sağlama işlevini ayrıntılı olarak ve çeşitli bakış açılarından ele alan çok değerli konuşmacılarımıza, konferansımızı onurlandıran sayın devlet yetkililerine ve değerli katılımcılara teşekkür ederiz.

Y. Ziya TOPRAK

T. Sermaye Piyasası Aracı
Kuruluşları Birliği Başkanı

İÇİNDEKİLER

AÇILIŞ KONUŞMALARİ:

Y. Ziya TOPRAK / TSPAKB Başkanı	9
Osman BİRSEN / İMKB Başkanı	15
Dr. Doğan CANSIZLAR / SPK Başkanı	19
Abdüllatif ŞENER / T.C. Başbakan Yardımcısı	25

SUNUM:

Reel Sektör-Sermaye Piyasası İlişkisi: Kurumsal Finansman Olanakları / Prof. Vefa TARHAN	33
---	----

PANEL:

Türkiye'de Reel Sektörün Finansmanı Sorunlar/Çözüm Önerileri Reha TANÖR / Panel Yöneticisi	77
---	----

KONUŞMACILAR:

Anadolu'da Sanayileşme Hamleleri ve Sermaye Piyasasından Beklentiler / Abdülkadir KONUKOğLU	79
Sermaye Piyasasının Reel Sektöre Sağladığı Olanaklar/ Toker ALBAN	85
Reel Sektörün Uluslararası Sermaye Piyasalarından Kaynak Sağlama Olanakları / Gonca ARTUNKAL	97
Türkiye'de Yatırım Bankacılığı / İlhami KOÇ	113
Sermaye Piyasasında Vergilendirme Politikaları / Şaban ERDİKLER	131
Atıl Kaynakların Sermaye Piyasası Üzerinden Ekonomiye Kazandırılması / Muharrem KARSLI	149
SORU - CEVAP	155



YUSUF ZİYA TOPRAK

Türkiye Sermaye Piyasası
Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı

Sayın Konuklar,

Birliğimizce düzenlenen; Reel Sektörün finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü konulu konferansımıza hoş geldiniz.

Hepinizi, şahsım ve Birliğimizin yetkili kurulları, üyeleri ve çalışanları adına saygıyla selamlıyorum.

Bilindiği gibi, Birliğimiz, Sermaye piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin geliştirilmesi yönünde çalışmalar yapmak üzere kurulmuş; Öz Düzenleyici, Kamu Kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşudur.

Birliğimiz, kuruluş amacı ve misyonu çerçevesinde, mesleki düzenleme ve denetleme faaliyetleri ile birlikte;

Sermaye piyasaları konusunda kapsamlı araştırmalar yapmakta, eğitim, panel ve konferanslar düzenlemekte; piyasanın önündeki sorunları, ihtiyaçları belirlemekte; geliştirdiği çözüm önerilerini ilgili mercilere iletmekte, bu bulgu ve önerilerini kamuoyuyla ve ilgili kurum ve kuruluşlarla düzenli şekilde paylaşmaktadır.

Bu çerçevede, seçimlerin hemen arkasından, siyasi istikrarın yakalandığı yeni bir döneme girilirken, reel sektörün en önemli sorunlarından biri olan kaynak ihtiyacının ele alınmasının yararlı olacağını düşündük.

Bu etkinliğimizle;

- Sermaye piyasasının reel sektöre sunduğu olanakların ortaya konulması,
- Ve bu olanakların devreye girebilmesi için atılması gereken adımların belirlenmesi hedeflenmiştir.

Değerli Konuklar,

Avrupa Birliği Üyeliği ve Kıbrıs Sorunu gibi ülkemiz açısından son derece önemli iki konunun Türkiye'nin ana gündemini oluşturduğu çok özel bir dönemden geçiyoruz.

Bunlardan Avrupa Birliği kırk yıllık rüyamızı, Kıbrıs konusu da, buna yaşıt, çözüm bekleyen önemli bir sorunumuzu oluşturuyor. Her iki konunun çözüme kavuşturulması kuşkusuz; ekonomimiz, uluslararası saygınlığımız, kısacası yarınlarımız yönünden büyük önem taşıyor.

Bu konularda er veya geç olumlu sonuç alınabilmesi; belirli adımların atılmasını, bazı özverilerin ve esnekliklerin gösterilmesini gerektirebilecektir.

Türk toplumunun erken genel seçimler sonucu ülkemizde sağlamış bulunduğu Meclis aritmetiği, diğer bir ifade ile oluşumuna olanak verdiği siyasi güç bu adımların atılabilmesini kolaylaştırmış, bu konuda çok önemli bir fırsat yaratmıştır.

Bu fırsatın yeni hükümetçe, ülkemizin uzun vadeli çıkarlarını gözetecek şekilde değerlendirileceğini ümit ve temenni ediyoruz.

Değerli Konuklar,

Uzun yıllara dayalı yanlış ekonomik politikaların ülkemize getirdiği kriz ortamından çıkış için tüm toplum katmanları olarak, uzun süredir çok ciddi özverilerde bulunduk.

Yaşadığımız ağır ekonomik krizin yıkıntıları arasında, Türkiye'de bir çok alanda, reform niteliğinde önemli yapısal değişiklikler gerçekleştirildi.

Bilindiği gibi bu yapısal reformların ana hedefi, ekonomimizin olası krizlere karşı direncinin artırılması ve enflasyonist olmayan, sürdürülebilir bir büyümenin alt yapısının oluşturulmasıydı.

Son aylarda açıklanan temel ekonomik veriler bu çabalarımızın boşa gitmediğini gösteriyor.

Ancak, geçmişte benzerlerini çokça yaşamış olmamız nedeniyle, erken ve aşırı iyimserliğe kapılarak reformların yavaşlatılması, popülizme yönelinmesi olasılığı endişe kaynağımız

olmaya halen de devam etmektedir.

Bu bakımdan, Birliğimizin bakış açısı olarak, üzerinde hassasiyetle durulmasında yarar gördüğümüz önemli sorunlarımızın başlıcalarını burada kısaca dikkatlerinize sunmakta yarar görmekteyiz:

- Enflasyonu öngörülen sürede tek haneye düşürme yönündeki çabalar ne bahasına olursa olsun kesintiye uğratılmamalıdır. Unutmamak gerekir ki, enflasyon; halktan alınan, gizli ve yasal olmayan bir vergidir. Üstelik de bu vergi yüksek gelir grubundan çok dar gelirliden alınmaktadır.

- Bütçe açıkları ve bu çerçevede, doğrudan değilse de dolaylı olarak yüksek enflasyonun temel nedenlerinden biri olan ve açıkları her yıl adeta katlanarak büyüyen sosyal güvenlik sistemi yeniden yapılandırılmalıdır.

Yeni bir sistemin oluşturulması sırasında, dünya örneklerinden de yararlanılarak, sistemin özelleştirilmesi; böylece de devletin belli bir vadede bu alandan çekilmesi suretiyle, bireylere kendi yaşamları ve gelecekleri üzerinde daha çok söz sahibi olma hakkının tanınması konusu üzerinde durulmalıdır.

- Çağdaş, adil, yaygın, basit ve denetlenebilir bir vergi sistemi kurulmalı ve bir an önce devreye sokulmalıdır.

- Yine bu bağlamda, halen yüzde elliler seviyesinde olduğu yaygın şekilde ifade edilen Kayıt Dışı Ekonomi ile kararlı şekilde mücadele edilmelidir. Aksi halde, ağırlığı giderek artan gayri adil dolaylı vergilerin ve kayıtlı mükellef üzerindeki ağır vergi yükünün azaltılması mümkün olmayacak, adaletsizlik sürüp gidecektir.

- Ve nihayet, 1988 yılından bugüne, tam 15 yıldır ülkemiz gündemini işgal eden, ancak, maalesef fazla bir mesafe alınamayan Özelleştirme sorunu ivedilikle çözümlidir.

Unutulmamalıdır ki, bugün, Bulgaristan dahil, Demirperde ülkelerinin neredeyse tamamı bu sorunlarını çok kısa bir zaman diliminde kökünden çözmüş, Avrupa Birliğine tereddütsüz Üye olma konumuna gelebilmişlerdir.

Değerli Konuklar,

Sermaye piyasalarının bir ülkenin ekonomik kalkınmasında, sermayenin tabana yayılması suretiyle de sosyal barışın sağlanmasında ne denli önemli işlevlere sahip bulunduğu çok iyi bilinmektedir.

Bu nedenledir ki, hemen tüm ülkelerde bu piyasaların geliştirilmesi hükümetlerin öncelikli hedefleri arasında yer almaktadır.

Ülkemizde, gerçek anlamda sermaye piyasası 1980'li yılların ikinci yarısında şekillendirilmeye başlanmış; o yıllardan bugüne fazla bir süre geçmediği halde, gerçekten de teknik alt yapı ve yetişmiş insan gücü açısından kıvanç duyulabilecek bir noktaya gelinebilmiştir.

Bu sürede piyasamızın Borsa üzerinden reel sektöre yaklaşık 25 milyar dolarlık kaynak aktarmayı başardığını da burada memnuniyetle belirtmek gerekir.

Ancak, ülkemizin sahip bulunduğu potansiyele göre bu miktarın çok daha üst seviyelere çıkarılması da mümkündür. Gerçekten de, gelişmekte olan piyasalarla yapılan çeşitli karşılaştırmalarda, ülke olarak, pek çok alanda kat etmemiz gereken önemli mesafeler bulunduğu hususu dikkati çekmektedir.

Az önce de ifade ettiğim gibi, sermaye piyasamızda böyle bir atılım için gerekli olan alt yapı ve nitelikli insan gücü mevcuttur.

Özetlemek gerekirse;

- 48 Banka ve 121 Aracı Kurum üyemiz sermaye piyasamızda işlem yapmakta; hizmet, 3.600 merkez ve şubede ve en son teknolojiler uygulanarak elektronik ortamda müşterilere sunulmaktadır,

- Yalnızca Aracı Kurumlarda 7.000 personel istihdam edilmektedir, bu sayı kriz öncesi 8.500 kişiye ulaşmıştı.

- Aracı Kurum üyelerimizin toplam aktif büyüklükleri 600 milyon \$, özsermayeleri ise 400 milyon \$ mertebesinde.

Piyasamızın arzulanan Büyüklük ve Derinliğe ulaşamamasının nedenleri bize göre şunlardır:

- Yirmi yılı aşkın bir süredir devam eden makroekonomik dengesizlikler, yaşanan krizler, kamunun yüksek borçlanma ihtiyacına dayalı olarak, dünyadaki uygulamanın tersine, en yüksek getirinin devletçe sağlanıyor olması, bugün dahi bir başına sermaye piyasamızın gelişmesinin önünde en önemli engeli oluşturmaktadır.

- Öte yandan, son yıllarda, özellikle Fona devredilen halka açık bankalar ve iştirakleri nedeniyle yaklaşık 200.000 yatırımcının yaygın ifade şekliyle "mağdur" duruma düşmesi,

içte olduğu kadar dış yatırımcı nezdinde de piyasamızı olumsuz şekilde etkilemiş, piyasaya olan güven zedelenmiş, küskünler yaratılmıştır.

- Genel olarak adalet mekanizmamızın ağır işleyişinin bir yansıması olarak sermaye piyasası davalarının da yıllarca sürmesi, keza, piyasaya olan güveni olumsuz etkilemektedir.

- Bir diğer temel unsur da piyasamızdaki kurumsal yatırımcı eksikliğidir. Yatırım Fonlarının GSYİH'ya oranı Güney Kore'de %33, Yunanistan'da %19 iken, Türkiye'de sadece %2,2 düzeyinde bulunmaktadır.

Böyle olunca da, piyasadaki aşırı dalgalanmaların önlenmesi güçleşmekte, aşırı spekülatif ve hatta manipülatif işlemlere elverişli zemin hazırlanmış olmaktadır.

- Yüksek orandaki kayıt dışı ekonomi de doğal olarak piyasamızın önündeki önemli engellerden bir diğeridir.

- Yine, kamunun yüksek borçlanma ihtiyacına ve vergisel düzenlemelerin olumsuz etkilerine dayalı olarak, ülkemizde Hazine Bonosu dışında özel sektörle ilgili borçlanma senetleri ihraç edilememektedir.

Oysa, önceki yıllarda piyasamızda VDMK, Finansman Bonosu, Özel Sektör Tahvili, GOS gibi enstrümanlar birincil ve ikincil piyasalarda oldukça yaygın şekilde işlem görebilmekteydi.

Unutmamak gerekir ki, yatırımcı ihtiyaçlarına cevap verecek enstrümanların -faizsiz olanlar da dahil- geliştirilmesi, bu ürünlerin piyasada dolaşımını mümkün kılan düzenlemelerin yapılması, her şeyden önce kayıt dışına çıkmaya eğilimi olan tasarrufların kayıt içine alınmak suretiyle ekonomiye kazandırılmasına ve ayrıca vergi tabanının yaygınlaştırılmasına yardımcı olacaktır.

Bugün, Güney Kore başta olmak üzere gelişen bir çok piyasada özel sektör kuruluşları, borçlanma senedi ya da hisse senedi halka arzları yoluyla piyasadaki ciddi büyüklüklerde fon sağlayabilmekte, sanayi hamlelerini bu yolla finanse edebilmektedirler.

- Piyasamızın gelişmesini engelleyen faktörler, doğal olarak, özel sektörün fon gereksiniminin karşılanamaması yanında, özelleştirme hamlelerinin başarısını da olumsuz yönde etkilemektedir.

- Sermaye piyasasının gelişmesinin önünde diğer önemli bir engel de kuşkusuz izlenen vergi politikalarıdır. Piyasayı geliştirmeye yönelik bir takım teşvikler bulunmakla birlikte bu teşviklerin geçici kaydıyla sağlanması, bu arada kuralların sık sık değiştirilmesi yatırımcı

nezdinde güvensizlik yaratmakta, sonuçta arzulanan hedefe ulaşamamaktadır.

Görüşümüze göre, yapılacak vergi reformunda finansal piyasalarda işlem görececek enstrümanların vergilendirilmesi konusu; ekonomik program hedefleriyle uyumlu, sermaye piyasalarını geliştirici ve sermayenin tabana yayılmasını teşvik edici olmalıdır.

Kuşkusuz, piyasamızın, sizlere yalnızca bir bölümüne işaret edebildiğim, çözüm bekleyen başkaca pek çok yasal, teknik, idari konuları bulunmaktadır.

Yeni hükümetimizin sivil toplum kuruluşları, doğal olarak meslek kuruluşları ile de yakın işbirliği içinde olacağına ilişkin söylemlerinden memnurluk duyulmuştur.

TSPAKB olarak sermaye piyasasının geliştirilmesi hedefine dönük her türlü desteği sunmaya hazır olduğumuzu özellikle belirtmek isteriz.

Bu çerçevede, piyasamızdaki potansiyeli hızla harekete geçirmek üzere alınması gereken önlemlerin;

İlgili tarafların katılımı ile oluşturulacak bir ÇALIŞMA GRUBU'nda tartışılarak, EYLEM PLANI'na dönüştürülmesi,

Yetkili organlarca da uygun görüldüğü takdirde; yasal, idari ve mali açılarından gereğinin yapılması, ülke ekonomimiz açısından önemli yararlar sağlayacaktır inancındayız.

Değerli Konuklar,

Konferansımızda Sermaye Piyasalarının Reel Sektöre Fon Sağlama Fonksiyonunu çok seçkin bilim adamı, iş adamı, akademisyen ve üst düzey yöneticilerin katılımıyla işlemeye çalışacağız.

Bu etkinliğimizde bizleri onurlandıran Sayın Başbakan Yardımcımıza, Sermaye Piyasası Kurumlarının Sayın Başkanlarına,

Konferans ve Panelimizde görüşlerini bizlerle paylaşacak değerli konuşmacılara,

Değerli Basın Mensuplarına, üyelerimize ve tüm konuklarımıza TSPAKB adına teşekkürlerimizi sunuyorum.



OSMAN BİRSEN

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı

Sayın Başbakan Yardımcım, Sayın SPK Başkanı, değerli konuklar, değerli basın mensupları; İMKB Başkanı olarak hepinizi saygı ve sevgiyle selamlıyorum.

Sözlerime başlamadan, öncelikle teşekkür etmeliyim. TSPAKB'nin düzenlediği bu panel fevkalade yerinde ve zamanında olmuştur. Borsamızın ve sermaye piyasamızın ekonomideki ve reel sektör finansmanındaki önemli rolünü tekrar hatırlatmak amacıyla çok değerli konuşmacılarımızın, bu konuyu kıymetli görüşleriyle ele aldıkları için kendilerine teşekkür borçluyuz. Ama aynı zamanda bu önemli panele şeref veren Sayın Başbakan Yardımcımıza, ben yine hep birlikte tüm camiamız adına teşekkür etmek istiyorum. Kendisinin çok yoğun programı içinde bize bu zamanı ayırması gerçekten yararlı olmuştur; bize şeref vermişlerdir. Teşekkür ederiz.

Hepinizin bildiği gibi dünyamız global bir dünya ve biz bu dünyada yaşıyoruz. Bu hızlanarak devam eden bir olgudur. Küreselleşen, globalleşen bir dünyada bunu yaratan nedenlerin hatırlanmasında yarar görüyorum. Bu globalleşmeyi sağlayan üç ana unsur ön plana çıkarmak mümkündür. Hiç şüphesiz, uluslararası ticaretin, sermaye hareketlerinin ve genel olarak ekonomi politikalarının liberalleşmesi, globalleşmenin önemli bir sebebidir. İkinci önemli neden, Marxist-Leninist politikaların ve ekonomi anlayışının ortadan kalkması, dünya ekonomisinin 1/4'ünden fazla büyüklüğe sahip bir ekonomik politikanın liberal politikalar haline gelip bir global yapı içinde bütünleşmesi hiç şüphesiz ki bunları birlikte muhafaza etmeyi sağlayan iletişim sistemlerinin ve teknolojilerinin gelişmesi ve insanlığın bundan daha yüksek seviyede yararlanır hale gelmesi. İşte bu üç noktadan hareket ederek

başka sebepler de söylenebilir ama, ana giriş olarak bunun yarattığı globalleşen dünyanın ilk getirdiği ekonomik sonuç, bana göre, uluslararası alanda rekabetin fazlaşması ve bu rekabete uymayanın tasfiyeye uğrar hale gelmesidir. İşte böyle bir dünyada yaşıyorsanız, hiç şüphesiz ki kendi rekabet şartlarınızı eskisinden daha fazla düşünmelisiniz. İşte bu noktada, sermaye piyasalarının, ekonomilerin reel kısmını, finansman sağlamak suretiyle destekleyip bunu rekabete hazırlamak açısından ne kadar önemli olduğunun altını tekrar çizmek istiyorum. Eğer rekabet şartlarını devam ettirmek istiyorsanız, bunun anlamı, daha fazla yatırım yapmak demektir. Yatırım yapmak demek, özkaynak demektir. Özkaynak demek, özkaynağı yaratacak fonların ele geçirilmesi demektir. Siz bu kaynakları müteşebbisin eline sınırlı olarak veriyorsanız, bunu geniş halk kesimlerinden almak zorundasınız ve bunu yapanların da başarısı kesin olarak kanıtlanmıştır. İşte bu olguyu gördüğünüz takdirde, borsaların ve sermaye piyasasının ekonomimiz için ne kadar önemli olduğunu ve daha ne kadar önemli olacağını anlamış oluruz. İMKB olarak biz çok genç bir kuruluşuz, 16 yıllık bir tarihimiz var. Belki borsalar içinde -yani birkaç borsayı dışarıda bırakırsanız- en genç borsayız.

2001 yılı itibariyle baktığımız zaman, İMKB'nin likidite açısından dünya sıralamasında 23'üncü sırada yer aldığını görüyoruz. Bu sıra tabii çok önemli. Bizim üzerimizde bulunan 22 tane borsanın kuruluş tarihlerini gözönüne aldığımızda, bunların ortalama 100-150 yıllık tarihlere sahip olduklarını görürüz. Öyleyse, biz 16 yıllık geçmişimizle, 150 yıllık tarihi olan ve bu zamanı kullanan kurumlarla rekabet eder haldeyiz. Ve onlara yaklaşmış durumdayız. Bu bakımdan, tüm kötü şartlara (içinde yaşadığımız şartlara rağmen) vardığımız sonuçların gerçekten küçümsenemeyecek boyutta olduğunu bilmemiz gerekir.

Birlik Başkanı'nın da ifade ettiği gibi, bizim hesaplarımıza göre biraz mütevazî davranmaktayız. Borsa olarak, 22 milyar doları biraz geçen bir kaynağı sermaye benzeri olarak bir şekilde ekonomiye kazandırmış durumdayız. Bunun 12 milyar doları, yani yarısından fazlası, son 4,5 senede gerçekleşmiştir. Bunun 2 senesi, büyük deprem ve iki büyük ekonomik kriz yapısı içinde geçmiştir. Eğer bunu da çıkarırsanız, aşağı yukarı bu kriz şartlarından soyutladığınız zaman, gelişme hızının fevkalade yüksek olduğunu ve önündeki engeller kaldırıldığında çok büyük bir fonksiyonu yerine getirebileceğini kanıtlamış bir borsayız. Zaten bu potansiyelimizi hem çevremiz hem bütün dünya fark etmiş durumdadır. Netice itibariyle, bizim sermaye piyasamıza ve Borsamıza, özellikle yurtdışından kaynaklanan fevkalade bir ilgi ve güven vardır. Ama bu, sorunların olmadığı anlamına gelmemektedir. Bu sorunların çok büyük bir bölümü, İMKB' nin yapısından ziyade içinde yaşadığı şartlardan kaynaklanmaktadır. Karşılaştırıldığımız hiçbir borsa veya sermaye

piyasası yoktur ki, 25 yıl boyunca % 35-45, zaman zaman % 100'leri geçen enflasyon yapısı içinde yaşamış olsun. Yine bununla beraber, hatta daha da önemlisi, % 25-35 bandında dolaşan reel faizlerle günlük Hazine borçlanmasıyla rekabet ediyor haldeyiz. Yine bunlar dikkate alındığında, bizim borsamızın performansına "süper performans" adını veriyorum. Gerçekten, zaman zaman büyüme ve diğer dinamikleri açısından önemli gelişmeyi göstermesi dolayısıyla İMKB'nin performansı iyi olmuştur. Ama yatırımcılara bu performansı her zaman verebilmiş midir? Maalesef hayır. Bunun sorumluluğunu İMKB'ye yüklememek lazımdır. Önümüzdeki dönemde bunu telafi edeceğini müjdelemek durumundayız. Niye, çünkü şu anda gördüğünüz gibi, yeni uygulanan ekonomi politikası, siyasi istikrarın da katılımıyla daha da güçlenerek bizim önümüzü açmaktadır. Buna dış politikanın getireceği yeni müspet dinamikler de eklendiği takdirde, önümüzdeki 5-10-15-20 yılın, bize, reel sektörümüze çok iyi bir hizmet sunma fırsatını vereceğini şimdiden söylemek istiyorum. Ben çok fazla vaktinizi almak istemiyorum, ancak bu konuda, 2023 başlıklı bir panelde de ifade ettiğim gibi, bizim büyüklüklerimizin ne ölçeklere gelebileceğini göstermek açısından bir-iki rakam vermek istiyorum. Özellikle 10-15-20 yıllık bir dönem içinde, yüzde 5'lik ortalama bir kalkınmayı sağladığımız ve normal gelişme şartları içinde de piya değerimizi GSMH'nin % 70'lerine çıkardığımız takdirde, bunun anlamı, 20 yıl içinde, bizim 300 milyar dolarlık bir varlığı temsil eden bir yapıya gelmemiz demektir. Bugün 47 milyar dolar civarında olan bir büyüklüğü, muhafazakar bir bekleyişle, bu noktaya taşımak mümkündür. İşlem hacmimizi yıllık olarak 500 milyar dolara getirmek de mümkündür. Bunu yaratabilecek bir kapasite vardır. Yine şu anda 288 olan kayıtlı şirketimizi 1250'lere getirebiliriz. Bunlar yapıldığı zaman bunun ekonomiye kazandıracağı reel kaynak aşağı yukarı 130 milyar dolar civarında olacaktır. Bu rakamlar ilk başta çok büyük gibi gelebilir. Ama kendi içinde tutarlı bir şekilde planlanan, hatta bu noktada da biraz temkinli hesaplanan rakamlar olarak görmenizi istiyorum. Bu konularda öyle fazla ileri giden tahminler yapmamakla ülenmiş biriyim. Fakat böyle büyüklükleri yakalama fırsatı olan bir borsanın başkanı olmaktan da fevkalade memnun olduğumu burada ifade ederken, hepinize sevgi ve saygılarımı sunarım.



Dr. DOĞAN CANSIZLAR
Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı

Sayın Konuklar;

Ülkemizde yaşanan krizden, mali piyasaların ve kurumların yanında, doğal olarak reel sektör de çok derin bir şekilde etkilenmiştir. Reel sektörün sağlıklı ve kuvvetli bir yapıya kavuşturulması ekonomideki sürdürülebilir büyüme açısından büyük bir öneme sahiptir. Bir anlamda yeniden yapılanma süreci geçiren reel sektörün en önemli sıkıntılarından biri olan finansman sorununa ciddi ve kalıcı çözümler üretebilmek açısından, şimdiye kadar çok ağırlıkla kullanılmamış olan sermaye piyasalarının oldukça önemli olduğunu burada vurgulamak istiyorum.

Şirketlerin sermaye piyasalarından yararlanma seviyelerinin düşük olmasının başta gelen sebeplerinden biri, hiç şüphesiz genel makroekonomik koşulların yarattığı istikrarsız ortamdır. Özellikle kriz dönemlerinde halka açılan şirket sayılarına bakılınca düşüşler çok net bir biçimde görülmektedir. 2000 yılında 35 şirket halka açılırken 2001'de sadece 1, 2002'de ise 4 şirket halka açılmıştır.

Genel ekonomik ortam haricinde şirketlerin halka açılmasını engelleyen faktörleri hem şirketler hem de yatırımcılar açısından iki grup altında toplayabiliriz.

Şirketler açısından bakıldığında; kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine tabi olma, SPK kaydına ve denetimine girme endişesi, şirketlerin kurumsallaşmamış yapıları, borsaya kotasyon koşullarına uyum zorunluluğu gibi sebepler ön plana çıkmaktadır. Ayrıca; kayıtdışı ekonominin gözardı edilemeyen boyutta olduğu bir ortamda şirketler için yeterli vergi

teşvikinin olmayışı da halka arzlardaki olumsuz tabloyu kuvvetlendirmektedir.

Konuya yatırımcılar açısından bakıldığında ise düşük talebin en önemli sebeplerinden biri olarak kurumsal yatırımcıların yeterince gelişmemiş olması görülmektedir. Ayrıca, TMSF'na devredilen bankaların ve halka açık iştiraklerinin belirsizleşen hukuki durumu sonucunda mağdur olan yatırımcılar ve buna bağlı olarak ortaya çıkan güvensizlik ortamı, özellikle yaşadığımız kriz sonrasında sermaye piyasalarına olan yatırımcı talebinin düşmesinde önemli bir etken olmuştur.

Yine; uluslararası muhasebe standartlarına tam uyum olmayışı nedeniyle mali tablolara olan güvensizlik ve kurumsal yönetim ilkelerinin yerleşmemiş olması özellikle yabancı yatırımcılar açısından güven ortamını zayıflatıcı diğer faktörler olarak sıralanabilir.

Kriz sonrasında uygulanmakta olan ekonomik program sonucunda siyasal istikrarın da önemli katkısı ile gelişmelerin büyük ölçüde olumlu olduğu görülmektedir.

Programın en önemli hedefi olan enflasyonun düşürülmesi konusunda ciddi ilerlemeler kaydedilmiştir.

Uygulanan programın genelde bir büyüme değil bir istikrar programı olmasına rağmen yılın 9 aylık döneminde GSYİH'daki % 6,5 büyümede dikkate alındığında reel sektörde beklenenin de üzerinde bir canlanma gerçekleştiği görülmektedir.

Bütçe gerçekleştirmelerine bakıldığında da, 2002 yılı Ekim ayı itibarıyla faiz dışı fazla 15.3 katrilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam da 2002 yılının tamamı için programda öngörülen 15.9 katrilyon TL'lik hedefin tutturulmasının zor olmayacağını göstermektedir.

Bu program çerçevesinde ekonomide büyümenin sağlanmasının, öncelikli hedef olan istikrarın sağlanması ve zaman içinde faizlerin düşürülmesi ile gerçekleştirilebileceği öngörülmüştür. Ekonomik büyüme söz konusu olduğunda da, sağlıklı bir reel sektör ve bu reel sektörün finansman ihtiyaçlarını ucuz ve hızlı biçimde karşılayabilmesine olanak sağlayan bir finansal sistemin varlığı büyük önem taşımaktadır.

Bu çerçevede, sermaye piyasalarına bakıldığında son 20 yıllık dönemde gerek yapısal gerekse hukuki altyapı olarak önemli gelişmeler kaydedilmiş olmasına rağmen, özellikle özel sektör finansman araçlarının hacmi bakımından gelinen noktanın tatmin edici olduğunu söylemek mümkün değildir.

Uzun zamandan beri kamu açıklarının borçlanma yolu ile finansmanının tercih edilmesi nedeni ile sermaye piyasalarında kamu ağırlıklı bir yapı oluşmuştur. Özellikle 1990'ların

başından itibaren devletin sermaye piyasalarına daha fazla yönelmesi sonucunda "crowding out" yani dışlama etkisi nedeni ile özel sektör, borçlanma piyasasından tamamen çekilmek zorunda kalmıştır.

Kamunun yüksek borçlanma gereği ve bunun neticesinde oluşan yüksek reel faiz ve yüksek enflasyon, piyasalarda hem vadelerin kışalmasına hem de normalde reel sektörün finansmanında kullanılması gereken tasarrufların büyük ölçüde kamu açıklarını finansmanında kullanıla gelmesine yol açmıştır.

Bunun da en önemli göstergesi; toplam menkul kıymet stokunun içinde kamu kesiminin payının % 92, özel sektörün de % 8 civarında olmasıdır.

Özel sektörün menkul kıymet stoku ise sadece hisse senetlerinden oluşmaktadır. Reel sektöre alternatif kaynak sağlamada önemli rolü olan borçlanma senetleri (finansman bonusu gibi) ise hiç yoktur.

Duruma reel sektörün finansmanı açısından bakıldığında, mali piyasalar yolu ile reel sektöre kaynak aktarımı Türkiye'de çok büyük ağırlıkla bankacılık sistemi aracılığı ile gerçekleşmektedir. Mevduat bankalarının 15 Kasım itibarıyla mevcut kredi hacmi 31.7 katrilyon TL. (yaklaşık 20 milyar \$) tutarındadır. Ancak bankacılık yolu ile de reel sektöre etkin ve düşük maliyetli fon aktarımı gerçekleşmemektedir. Genellikle bankaların grup içinde yapılanmaları ve buna bağlı olarak kredi etkinliklerinin azalması bankaların mali yapılarını geçmiş dönemde sektörde bir krize neden olacak kadar zayıflatmıştır.

Ayrıca piyasada yüksek getirili kamu kağıtlarının varlığı banka kaynaklarının büyük bir bölümünün buraya yönelmesi sonucunu doğurmuş, reel sektöre gidebilecek kredi hacminde daralma olmuştur. 2000 yılında %50 olan mevduat bankaları kredi/mevduat oranı bugün yaklaşık %25 seviyesine gerilemiştir.

Reel ya da üretim sektöründe yer alan şirketlerin finansman ihtiyaçlarının, uzun vadeli ve uygun koşullarda karşılanmasında kullanılabilecek yollardan biri halka açılmadır. Sermaye piyasası yolu ile, finansman borçlanma yolu ile, finansmanla karşılaştırıldığında hem daha ucuz hem de geri ödemesiz olması nedeni ile daha avantajlıdır. Bugüne kadar sermaye piyasaları yoluyla toplanan fonlar yaklaşık 22 milyar \$ olmuştur.

Siyasal istikrarla birlikte piyasalara gelen güven neticesinde; dövizdeki dalgalanmanın azalması ve faiz oranlarında son dönemdeki düşüş eğilimi dikkate alındığında, hisse senetleri yatırımcılar açısından iyi bir yatırım alternatifi olabilecek konumdadır. Bir yandan, hisse senetlerine yakın dönemde oluşabilecek talebin teşvik edilmesi amacıyla, hisse

senetleri alım-satımlarından elde edilen kazançlardaki vergi düzenlemelerinin, öte yandan şirketlerin bu talepten yararlanarak finansman sağlamalarının teşvik edilmesi amacıyla halka açık şirketlere yönelik Kurumlar Vergisi oranlarına ilişkin düzenlemelerin, şirketlerin halka açıklık oranlarına paralel (halka arz oranı arttıkça KV oranının azalması) gözden geçirilerek bu alanlarda daha etkili teşviklerin uygulamaya konulması yarar sağlayabilecektir.

Vergi avantajı sağlanarak şirketlerin halka açılmaya teşvik edilmesi; şirketlerin SPK denetimine tabi olmasını sağlayacak, böylece kayıtdışılığın ve bundan kaynaklanan haksız rekabetin de önüne geçilebilecektir. Yapılan bir araştırmada, halka açık şirketlere tanınan vergisel avantajların vergi gelirlerini azaltıcı değil aksine artırıcı etki yaptığı belirlenmiştir (Karlılık artar, halka arz gelirleri yeni yatırımlar ve borç ödemelerinde de kullanılır vb.).

Halka arzla ilgili olarak üzerinde önemli durulması gereken diğer önemli bir nokta da istihdamın büyük bir kısmını (%77) yaratan KOBİ'lerin sermaye piyasasından yararlanmalarının sağlanmasıdır.

KOBİ hisse senetlerinin işlem görebileceği bir piyasanın bulunmaması, bu işletmelerin finansman ihtiyaçlarının karşılanmasını güçleştirmektedir.

Kurulumuzda KOBİ'lere yönelik borsa dışı teşkilatlanmış bir piyasa oluşturulması yönünde çalışmalara başlanmış ve düzenleme tasarımları konusunda önemli mesafeler kaydedilmiştir. KOBİ'lerin sermaye piyasalarından fon temini konusunda çekingen davranmalarının en önemli nedeni sermaye piyasası mevzuatına tabi olunması halinde, kayıt dışı olarak sürdürülen ve mali tablolara yansıtılmayan çeşitli faaliyetlerin doğurabileceği vergisel sorunlardır. Kayıtdışılığın önlenmesi ve halka açılmalarının teşvik edilebilmesi için halka açık KOBİ'lerin Kurumlar Vergisi oranlarında indirim yapılması önemli faydalar sağlayabilecektir. Böylece bu işletmeler bir yandan sermaye piyasalarından fon temini yoluna giderken öte yandan işlemler kayıt altına alınmış olacaktır.

Ayrıca, KOBİ'lerin finansman ihtiyacının karşılanması amacıyla geliştirilen Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı modelinin vergisel teşviklerle birlikte yaygınlaştırılması önem taşımaktadır.

Ülkemizde kurumsal yatırımcıların yeterli bir büyüklüğe ulaşmamış olduğunu görüyoruz. Kurumsal yatırımcı grubu içinde en büyük paya sahip olan yatırım fonları bile ancak 5.5 milyar \$ civarında bir portföye ulaşabilmiştir. Bunun nedenleri arasında yeterli vergi teşviklerinin olmaması, özel emeklilik fonlarının henüz işlerlik kazanmamış olması ve sigorta sektörünün sermaye piyasasına katkısının yetersiz olması sayılabilir.

Önemli diğer bir konu olan Uluslararası Muhasebe Standartları'na uyum konusunda da Kurulumuz tarafından çalışmalar yürütülmektedir.

Kamunun doğru bilgilendirilmesi ve yabancı yatırımların artmasında ülkede uygulanan muhasebe sisteminin büyük önemi bulunmaktadır. Muhasebe sistemi şirketlerin gerçek durumunu yansıtmalı, mali tablolar arasında karşılaştırma yapmaya elverişli olmalı ve bunların ötesinde uluslararası düzenlemelerle de uyumlu olmalıdır. Bu çerçevede ülkemiz koşullarında enflasyon muhasebesi ve konsolide mali tablolar önem taşımaktadır.

Yüksek enflasyon ortamında, tarihi maliyet ilkesine göre hazırlanan mali tablolar kullanıcılara ilgili işletmenin durumu hakkında tam, açık, güvenilir ve karşılaştırılabilir bilgi vermemektedir. Kurulumuzca 2001 yılı sonunda enflasyon muhasebesine ilişkin olarak yayınlanan Tebliğ ile bu sakıncaların giderilmesi hedeflenmiştir.

Bunun dışında birçok işletme faaliyetlerini yürütürken başka bir işletmeye iştirak etmekte veya kendisine iştirak edilmekte, bunun sonucunda da mali durum ve faaliyet sonuçlarına ilişkin bilgiler içiçe geçmektedir. Bu tür işletmelerin veya işletmelerin bağlı olduğu grubun durumunun mali tablolarda doğru olarak yansıtılabilmesi için konsolidasyona ilişkin özel düzenlemelerin bulunması gerekmektedir. Yine Kurulumuzca 2001 yılı sonuna doğru yayınlanan konsolide mali tablolara ilişkin Tebliğ ile aralarında yönetim, denetim veya ortaklık açısından sıkı ilişki olan işletmelerin mali tablolarının bir bütün olarak görülmesini sağlayan düzenlemeler yapılmıştır.

Ancak gerek mali sektörden, gerekse reel sektörden gelen talepler ve 2003 yılında vergi mevzuatı açısından ülke genelinde enflasyon muhasebesi uygulamasına geçileceği yönündeki beyanlar dikkate alınarak, hem enflasyon muhasebesi hem de konsolide mali tablolara ilişkin uygulamanın 01.01.2003 tarihinden itibaren başlamasına karar verilmiştir.

Yatırımcılar açısından önemli olan diğer bir konu da kurumsal yönetim ilkelerinin uygulamaya geçirilmesidir. Kurulumuzca hem kurumsal işletme yönetiminin geliştirilmesi hem de OECD tarafından belirlenen ilkelere uyumun sağlanması amacıyla çalışmalar yürütülmektedir.

Finansman olanakları ve yatırım kararlarını etkileyen kurumsal işletme yönetimi (corporate governance) ilkeleri yatırımcıların güveninin artırılması, sermaye maliyetinin düşürülmesi ve daha istikrarlı finansman kaynaklarının sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca işletmelerin ve ülkelerin uluslararası sermaye hareketlerinden (özellikle uzun vadeli yatırımlardan) daha fazla pay alabilmelerinde de bu ilkeler önemli rol oynamaktadır. 2003 yılı başlarında yayınlayacağımız Kurumsal İşletme Yönetim Kodlarına gönüllü olarak

uyacak Şirketlerle ilgili borsada ayrı bir endeks oluşturmayı hedeflemekteyiz.

Sonuç olarak bakacak olursak, sermaye piyasalarının reel sektörün canlanması sürecinde olumlu katkısının olacağı çok açıktır. Mali sektörün genelinin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ise bu olumlu katkıyı destekleyecek en önemli faktör olacaktır.

Reel sektör ve dolayısıyla ekonomik kalkınma için oldukça önemli olan sermaye piyasasına, bundan böyle çok daha fazla önemin verileceği inanç ve umuduyla, toplantının düzenlenmesinde emeği geçen herkese teşekkür eder, panelin başarılı geçmesini diler, hepinize saygılar sunarım.



ABDLLATF ŞENER
T.C. Başbakan Yardımcısı

Sermaye Piyasası Kurulumuzun ve sektörle ilgili birimlerimizin değerli baőkanları, değerli konuőmacıları ve muhterem konuklar; hepinizi en iğten, en sıcak duygularla selamlıyorum.

lke olarak millet olarak nasıl zenginleőeęimiz, gündem konumuzdur. Bütün ekonomik sorunların özünde, merkezinde bu vardır. lke olarak refah düzeyimiz nasıl artacaktır? Bunu sağlayabilmek için neler yapmamız lazım? Tüm sektörler itibariyle ve tüm ekonomideki aktörler itibariyle yapabileceklerimiz, ortaya koyabileceklerimiz nedir? Bunu araőtırıyoruz. Yani 2200 \$ olan kişi başı gelirimiz; neler yapacağız da 20.000 - 30.000 \$ üzerine ıkacaktır?

Aslında bu ekonominin temel sorusudur. Birkaç yüzyıldır yazılan tüm iktisat kitaplarını okuduğumuzda ekonomiyle ilgili temel sorunun da bu olduğunu görürüz. Klasik, Liberal, Marksist tüm iktisatçıların ortak aradıkları soru ve cevap budur. Aslında insanlık tarihi de bu arayıőın farklı bir macerasıdır diye bakılabilir. Çağdaş anlamda bildiğiniz gibi ilk iktisat kitabı sayılan Adam Smith'in kitabının ismi "Milletlerin Zenginliği"dir. Yani zenginlik olgusu, refah arayıőı ekonominin merkezindeki hiçbir konudan bağımsız olarak düőünülmeyen bir temel noktadır. Uzun vadede bu zenginliğe nasıl eriőileceęi konusunda birkaç yıldır, birkaç yüzyıldır çok şeyler yazılmıőtır ve çok değişik yaklaşım tarzları ortaya ıkımmıőtır. Başta Adam Smith, Rosenberg gibi iktisatçıları ve iktisat tarihçileri incelendiği zaman, bu zenginliği ortaya ıkıkarabilmek açısından çok farklı determinantlara vurgu yaptıklarını grsnz. Her bir iktisatçı refahın, zenginliğin, gelişmenin ortaya ıkabilmesi için farklı değişkenler belirlemiőlerdir ve belirlenen bu değişkenler etrafında teorilerini kurmuőlardır. Ama tüm

yazılanları ve konuşulanları özetlediğimiz, mercek altına aldığımız takdirde yaklaşım tarzlarında çok farklı dağınıklıklar ve anlaşılmasız noktalar olmadığını da görürsünüz. Nitekim tüm yaklaşım tarzları incelendiğinde bir ülkenin zenginliği olarak, zenginliğinin ana değişkeni olarak, ana determinantı olarak bazıları doğal kaynaklara vurgu yapmışlar, bazı bilim adamları da bilim ve teknolojiye vurgu yapmışlardır. Bazıları da nüfusu ön plana çıkarmışlardır. "Kurumsal yapıdır ast olan" diyenler de olmuştur. Ve marksist iktisatçılar da gelişme, kalkınma ve zenginliğin özünde esasında sömürü kavramının olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu son yaklaşım tarzını artık bir tarafa bırakmalıyız. Çünkü artık içe kapalı bir ekonominin varlığını sürdürebilmesi mümkün değildir.

Biraz önce yapılan konuşmalarda da izlediğiniz gibi küreselleşmenin bu düzeye geldiği bir ortamda artık hiçbir ekonomi kendisini içe kapatmak suretiyle mesafe alamaz, zenginleyemez ve gelişemez. Dolayısıyla bu son yaklaşım tarzını bir tarafa bıraktığımızda zenginliğin ve gelişmenin temel determinantları tahlil edildiğinde doğal kaynakların, bilim ve teknolojinin aslında bağımsız değişkenler olmadığı, bağımlı değişkenler olduğu görülür. Nüfus, yani insan tarafından tetiklendikleri takdirde harekete geçtikleri ve ülke ekonomisine katkı sağladıkları görülür. Onun için asıl ekonomide üzerinde durulması gereken temel unsur insandır ve burada insan dediğimizde de, nüfus dediğimizde de karşımıza nitelikli iş gücü, nitelikli nüfus çıkmaktadır. Bir ülkenin iş adamı, yatırımcısı, yatırımcı potansiyeli, beyin gücü yani "human capital" dediğimiz şey ortaya çıkmaktadır ve önem arz etmektedir. Ama yine tüm yaklaşım tarzlarına baktığınızda insan sermayesinin ayaklanabilmesi için o ülkedeki kurumsal yapının yeterli olması lazımdır. Eğer mevcut kurumsal yapı insanlarımızın yeteneğini ortaya çıkarmasını engelliyorsa, insan unsurumuzun ayağa kalkmasını engelliyorsa bütün yetenekler, girişimci özellikler baskı altına alınıyor, o kurumsal yapı tarafından sınırlandırılıyorsa insanın da aktif olarak devreye girmesi, ekonominin canlanması ve millet olarak zenginleşmemiz mümkün değildir. O halde işin özünde kurumsal yapılarımızı iyi dokumak ve örnek gelmektedir. Gelişmeyi ve zenginleşmeyi sağlayan kurumsal yapılar rekabet ve işbirliğine dayanan yapılardır. Bunun siyasetteki karşılığı özgürlük ve toleranstır. Eğer sonuna kadar rekabet ve güven ortamını sağlayacağı iş birliğini temin edemezseniz ve elbette ki kurumlar ve sektörler arasında sağlıklı ilişkileri kuramazsınız, bu takdirde ekonomiyle ilgili bütün boyutlarda tek tek dökölürsünüz ve ortaya bir atılım çıkaramazsınız. O halde kurumsal yapı önemlidir ve işte tam bu yapıda reel sektör ve sermaye piyasası ilişkileri de önem arz etmektedir. Sadece olayı reel sektörün sorunu, sadece olayı sermaye piyasasının sorunları veya ikisi arasındaki teorik ilişkiler gibi algılar kabullenir ve bütün konuşmaları ona göre dinlersek işin özünü ve aslını merkezini yitirmiş oluruz diye düşünüyorum. Aslında sermaye piyasası ve reel sektör

arasındaki ilişkiler top yekûn bir ekonomiyi ayağa kaldıracak olan kurumsal yapının iyi görünmesi gereken en temel ayaklarından biridir. Bu alanda kurulabilecek sağlıklı ilişkiler zenginleşmemizin de kaynağıdır. Sağlıksız ilişkiler ise yoksullaşmamıza sebep olabilecek özellikler taşımaktadır.

Ekonominin tamamını bir vücuda benzetebilirsiniz. Eller, ayaklar, organlar, kaslar reel sektörü ifade ederse, bu benzetmede damarlar ve kan dolaşımı da mali sistemi ifade eder. Biri olmadan diğeri, diğeri olmadan öbürünün var olabilmesi, sağlıklı olabilmesi ve de güçlü olabilmesi mümkün değildir. Yani her şey birbirine bağlıdır ve bu bağı kopardığınız zaman sistem tüm kurumsal yapısıyla birlikte çökecektir. O çöken kurumsal yapıyla birlikte insan unsuru da tamamen çökecektir. Bu açıdan baktığımızda Türkiye'de, mali sistemin ilk başlangıcından itibaren bankacılık sisteminin ağırlıklı bir gelişim sergilediğini görürüz. Her ne kadar 1980'li yıllarda sermaye piyasası kanunu çıkmış ise de, yine de mali sistem bankacılık ağırlıklı yapısını bugüne kadar taşımıştır ve devam ettirmiştir. Özellikle çok eskilere gitmeye gerek yok ama, 1980 sonrasında kamu açıklarının ve borç stokunun gittikçe artması bir anlamda reel sektör ve sermaye piyasası ilişkilerini de bozmuş olumsuz olarak etkilemiştir. Kamunun yüksek reel faizlerle borçlanması, piyasadaki fonların kamu kesimi tarafından emilmesine yol açmıştır. Dolayısıyla piyasadaki bütün fonları kamu kesimi toplarken özel sektöre finansman imkanı kalmamıştır. Biraz önce Sayın Başkanın ifade ettiği gibi bir anlamda özel kesim mali piyasalardan gittikçe daha fazla dışlanır duruma düşmüştür. Sorun sadece kamu kesiminin bütün fonları emmesi değildir. Gelişmeyi izlediğimiz zaman özel kesimin mali piyasalardan dışlanması bir yana, güçlü şirketlerin dahi ellerindeki fonları kamu borçlanma araçlarına yatırmalarına yol açtığını gördük.

Bir taraftan sistemdeki bozulma yani kamu kesiminden kaynaklanan bozulma, ağır borç stoku ve yüksek faizlerle kamunun sürekli borçlanması, piyasadaki fonları devletin emmesine yol açarken, diğer taraftan özel sektörde dahi bazı büyük güçlü firmaların ellerindeki imkanları ve fonları kamuya borç vermeye yönelmelerine sebep olmaktadır. Pek çok girişimci açısından yatırıma üretime gidebilecek bazı fonlar kamu kesimi tarafından emilmektedir. Elbette ki sermaye karlılık oranları yüksek olan alanları seçeceği için kamu finansman dengesindeki bozulmalar doğrudan doğruya sermaye piyasasını, mali sistemin tamamını ve reel sektörü etkilemektedir. Yani özet itibarıyla söylemek gerekirse kamudan kaynaklanan sorunlar sonucunda, firmaların yatırım, üretim, pazarlama, istihdam kararları ve arayışları üzerinde olumsuz etkiler meydana gelmiştir ve bundan da sermaye piyasası elbette etkilenmiştir.

Olay sadece kamu finansman dengesinde, kamunun borçlanması değildir. Bankacılık sektörüne baktığımızda da bazı sorunları birlikte görebiliriz. Öncelikle kamu bankalarına yöneldiğimizde mali sistem üzerinde önemli bir yük ve baskı oluşturdıkları görülür. Özellikle kriz öncesi ve sonrası dönemde. Görev zararları, irrasyonel personel politikası, politik krediler bu bankaların yani kamu bankalarının bünyelerini bozmuş ve kaynak ihtiyaçlarını arttırmıştır. Sonuçta piyasalarda yüksek oranda borçlanmaları diğer bankaların da zora girmesine sebep olmuş bu da belirttiğimiz gibi sermaye piyasaları üzerindeki olumsuz etkisini göstermiştir. Özel bankalar açısından baktığımızda da benzer bazı sorunlar yaşadığımızı geçmişte göreceğiz. Özel sektör yerine yüksek faiz cazibesıyla kamuya borç vermeye yönelen özel bankalar da özel sektörün yeterli ve düşük maliyetli kredi bulmalarını güçleştirmiştir. Bu mekanizma diğer taraftan özel bankalar bünyesinde de açık pozisyonların artmasına sebep olmuş ve hassas bir noktaya gelmiştir.

Neticede Kasım 2000-Şubat 2001 tarihleri arasındaki iki kriz ile faiz ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar reel sektörü sarsmıştır. Artan batık krediler mali sistemi tahrip etmiş ve bankacılık sektörünün reel sektöre açtığı krediler daha da azalmıştır. O halde reel sektörün bir finans sorunu var demektir. İşte bu noktada belki panelimizin konusunu teşkil edecek temel soruyu sorabiliriz: Reel sektör bu finansman sorununu nasıl ve nereden karşılayacak ve çözecektir? Bu noktada alternatif finansman yollarının elbette açılması gerekir. Ve de sermaye piyasasının mali sistem içerisindeki payının yeterli hale getirilmesi gerekir. Bunun için hisse senedi ihracının artırılabilmesi önemlidir. Bunun da ötesinde borçlanma senetleri ihracının başlaması, gelişmesi ikinci bir önemli nokta olarak görülmektedir. Reel sektörün sorunları sermaye piyasalarının sorunlarını, sermaye piyasalarının sorunları ise reel sektörün sorunlarını beslemektedir. Kamu borçlanma araçlarındaki yüksek reel faiz ise hem hisse senedi ihracının artması hem de borçlanma senetleri ihracının gelişmesi açısından önündeki en büyük engeldir. İşte böylesine bir tablonun bulunduğu ortamda ve de ortaya koyacağımız çözümlerin ve oluşturacağımız yapıların sadece bizi ve sektörleri değil, bu ülkede yaşayan 70 milyon insanın geleceğini, kaderini belirleyeceği bir ortamda çocuklarımızın, torunlarımızın yaşayacağı Türkiye'nin geleceğini belirleyeceği bir ortamda neler yapmamız gerektiğini hep birlikte düşünmek zorundayız. Sorun sadece sektörün sorunu değildir. Sorun sadece siyasetin de sorunu değildir. Siyaset ve sektörel taraflar ve bu ülkede yaşayan insanlar aynı kaderi paylaşmaktadırlar. Ve ülkemizde güzel şeylerin ortaya çıkmasını istemekte, talep etmektedirler. O halde biz 58. Cumhuriyet hükümeti olarak bu bilinç ve duyarlılık içerisinde seçim öncesindeki aylarda ve günlerde başlattığımız yoğun çalışmalarla ekonomik yapıyı tahlil etmeye çalıştık. İktidar günlerimizde yapmamız gerekenlerin neler olması gerektiği üzerinde yüzlerce kitap, makale

okuduk, okuttuk. Okutturduğumuz arkadaşlarla tartışmalar yaptık. Ve daha o günlerden belli bir noktaya gelmiştik. Pratize edersek geldiğimiz nokta buydu. Biraz önce Sayın Başkanlarımın da ifade ettiği gibi; Türkiye'de yaşanan bu yüksek enflasyon ortamı son bulmalı.

Çocukluk günlerimden beri Türkiye'de enflasyon tartışması gündemden hiç düşmemiştir ve de yıllardır Türkiye'nin sahip olduğu enflasyon düzeyine sahip dünyada hiçbir ülke kalmamıştır. O halde sağlıklı ekonomik yapıların en temel sebeplerinden biri olan enflasyonu beraber yaşamamız, gereken bir olgu olarak kabul edebilmemiz mümkün değildir. Eğer bu ülkenin bugününü düşünüyorsak, eğer bu ülkenin geleceğini düşünüyorsak, enflasyonsuz bir Türkiye'yi inşa etmek zorundayız. Biz de 58. Cumhuriyet Hükümeti olarak programımızın ana noktalarından biri olarak enflasyon rakamının Avrupa Birliği Ülkeleri düzeyine indirilmesini temel hedef olarak belirledik. Ve uygulayacağımız tüm politikalar popülizmden uzak gerçekçi, realist ama enflasyon baskısından ülkemizi kurtaracak politikalar olacaktır.

Anlatmaya çalıştığım sorunların da özünde, temelinde bulunan ikinci büyük problemimiz, kamu borç stokunun yüksek düzeyidir. GSMH'nın % 60'ını aşmaması gereken kamu borç stokunun bugün ulaştığı düzey gerçekten ürkütücüdür. Bu düzeyin sürdürülebilir olduğunu düşünmek mümkün değildir. Yani sürekli artırarak borcu borçla öderken bir taraftan da sürekli borç stokunu artırarak varlığımızı devam ettirmemiz ve geleceğimizle ilgili güzel şeyleri bugünden inşa edebilmemiz mümkün değildir. Borç stokunun azalması lazımdır. Borç stoku mutlaka azaltılmalıdır, düşen borç stokuyla birlikte kamunun borçlanma ihtiyacı azalmalıdır ve kamu borçlanmalarındaki reel faiz oranları da düşmelidir. Biz 58. Cumhuriyet Hükümeti olarak mutlaka bu temel hedefin de gerçekleştirilmesine yönelik her türlü tedbirin alınması gerektiği kanaatindeyiz ve bununla ilgili tedbirleri de uygulamaya koymuş bulunuyoruz.

Diğer taraftan zaman zaman Türkiye'de yaşanan %8-9'lara varan büyüme oranları memnuniyetle karşılanmıştır. Ama olaya orta vadede uzun perspektifte bakanlar, bu oranların sevindirici değil kaygı verici olduğunu da hissetmişlerdir. Çünkü Türkiye'de son yıllarda büyüme oranları çok istikrarsız bir görünüm sergilemektedir. Bir yıl ekonomi %8 büyürken ertesi yıl %9 küçülebilmektedir. Trendin inişli çıkışlı olduğu bir büyüme yapısı ekonomide tahmin edilemeyecek kadar, büyük hastalıkların ve sıkıntılı çıkmasına sebep olmaktadır. O halde ekonomimizin elbette büyümesi lazım ama istikrarlı ve düzenli bir büyüme trendine de girmesi lazımdır. Bu üçüncü temel nokta da bizim ekonomik politikalarımızın ana eksen ve ana hedefi olmalıdır. Bunları gerçekleştirebilmek amacıyla

hükümetimiz hazırlıklarını seçim öncesinde yapmış ve daha sonra bunları acil önlem planı olarak, tek tek yapılması gereken icraatlar ve somut politikalar olarak belirlemiştir. 200 civarında acil eylem planı içerisinde aktif politika belirlenmiştir. Bu politikaların tamamı belli bir takvim içerisinde gerçekleştirilecektir. Yani hazırlıksız ne yaptığını bilmeyen hükümetler dönemi bitmiştir. Artık bizim 58. Hükümet olarak gündemimizi ve yol haritamızı günü birlik olaylar belirlemeyecektir. Bizim gündemimizi ve yol haritamızı çünkü biz belirledik. İlk bir ay içerisinde; yani 28 Aralık'a kadar yapacağımız düzenlemeler şimdiden bellidir. Bir kısmı gerçekleştirilmiştir, bir kısmı da gerçekleştirilme noktasındadır. İlk üç ay içerisinde yapacaklarımız bellidir, altı aylık programımız tek tek somut projeler itibarıyla bellidir. On iki aylık hedefimiz programımız bellidir. Ve diğer bir kısım işler, işlemler ve eylemler de on iki ayı aşan süre içerisinde tamamlanacaktır. Yani kilometre taşları belli, yol haritası belli bir hükümet anlayışı içerisindeyiz. Ben inanıyorum ki bu planlı ve düzenli yürüyüş Türkiye'nin mevcut yaşamakta olduğu sorunları kısa bir süre içerisinde, belli bir takvim içerisinde aşmamızı sağlayacaktır. Ve elbette ki bu noktada mali piyasalara büyük önem atfediyoruz. Sermaye piyasasına büyük önem atfediyoruz.

Bizim takvim itibarıyla eylem planımız hazır durumdadır ama hiçbir plan, hiçbir eylem statik değildir. Sürekli her attığınız adımda yaptığınız işlemleri tekrar gözden geçirmek ve revize etmek ihtiyacı duyarsınız. Ve hiçbir zaman tek bir kişinin kafasında bulunanlar tüm Türkiye'yi ve dünyayı kurtarmaya yetmez. Hiçbir zaman belli bir grubun ve kesimin oluşturduğu kültürün ve bilgi birikiminin de o ülkeyi ve dünyayı kurtarmaya yetmeyeceği açıktır. Bir programın en sağlıklı araçları yakalayabilmesi için, en sağlıklı uygulama olarak ortaya çıkabilmesi için mümkün olduğu kadar çok sayıda aklın o harmanda kendisini ifade etmiş görmesi lazımdır. Ne kadar çok bilgi, ne kadar fazla akıl, bir programın bir politikanın oluşmasına katkı sağlarsa, o takdirde daha çok alternatif arasından en mükemmeli yakalama ve uygulama imkanına sahip olunur. Bunu ifade etmemin sebebi şudur: elbette bizim 58. Hükümet olarak yol haritamız ve kilometre taşlarımız bellidir, ama yine de her zaman her fikre her düşünceye açığızdır. Ülke hepimizindir ve de her fikir düşünceden yararlanmak bizim temel siyaset anlayışımızın özüdür, esasıdır. Bütün programlarımızda açıkladığımız gibi aslında toplumun değişik kesimleriyle sürekli bilgi alışverişi içerisinde olmak, yasalaşma süreci içerisinde ve kararın oluşma süreci içerisinde başta sivil kitle örgütleri olmak üzere, tüm toplum kesimlerinin bilgi birikimlerini ve duyarlılıklarını o sürecin içerisine katmak bizim siyaset anlayışımızdır. Bu anlayışımızın bir gereği olarak Sayın Başkanlardan ve burada değerli bilgilere sahip olduğuna inandığımız arkadaşlarımızdan her türlü fikre düşünceye açık olduğumuzu belirterek, katkılarını, önerilerini her zaman beklediğimizi ifade ediyoruz ve böylece daha güzel şeyleri birlikte

yapacağımıza inandığımızı ifade etmek istiyoruz. Sonuç itibarıyla belirtecek olursam, reel sektörün finansman sorunlarının tartışıldığı bu toplantının, sağlıklı kurumsal yapıların oluşmasına katkı sağlayacağına inanıyorum ve insan sermayemizin harekete geçmesine, teknoloji ve doğal kaynakları harekete geçirecek tetiklemeye katkı sağlayacağına inanıyorum. Uluslararası zenginleşme yarışmamıza ivme kazandıracak açılımlar sağlayacağına inanıyorum ve bu vesileyle bu toplantıyı düzenleyen Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'ne ve katılımlarınızdan dolayı hepinize tekrar teşekkür ediyor ve saygılarımı sunuyorum.

REEL SEKTÖR-SERMAYE PİYASASI İLİŞKİSİ: KURUMSAL FİNANSMAN OLANAKLARI



Prof. Dr. VEFA TARHAN

Ralph Marotta Professor of Finance
Loyola University - Chicago/ABD

I. SERMAYE PİYASALARI VE YATIRIMLAR

Firmaların kurumsal finansman açısından oynadıkları en önemli rol, değerli reel yatırımlar bulmaktır. Kurumsal Finans da "en önemli" kavramının tek ölçüsü vardır: Firma değerini (hisse senedini) en çok artıran kararlar "en önemli" kararlardır. Reel yatırım kararları en önemli kararlardır. Çünkü iyi yatırımlar bulup, bu yatırımları kabul edip, değersiz yatırımların değersizliğini keşfedip, bu tip yatırımlardan uzak duran şirketler hisse senedi fiyatlarında büyük bir artış kazanır, bu kararları yanlış veren şirketler ise, kendilerini iflasın eşiğinde bulabilirler.

Firmaların diğer kararlarını "finansman kararları (sermaye yapısı kararı)" ve "kar dağıtma kararları" başlığı altında toplamak mümkündür. Bu kararların doğruluk ve yanlışlıkları da firma değerini olumlu/olumsuz olarak etkiler. Ancak, bu etkinin boyutu, yatırım kararlarının etkisi boyutundan çok daha düşüktür.

Sermaye sahibi finansal yatırımcılar, ihtisasları dışında olduğu için, direkt olarak reel yatırımlar yapamazlar. Örneğin, bir otomobil fabrikası açma kararını, yeni bir yazılım yaratma kararını, bir rafineriyi yenileme kararını veremezler. Bu kararları ancak reel sektör yöneticileri verebilir. Ancak reel sektörün değer kazandırıcı projeleri gerçekleştirmesi için finansmana ihtiyacı vardır.

Finansal yatırımcılar, değer kazandırıcı olduğunu sandıkları reel sektör yatırım kararlarına bu yatırımları doğru bir şekilde yapacağına inandıkları şirketler aracılığıyla katılma çabası içindedirler. Bu nedenle, sermaye pazarları finansal ve reel sektör yatırımcılarının bir araya gelmesini mümkün kılan bir platform olarak düşünülmelidir.

Sermaye piyasalarının ekonomiye önemli ve olumlu katkılarının olması için itimata dayanan ve şeffaf olan bir ortam oluşturulması gerekir. Bu pazarlar çok kıt ve limitli olan sermaye kaynaklarını en verimli projelere dağıtabilen kuruluşlar olması gerekir. Bu dağıtımın randımanlı yapılması, pazarların çalışması herşeyden önce yatırım olanaklarının potansiyel performanslarını doğru olarak ölçülebileceği bir ortam yaratabilmeleriyle mümkün olur.

Her performans ölçüsünün iki boyutu vardır: risk ve getiri. Dolayısıyla gelişmiş bir sermaye piyasası, riskin doğru olarak ölçülmesini mümkün kılan ve getirinin bu risk ile orantılı olarak belirlenmesini başarıyla sağlayabilen bir pazardır. Sermaye piyasalarının bu olgunluğu kazanmaları bir ülke ekonomisinin gelişmesinin son etabını temsil eder.

Reel (firmasal) yatırım kararlarının da iki boyutu vardır, ve sermaye piyasaları en çok bu iki boyutun birinin oluşmasında en önemli rolü oynamalarına rağmen, ikinci boyuta da etkileri olur. Bu iki boyut nakit akışları ve nakit akışlarını değerlendirmek için şart olan sermaye maliyetinden oluşur.

Konuşmamı bu kısmına kadar "sermaye" nin ne olduğunu tanımlamadan yapabildim. Ancak bunu artık ertelemek mümkün değil. Sermayenin ne olduğunu bu grup tabii ki biliyor. Ama ben bu kavramı mümkün olduğu kadar basitleştirip, sokaktaki bir insanın bile anlayabileceği bir lisan çerçevesinde tanımlamak istiyorum. Sermaye, bir yatırımcının bir şirkete verdiği ancak, şirket gönüllü olarak geri vermezse hiçbir zaman şirketten geri isteyemeyeceği bir parayı temsil eder. Sermayenin birincil piyasa bazında şirkete verildikten sonra geri alınamayan bir finansman kaynağı olduğunu biliyoruz. Bu para karşılığı aldığı kağıdı yatırımcı ikincil piyasada bir başkasına satabilir ama şirkete gidip "paramı geri ver" diyemez. İkincil piyasalar var olmasaydı birincil piyasalar mümkün olamazdı. İkincil piyasalar sağladığı likidite nedeniyle, yatırımcı şirketlere birincil piyasada özsermaye finansman kaynağı sağlamaya razı olur.

Sermaye yelpazesinin iki en uç noktası hala özsermaye ve kredidir. 1970 sonlarında gerçekleşen finanstaki en önemli gelişme opsiyonlar konusunda oluşmuştur. Bu gelişme sonucu, firmalar sadece kredi ve özsermaye olarak finansman bulma kabiliyetlerini genişleterek, opsiyonlar çerçevesinde kredi ve özsermayeyi birleştiren finansal

enstrümanlar geliştirerek finansman çeşitlerini çoğaltmışlardır.

Teknik olarak "kredi" yukarıdaki sermaye tanımına girmiyor, çünkü vadesi dolduğunda kreditor ana parasını şirketten geri alma hakkına sahiptir. Ancak batı ülkelerinde uzun vadeli kredi (20-30 sene) çok uzun bir zaman süresini kapsadığı için, "sermaye" kavramının içine girdiği varsayılır.

1987'lerden beri şirket bono/tahvilleri piyasalardan dışlandığı için Türk şirketlerinin teknik olarak (dışardan sağladıkları uzun vadeli kredi dışında) sermaye yapılarında kredi yoktur. Kısa vadeli banka kredisi anladığımız bir sermaye kavramı içinde düşünülemez, ancak işletme sermayesi olabilir. Ancak firmalar maalesef kısa vadeli banka kredilerini kullanarak duran varlıklarını finanse etme durumuna itilmişlerdir. Bu çok tehlikeli ve riskli bir durumdur. Bu konuya tekrar dokunacağım.

Konuyu dağıtmadan hemen yatırım kararları-sermaye piyasası ilişkisine geri dönmek istiyorum. Yatırım kararlarının sermaye maliyeti ve nakit akışları boyutlarının olduğunu söylemiştik. Sermaye pazarları yatırımlar üzerinde en önemli rolü sermaye maliyetini belirleyerek oynarlar. Aynı zamanda pazarlar geleceğe bakışlı oldukları için, Pazar koşulları firmalara yatırım ile ilgili nakit akışlarının ne ölçüde sıhhatli olacağı konusunda da bir fikir verir.

Sermaye maliyetini pazarlar belirler ve bu maliyet konusu kavramsal olarak basittir. Ancak pratikte sermaye maliyetlerin belirlenmesi çok güç olabilir. Bu güçlüğün kaynağı yatırımların bugünden başlayıp, ileriye yönelik bir zaman çerçevesini kapsamı nedeniyle, yatırım için gereken finansmanın da aynı zaman profili olması gerekliliğidir. Bunun yarattığı güçlük şundan kaynaklanır: ileriye tutarlı ve doğru olarak tahmin edebilme kapasitemiz çok limitlidir. Bu probleme rağmen, reel sektör yatırım kararlarını yapmak zorundadır ve pazarlar bu yatırımlar için gereken finansmanı sağlamak durumundadırlar.

Sermaye maliyeti kavramına şu şekilde yaklaşılması gerekiyor. Yatırımcının yatırım karşılığı istediği getiriye belirlediğimizde, o sermaye kaynağının maliyetini de belirlemiş oluruz. Kredi maliyeti ile tahvil sahibinin istediği getiri aynı kavramdır. Vergi ve yatırım bankacılığı masrafları dışında, aynı madalyonun iki yüzünü temsil eder.

Aynı şekilde, hissedarın istediği getiri oranı, yatırımların hissedar açısından değerlendirmesini temsil eder ve yatırımcının özsermaye için istediği getiriye yansır. Bu değerlendirmenin firma açısından görünümü "özsermaye maliyeti" dir.

Ağırlık ortalamalı sermaye maliyeti kavramı kredi ve özsermaye maliyetinin ortalamasıdır.

Bu ortalamanın bulunmasında dikkat edilecek husus hem bahis konusu sermaye maliyeti ağırlıklarının, hem de maliyetlerin defter bazı rakamlar yerine piyasa fiyatı bazı rakamlarla belirlenmesi gerektiğidir. Bu iki maliyet kavramından, saptanmasında daha zor olanı özsermaye maliyetidir. Ancak bunun nasıl yapıldığını 1960'lardan beri bilmekteyiz. Bu konuyu ilerde kısaca tekrar ziyaret edeceğim.

Kısıtlı zamanımı en iyi şekilde değerlendirmek için önce şu konuları gündeme getirmek istiyorum.

II. Türk sermaye piyasasının ana boyutları ve eksiklikleri nelerdir?

III. Kısa vadeli kredi kullanımının yarattığı problemler

IV. Dünyada gittikçe yaygınlaşan özsermaye kültürünün nedenleri ve ekonomilere sağladıkları katkıları nelerdir?

V. Türkiye sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olabilecek yeni finansal ürünler neler olabilir ve devlet ve diğer kuruluşları tarafından yapılması gereken düzenlemeler nelerdir?

II. TÜRK SERMAYE PİYASASINA GENEL BAKIŞ

Tasarrufların finansal enstrümanlar bazında dağılımında mevduatın çok yüksek bir payı olduğu görülür. Sabit Getirili Menkul Kıymetler, mevduatın üçte bir boyutunda, hisse senetleri ise mevduatın onda biri kadardır. Menkul kıymet borsalarının ekonomideki payı açısından Türkiye diğer ülkelerin çok gerilerinde kalmıştır. Sadece gelişmekte olan ülke borsalarında bile, 280 küsur şirketle, Türkiye'de işlem gören şirket sayısı ufak bir rakamı temsil etmektedir.

Bu tabloları, işlem gören şirketlerin yüzde kaçının halka açık olduğu verisiyle bir araya getirdiğimizde, özsermaye piyasasının Türkiye ekonomisinde ne kadar ufak olduğu çarpıcı olarak ortaya çıkıyor.

Kamu menkul kıymetlerinin toplam menkul kıymetler içinde zaten yüksek olan payı, 1998'den 2001'e kadar %85'den %92'ye çıkarak daha da artmıştır. Özel sektörün sadece hisse senedi şeklinde olan payı %15'den %8'e düşmüştür. Hem kamu menkul kıymetleri yüksekliği, hem de bu yüksekliğin özel sektör pahasına kaydedilmiş olması çok tehlikeli bir gelişmedir. Bu gelişme özel sektörün dışlanmasıyla sonuçlanmıştır. Bu dışlanma olayı aynı zamanda çarpık bir sermaye kaynağı dağılımını temsil eder. Dolayısıyla makro açıdan ekonomi için çok olumsuz bir gelişmedir.

Kamu sektörünün özel sektörü sermaye piyasalarından dışlamasının ekonomi için olumsuz olmasının nedeni, özel sektör yatırımlarının kamu sektörü yatırımlarına oranla genellikle daha değerli olmasından kaynaklanır. (artı Net Bu Günkü Değerli (NBD yatırımlar)). Değerli yatırımlar bugünkü eksi nakit akışının ilerdeki artı nakit akışlarının (sermaye maliyetini iskonto haddi olarak kullanarak) elde edilen bugünkü değerinden daha yüksek olduğu yatırımlardır. Bu tip yatırımlar hem büyüme hızına katkıda bulunurlar, hem de enflasyonu frenleyici nitelikte olurlar. Bugünkü yatırımın GSMH muhasebesi açısından talebe katkı yaptığı, yatırımın yarattığı gelecekteki nakit akışlarının GSMH denkleminin arz boyutunu oluşturduğu düşünülürse,

-Değerli yatırımların (net bugünkü değerinin artı olduğu yatırımlar) arza olan katkılarının talebe olan katkılarından büyük olduğu ve enflasyonu frenleyici bir nitelikte olduğu ortaya çıkar.

Kamu sektörü yatırımları genellikle eksi NBD'li yatırımlar olduğu için hem büyümeye olumlu katkıda bulunmazlar hem de bilhassa kapasite kullanımının yüksek olduğu dönemlerde enflasyonu körükleyici etkileri olur.

Sonuç olarak devletin sermaye piyasalarındaki olan payındaki yükseliş;

-Ekonomiye değer kaybettirici olma ihtimali yüksek olan yatırımlar yaratır

-Enflasyona olumsuz katkısı olma ihtimali olan yatırımları temsil edebilir

-Sermaye kaynaklarının en değerli yatırımlarda kullanılmasını engelleyici bir kaynak dağılımı çarpıklığını temsil eder.

Son yıllardaki hisse senedi getirileri

	TL NOMİNAL	DOLAR
2000	%46	-%57
2001	%45.6	-%33.6
2002 (19 Ekim'e kadar)	-%33	-%41
2002 (27 Kasım'a kadar)	-%5.4	-%12

Dolayısıyla seçim sonrası olumlu gelişmeye rağmen son 3 senede yatırımcılar hisse senedi piyasasında zarar etmişlerdir.

Halka arz işlemlerine rağmen, yukarda gözüken hisse senedi fiyatları düşüşü ve olumsuz kur gelişmeleri nedeniyle hisse senedi Pazar kapitalizasyonları son üç yılda büyük düşüşler kaydetmiştir. Hisse senetleri Pazar değeri:

1999 sonu	114.3 milyar USD
2002 sonu	69.5 milyar USD (%39 düşüş)
2001 sonu	47.7 milyar USD (%31 düşüş)

Bu rakamlar aslında görüldüğünden daha çarpıcı: Dünyada opsiyon konulu gelişmeler nedeniyle yeni finansal araçlar piyasaya getirilirken Türkiye de yatırım aracı çeşidi azalmış ve sadece kamu bazlı bono/tahvil ve özel sektör hisse senedinden oluşur hale gelmiştir.

Sonuç olarak son yılların olumsuz gelişmelerinin bir kısmı şu şekilde özetlenebilir.

- 1) Özel sektör piyasalardan dışlanmıştır
- 2) Menkul kıymet çeşidi azalmıştır
- 3) İşlem hacmi düşüşü nedeniyle likidite kurumuş ve artan likidite primi piyasaları olumsuz olarak etkilemiş
- 4) Pazarların volatilitesi artmıştır
- 5) Bilhassa hisse senedi getirileri düşerek büyük ölçüde eksi olarak oluşmuştur
- 6) Piyasalarda ciddi bir güven eksikliği doğmuştur
- 7) Sermaye piyasasının payı diğer gelişmekte olan ülkelere oranla bir hayli düşmüştür

Bu olumsuz faktörleri yaratan koşullar değiştirilmeli ve sermaye piyasalarının reel sektöre uzun vadeli finansman sağlayacak bir ortam haline gelmesi gerçekleştirilmelidir. Nitekim 2000 yılında yapılan bir akademik çalışma sermaye pazarlarının bir ülkedeki sermaye dağılımını randımanlı olarak yaptığını göstermiştir. 65 ülkeyi kapsayan bu çalışma gelişmiş sermaye pazarları olan ülkelerde büyüyen endüstrilerde yatırımların çoğaldığını, duraklayan endüstrilerde ise yatırımların azaldığını göstermiştir. Aynı çalışma devletin ekonomideki payı ile randımanlı sermaye dağıtımı arasında ters bir bağıntı bulmuştur.

Bu konuda yapılabilecek düzenlemeleri tartışmadan ve özsermaye kültürünün ekonomiye sağladığı faydaları sıralamadan önce, Türkiye'de şirketlerin yüksek krediyle, bilhassa kısa vadeli krediyle çalışmalarının ekonomiye olan olumsuz etkilerinden bahsetmek istiyorum.

III. KISA VADELİ KREDİ KULLANIMININ YARATTIĞI RİSKLER

Büyük ölçüde kamunun özel sektörü, sermaye piyasalarından dışlanmış olması sonucu olarak, şirketler gittikçe banka kredisi bazlı finansman kaynağına dönmek zorunda kalmışlardır. Bu durum üç risk kaynağı yaratır;

- 1) Vade riski: Finanse edilen duran varlıkların vadesi, banka kredisinden çok daha uzundur.
- 2) Değişken faiz riski: Duran varlığın getirisi nispeten sabitken bunu finanse eden sermayenin faizi her vade doluşunda yenilenir ve zaman zaman bu faizler duran varlığın getirisini aşar.
- 3) Eğer banka kredisi döviz bazlı ise bir de ek olarak kur riski yaratılmış olur.

Eğer bir duran varlık yatırımı özsermaye ile ya da uzun vadeli sabit faizli bir kredi ile finanse edilirse bu problemler ekranda olmazlar.

Finansta risk kavramı birçok şekilde bölünebilir: Örneğin:

- Kreditor riski, hissedar riski
- Sistematiik (Pazar) riski, sistematiik olmayan (şirkete özgü risk)
- Operasyon riski, finansal risk

Hissedarların önemsedikleri risk sistematiik ya da pazar riskidir.

-Sistematiik risk portföy sahiplerinin, portföydeki hisse senetlerinin her birinin pazara yansıyan makro koşullardan ne ölçüde etkilendiklerini ölçer. Bu riske beta riski denir. Betası diyelim 1.2 olan bir hisse senedi istatistiki olarak Pazar %1 arttığında ya da %1 azaldığında, %1.2 artma-azalma gösterir. Bir şirketin betası hem ekonomiye ne kadar hassas bir sektörde olduğundan hem de ne kadar kredi kullandığından kaynaklanır.

Kreditorler açısından, risk kavramı, bir şirketin kredisinin servisini zamanında yapıp yapamayacağı ihtimalini yansıtır.

Şirketlerin büyük ölçüde kredi kullanmaları hem hissedarların hem de kreditorlerin riskini artırır. Bu iki risk artışı da şirketin ve dolayısıyla ekonominin volatilesini artırır.

Artan risk her iki tip yatırımcının istedikleri getiriyi de artıracığı için sermaye maliyetinin yüksek olmasına ve dolayısıyla firmaların değerli yatırımlar bulmakta güçlük çekmelerine neden olur.

Türkiye'de halka açık şirketlerin Finansal Borç/Özsermaye oranı 3 Aralık 2002 itibarıyla defter bazından %90, Piyasa değeri bazından ise %33 civarındadır. Bu oran Pazar bazında hesaplandığında bile oldukça yüksek bir rakamı temsil eder. Bu yükseklikteki kredi oranı hisse senetlerinin beta'sını büyük ölçüde artırır. Bu artış şüphesiz hissedarların istedikleri getiri oranını, bir başka deyimle özsermaye maliyetini büyük ölçüde artırır.

1960 larda bulunan Menkul Kıymetler Değerlendirme Modeli, hissedarların X şirketinden istediği getiri oranını, HIGO, (özsermaye maliyetini) şu şekilde belirler:

$HIGO_x = \text{risksiz getiri oranı} + (\text{Hisse Senedi Pazarı endeksinden beklenen getiri oranı} - \text{risksiz getiri oranı}) \times \text{Betax}$

-Risksiz getiri oranı devlet tahvili getirisiyle temsil edilir.

Bu denklemden görüldüğü gibi kredi kullanmanın beta'da sağladığı yükseliş özsermaye maliyetini yükseltir.

$HIGO_{\text{kredili}} = HIGO_{\text{kredisiz}} + K/\bar{O} (HIGO_{\text{kredisiz}} - \text{Kredi maliyeti}) (1 - \text{Vergi oranı})$

Tabii ki büyük ölçüde kredi kullanmak, kredi maliyetini de yükseltir. Dolayısıyla yüksek kredi kullanımı, Ağırlık ortalamalı sermaye maliyetini yükseltip, verimli yatırım sayısını ve şirket kârlarını, tabii ki aynı zamanda, vergi gelirlerini de azaltır.

Bu sermaye maliyeti artışlarına, daha önce bahsedilen vade, faiz ve kur risklerini de eklediğimizde kredi kullanımının, bilhassa kısa vadeli kredi kullanımının ekonominin büyük ölçüde volatilitasını artırdığı ve kırılganlığı çoğalttığını gösterir. Nitekim, 1999 yılında yapılan bir akademik çalışma volatilitenin sermaye maliyetini arttırdığını ve yatırımları azalttığını ampirik olarak göstermiştir.

Bu problemin tek çözümü özsermaye piyasasını genişletici, derinleştirici, geliştirici tedbirler alarak şirketlerin özsermaye kullanımlarını artırıp, kısa vadeli kredi kullanımını sadece işletme sermayesi için kullanmalarını sağlayıp, firmaların yapacakları değer kazandırıcı yatırımları çoğaltmaktır.

Yakın geçmişteki tecrübe bunun tam tersi olmuş, pazarlar daraltılmış, özel sektör pazarlardan dışlanmış, ve gittikçe kısa vadeli krediye bağlı olan kuruluşlar haline getirilmişlerdir. Bu durumun değişmesi gerekmektedir. Bahis konusu değişiklik tüm makro ortam için yararlı olacaktır.

Ayrıca, özsermaye kullanımının şirketlerin randımanlarını artıran başka boyutları da vardır.

IV. ÖZSERMAYE KÜLTÜRÜ

A-DÜNYADA HIZLA YAYILAN ÖZSERMAYE KÜLTÜRÜ VE BUNUN EKONOMİYE OLAN ETKİLERİ

Son 10 seneye kadar hisselerle karşı yatırımcı ilgisi sınırlıydı. Ama bu durum hisseler lehine değişti. Bunun çeşitli nedenleri var:

- Özelleştirmenin körüklediği, gittikçe artan hisse senedi arzı,
- Pazar ekonomisinin planlanmış ekonomiye üstünlüğünün kaçınılmaz bir gerçek olduğu ve ekonomide kaynak dağılımını çok daha randımanlı bir şekilde gerçekleştirdiğinin ortaya çıkması,
- Ülkelerin, devlet ve şirket bazındaki, emeklilik ve sosyal sigorta sisteminin demografik açıdan yetersiz olacağının anlaşılması,
- Ve bu nedenle hükümetlerin IRA, Keogh, 403 B, 401 K gibi şahısların kontrolünde olan emeklilik programlarını kanunlaştırmaları,
- Bu planlarda yatırım yapacak şahısların uzun vadede en yüksek getirinin hisse senetleriyle mümkün olduğunu anlamaları, nitekim Amerikan hisse senedi getirisi verileri şu şekilde gerçekleşmiştir:

	Hisse senetleri yıllık getirisi (reel olarak)	Tahvil yıllık (reel getirisi)	Nakit yıllık reel getirisi (marketable securities)
1931-40	%3,6	%6,4	%1,6
41-50	%7,5	-%3,1	-%5,1
51-60	%13,8	-%0,4	-%0,2
61-70	%5,3	-%1,5	%1,3
71-80	%1,4	-%3,6	-%1,1
81-90	%7,9	%8,8	%3,9
91-2000	%14,1	%7,1	%1,9

- Jeremy Seigel benzeri rakamları 1802'ye kadar geri giderek bulmuştur.
- Nitekim, bakılan zaman sürecine bağlı olarak verilerin daha da olumlu gözüktüğü dönemler olmuştur.

	Dow Jones Endeksi	Nasdaq Endeksi
1982	875	196
2000	11,497	4,069
Senelik Bileşik Getiri	%15,38	%18,35

- Bu rakamların içinde 1987 de Dow Jones'un bir günde %23 değer kaybetmiş olması da dahildir.

Son birkaç senede gördüğümüz küresel pazarlarda oluşan çok yüksek eksi getirilerine rağmen (2000 Mart'ından, 2001 sonuna kadar Nasdaq-%60'lık bir düşüş, S&P 500-%20'lik bir düşüş göstermiştir.)

- Küresel piyasa kapitalizasyonu 1990 dan 2001 sonuna kadar 3 misli bir artış göstermiştir.

- Bu büyüme hem mevduat hem de tahvil değerlerindeki büyümeden çok yüksektir.

Küresel piyasa kapitalizasyonu 2001 yılında 35 Trilyon dolardı. Bu, küresel GSMH'nın %110'unu temsil ediyor. 1990'da bu oran %40 idi. Ancak, olumsuz bir faktör, gelişen ülkelerin küresel piyasa kapitalizasyonundaki oranlarının %11'den (1996) %6,5'a düşmüş olmasıdır (2001).

Hisse senedinin sağladığı yüksek getiriler şahıslar ve fonlar için tabii ki çok iyi bir haber. Ancak hisse senedi pazarlarının ülke ekonomilerine faydası var mı? Bu pazarların çeşitli faydalarını tartıştık. Şimdi bunların ötesindeki ek faydalardan bahsetmek istiyorum.

Önce 1998 de yapılan ve 47 ülkeyi kapsayan bir akademik çalışmanın bulgularını aktarmak istiyorum. Bu çalışma özsermaye piyasalarının büyüklüğü ve likiditesi ile ekonomik büyüme hızı arasında yüksek bir bağlantının olduğunu göstermiştir. Aynı araştırma, banka dışı finansal sektörün büyümesi ile yine ekonomik büyüme arasında sağlam bir ilişki olduğunu da sergilemiştir.

B-ÖZSERMAYE PAZARLARININ ÜSTÜNLÜĞÜ

Özsermaye pazarları (örneğin bankalarla karşılaştırıldıklarında)

- Firma bazında risk, ve olumlu/olumsuz ekonomik koşulları anında yansıtip (sinyal verip), sermayenin randımanlı olarak dağıtılmasını sağlarlar.

-
- Bir aracı olmadığı için, genellikle bankalardan daha ucuz maliyetli kredi sağlarlar.
 - Halka açık şirketler şeffaf olmak zorundadırlar.
 - Halka açık şirketler randımanlı çalışmak zorundadırlar, aksi taktirde "market for corporate control" dediğimiz, hissedarların aktif müdahalelerine muhatap olurlar (bu konuyu tekrar ziyaret edeceğiz)
 - Servet dağılımını sağlarlar.
 - Çalışanların, şirket yöneticilerinin, hissedarların çıkarlarının hizalandırılmasını mümkün kılarlar.

Özsermaye piyasası ve corporate governance (şirket kontrolü pazarı) konusunda 1980'lerde Amerika'da başlayan ve 1990'larda dünyaya yayılmaya başlayan bir kurumsal finansman devrimi olmuştur. Bu devrimde hissedarlar çok önemli bir rol oynamıştır. Bu devrim;

- Hissedarların yönetici olmamaları, yöneticilerin de hissedar olmamalarından doğan çıkar ayrılıkları ile ilgili problemlerin (agency problems) çözülmesinde önemli rol oynamıştır.
- Firmaları randımanlı olarak çalışmaya zorlamıştır.
- Yöneticilerin ve yönetim kurullarının davranışlarından sorumlu olmaları disiplini sağlamıştır.
- Hissedarlara değer kazandırmayan yöneticilerin işten atılmalarıyla sonuçlanmıştır.
- Şirketlerin, hissedar çıkarlarına yönelik davranışlarda bulunmalarını sağlamıştır.
- Bilhassa kurumsal yatırımcıların yöneticilere karşı eylemci ve disiplinci olmalarını sağlamıştır.
- Sonuç olarak hem şirketlerin hem ekonominin etkinliğini artırmıştır.

Bu olayları bir örnekle anlatmak istiyorum:

Şirket birleşmeleri

-1960'larda şirket bazında moda, parçalarının birbiriyle hiçbir ilişkisi olmayan şirketlerin birleşmesi "conglomerate" dediğimiz, Türkiye'de holding firmalarına tekabül eden büyük şirketlerin kurulmasıydı.

-Bunun iki nedeni vardı. Birinci neden, kurumsal finansmanın bir kuralı olan karlı bir şirket

yatırımlarını yaptıktan sonra geri kalan parayı hissedarlarına geri vermesi gerektiğini önleyici işlemlerdi şirket birleşmeleri.

-Ancak bu ek parayı hissedarlara vermek şirketi küçültmekle eşdeğerdir.

-Egoları büyük olan yöneticiler bunu yapmak istemeyip, bunun yerine"eğer ben bir petrol şirketinin başında birisi olarak başarılıysam, niçin diyelim, buzdolabı işinde başarılı olamayayım" felsefesi ile insan sermayelerinin yüksek olmadığı şirketleri satın aldılar.

-Hissedarlara da "bu sizin için iyi bir davranış, çünkü riskinizi diversify ediyoruz" dediler.

Zaman içinde bu davranışların, conglomerate şirket formunun, değer artırmak yerine değer kaybettirici bir olay olduğu ortaya çıktı. Üstelik hissedarlar kendilerinin portföy kurarak risklerinin daha ucuz olarak dağıtılabileceklerinin bilincine vardılar. Bunun ötesinde, bu şirketlerin yapılarında adeleden çok yağ olduğu gerçeğini gördüler. Maalesef, yönetim kurulları çeşitli nedenlerle bu "imparatorluk oluşturma" eylemlerini durdurma yerine pasif kaldılar.

Zaman içinde bir takım pazar kuvvetleri bir araya gelip firmaların bu şekilde davranmalarını durdurmakla kalmayıp, şirketlerin uyumsuz bölümlerinin halka açılma şeklinde - ya da spin-off şeklinde hissedarlara verilmesini zorladılar.

- Yöneticileri değiştirdiler

- Diğer özsermaye değerini düşürücü davranışları engellediler

- Yönetim kurullarının kuvvetlendirilmesini sağladılar.

Sonuç olarak şirketlerin yüksek randımanla çalışmalarını sağladılar. Bunun gerçekleşmesi için bir araya gelen kuvvetler şunlardan oluştu:

- Kurumsal yatırımcıların önem kazanması (bilhassa mutual fund'ların, retirement fundların çığ gibi büyümesi)

- İyi çalışmayan şirketlerin hisse senetlerinin Junk bond pazarı finansmanı sayesinde satın alınması mümkün oldu.

Yani çok aktif bir corporate governance pazarı oluştu. Hissedarların çıkarlarını ve servetlerini maximize etmeyen şirketler "takeover" savaşlarında hedef oldular.

Şu soruyu sormak gerekir. Bu savaşlarda yüksek randımanla çalışan şirketler mi satın alınma hedefi olur, yoksa iyi çalışmayan, potansiyellerinin altında çalışan şirketler mi? Pazarlar iyi çalışıyorsa, randımansız şirketler hedef haline gelirler. Randımanı yüksek bir

şirketi daha da iyi çalışır hale getirmek güçtür. Üstelik bilhassa vermeniz gereken kontrol primini de hesaba katarsanız bu şirketler çok pahalıdır ve zaten iyi çalıştığı için düzeltilebilecek çok yönleri yoktur.

Randımsız şirketler, bağımsız kalmak için bir sürü hukuki savunma mekanizmaları oluşturdular: poison pills, shark repellents, staggered boards, lawsuits v.s. Ancak, bunların hiçbirisi başarılı olamadı, ve bu metodların sadece hedef şirketlere zaman kazandıran eylemler olduğu ortaya çıktı. Zaten bu savunma mekanizmalarının başarılı olması da beklenemezdi. Bir şirket olarak bağımsız kalmak istiyorsanız, "market for corporate control'un" çalıştığı bir ortamda, hedef olmanın asıl nedenini ortadan kaldırmaktan başka bir çareniz olamaz. Yani, bağımsız kalmak isteyen ama randımanı düşük olan bir şirketin, yüksek randımanla çalışan bir şirket haline gelmekten başka bir çaresi olamayacağı bir gerçek olarak ortaya çıkmış oldu.

Bu nedenle hedef şirketler, ve hedef olabilecek şirketler, dolayısıyla bütün şirketler;

- Yeniden yapılandılar
- Üretkenliklerini artırdılar
- Mukayeseli üstünlükleri olmayan aktiflerini sattılar
- Daha önce satın almış oldukları şirketleri spin off ya da halka açılma biçiminde elden çıkarttılar.
- Yağ tabakalarını erittiler.
- Fazla nakitlerini ve halka açılma hasılatlarını kendi hisse senetlerini satın alarak hissedarlara geri verdiler.
- Örneğin Amerikan şirketleri son 5 sene içinde 2,7 trilyon dolarlık hisse senedi satın aldılar hissedarlardan.

Sonuç olarak şu anda Amerika'da General Electric dışında önemli bir holding şirketi kalmamıştır. Bazı yatırımcılar, geçmişte başarılı olmuş olmasına rağmen, General Electric şirketinin bile benzeri yeniden yapılandırmaları uygulaması gerektiği tezini savunmaktadırlar.

Özsermayenin "kral" olmadığı bir dünyada şirketlerin ve ekonomilerin performansı bu boyutta ve bu kadar kısa zamanda yükselebilir miydi? Zaman zaman Amerika ve Dünya borsalarında son 18 senede (internet bubble öncesi) elde edilen tarihsel olarak yüksek

getirilerin bir "spekölasyon" sonucu olduğu görüşünü duyuyoruz. Ama bence neden-etki (sonuç) ilişkisi diğeri istikamette. Hisse senedi fiyatlarındaki inanılmaz artış spekölasyon sonucu değil, tam tersine Amerikan firmalarının ne kadar etkin çalışır hale geldiğini belgeleyen bir veridir.

Amerika'da başlayan bu özsermaye kültürü bütün dünyaya yayılmaktadır. Bunun gayet açık bir nedeni yerli yatırımcıların zaman içinde küresel yatırımcılar haline gelmiş olmalarıdır. Örneğin bir Amerikan kurumsal yatırımcı Avrupa'da, Türkiye'de, ve diğeri ülke şirketlerinden aynı performansı bekleyecek ve bu performansı sağlayacak corporate governance boyutlu değişiklikleri talep edecektir.

Bu tip düzenlemelerin hem ekonomiyi hem de şirketleri çok olumlu olarak etkilediği muhakkaktır. Şirketlerin bu güçlerden faydalanıp performanslarını arttırmaları için halka açılmaları gerekmektedir. Türk şirketleri, bilhassa holding firmaları bu noktayı aktif bir tartışma konusu yapmalıdırlar. 2001 yılında yayınlanan bir araştırma, 1500 firmanın 1990'lardaki çalışmalarını inceleyip, corporate governance'ı sıhhatli olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının da yüksek olduğunu bulmuştur.

Ana sonuç olarak şunu söylemek mümkün: nasıl politik sistemler içinde demokrasi belki de "en ideal" sistem değilse, ekonomik sistemler içinde de belki "pazar ekonomisi" en ideal model değil. Ama hem politik hem de ekonomik arenalarda bu iki sistemle rekabet edecek bir alternatif sistem yok.

V. SERMAYE PİYASASI İÇİN YENİ ÜRÜN ÖNERİLERİ

Daha önce finans bilimindeki son 25 yılın en önemli gelişmelerinden birisi olan opsiyonlardan bahsetmiştik. Bence opsiyonları kullanarak tahvil ve hisse senedini birleştiren finansal ürünler Türkiye'de çok başarılı olabilir. Bunun nedeni Türkiye gibi gelişen piyasalarda volatilitenin yüksek olmasıdır.

Opsiyon dışında her menkul kıymette volatilitenin bahis konusu menkul kıymetin fiyatına olumsuz etkisi olur. Bunun nedeni yüksek volatilitenin, yüksek bir risk seviyesini temsil etmesi, riskin yüksekliğinin ise fiyatı düşürücü olmasıdır. Ancak opsiyonların değerinde, volatilitenin istisnai bir rol oynar. Volatilitenin ne kadar yüksek olursa opsiyonun değeri o kadar yüksek olur.

Benim görüşüm opsiyon boyutlu finansal ürünlerin hem tahvil piyasasının oluşmasında (özel sektör bonoları) hem bu bonoların vadelerinin uzatılmasında, hem de hisse senetleri

piyasasının derinleşip daha likit hale gelmesinde oynayacağı çok önemli bir rol var. Düşündüğüm iki finansal ürün hisse senedine çevrilebilir tahviller ve warrant ekli tahvillerdir.

Hisse senedine çevrilebilir tahvili örnek olarak kullanacağım, bu konudaki görüşlerimi yansıtmak için. Veriler şu şekilde olsun.

- Tahvilin anaparası ve pazar değeri: \$1,000
- Faizi: %6
- Hisse Senedi Fiyatı: \$30
- Convertible (Değişim) Oranı: 25 hisse senedi
- Şirketin normal tahvil faiz oranı: %10

Şirket bu hisse senedine çevrilebilir tahvil satmakla tahvil artı bir "call opsiyonu" satmış oluyor.

Tahvil sahipleri bu tahvili şirkete verip karşılığında 25 hisse senedi aldıklarında her hisse senedi için efektif olarak \$40 vermiş oluyorlar. Tabii ki bu işlemi şu anda \$30 olan hisse senedi fiyatı \$40'ın üzerine çıkmadan önce yapmayacaklardır.

Şirket böyle bir tahvili niçin satıyor? Karşılığında ne alıyor? Tahvil sahipleri ne alıyor?

Şirketlerin finansal üst yöneticileri ile görüştüğünüzde iki neden veriyorlar.

1. Esas gayeleri Kredi bulmak. Bu finansal aracı kullanarak kredi maliyetlerini düşürüyorlar. Yukardaki örnekte, faizlerini %10'dan %6'ya düşürebiliyorlar. Böyle tahvilleri volatilitesi yüksek şirketler satar çünkü %4'ü yatırımcıların aldığı opsiyon karşılığı yaptıkları ödeme olarak düşünmeliyiz. Volatilitesi düşük şirketin opsiyonu daha düşük değerli olur. Böyle bir şirket bu ürünü kullanmaz çünkü faizlerini belki ancak %1 indirebilir.

2. İkinci bir neden de firmanın esas gayesi hisse senedi satmak oluyor. Ancak şu anda \$30 olan hisse senedi fiyatını çok düşük buluyor. Bu finansal ürünü kullanarak, şirket bu hisse senedini şu andaki fiyattan (\$30) değil de efektif olarak \$40 dolardan satmış oluyor.

Dolayısıyla, bu finansman ürün aracılığıyla, firma ya kredi maliyetini ya da özsermaye maliyetini düşürmüş oluyor.

Bence böyle bir finansal ürüne hem talep hem de arz yüksek olur Türkiye'de.

- Çünkü volatilitenin yüksek olması bu opsiyonun değerini artırıyor.

- Aynı zamanda vadenin uzunluğu da opsiyonun değerini artırdığı için, bu tip bir ürün firmaların sermaye piyasalarından uzun vadeli kredi bulmalarını mümkün kılabilir.

Warrant ekli tahvil de yukarıdaki ürüne benzer, üstelik bu ikinci üründe, warrantlar hisse senedine çevrildiğinde şirket yeni bir nakit finansman kaynağı sağlamış da olur.

Bu tip finansal ürünler ekonomik koşullar açısından bize çok benzer bir ülke olan Brezilya'da uzun vadeli bono piyasasının oluşması ve yerleşmesini sağlamıştır. Nitekim bu konuyu o kadar önemli buluyorum ki, Brezilya bono piyasasının başarısını inceleyen 1999 yılında yapılmış bir çalışmanın ana sonucunu özetlemek istiyorum.

- Brezilya ekonomisi Türkiye ekonomisine benzer:
- Ekonomik volatilité yüksektir.
- Enflasyon yüksektir.
- Ekonomi ve kuruluşlar kırılgandır.
- Devlet müdahalecidir.

Bahis konusu araştırma şu soruyu soruyor: "Nasıl oluyor da böyle şartların olduğu bir ülkede çok başarılı bir özel sektör uzun vadeli bono/tahvil piyasası gelişebilmiş?"

Araştırmacı bu soruyu bono sözleşmelerini inceleyerek yanıtlıyor. Sözleşmelerin önemli noktalarının şu olduğu ortaya çıkıyor:

- a. Bonoların tümü enflasyona endekslenmiş oluyor.
- b. Bono sözleşmesinde firmanın yatırım, temettü, finansman planları kısıtlanmıyor.
- c. Periyodik olarak sözleşmenin yeniden müzakeresi hem şirkete hem yatırımcılara opsiyon olarak veriliyor.
- d. Firmanın "call opsiyonu" yatırımcının "put opsiyonu" oluyor müzakere başarılı olmadığı takdirde.

Özet olarak, Brezilya'daki bono sözleşmeleri gelişmiş ülkelerde görülmeyen, hem bono yatırımcısı hem de bono ihraç eden şirketin karşılıklı olarak bir sürü opsiyonlarının olduğu bir kontratı temsil ediyor. (Bu makale Journal of Financial Economics 51. Volume'un 45-84 sayfalarında yayınlanmıştır.)

Konuyu şu şekilde bağlamak mümkün: opsiyonlu finansal ürünlerin gelişmekte olan ülke sermaye piyasaları için yüksek potansiyelleri var gibi gözüktüğü için, bu tecrübenin

Türkiye'de denenmesinin çok başarılı bir sonuç yaratabileceğine inanıyorum.

VI. TÜRKİYE SERMAYE PİYASASININ TEMEL SORUNLARINA ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Benim görüşümce sıhhatli bir borsa için gereken şartlar şu ana noktaları kapsamalı:

1. Firmalar finansal raporlarını şeffaf olarak yatırımcılara yansıtmalıdırlar.
2. Firmalar hissedarların haklarını tanıyıcı olgun bir corporate governance sistemleri oluşturmalıdırlar.
3. Sağlam bir yerli yatırımcı bazı oluşturulmalıdır. Yabancı yatırım ürkek bir parayı temsil eder.
4. Borsada işlem görmek şirketler için finansal ve kurumsal olarak çekici olmalıdır.
5. Ekonominin makul bir tutarlılığı ve istikrarlılığı olmalıdır.
6. Yerli ve yabancı bir kurumsal yatırımcı bazı oluşturulmalı.
7. Likidite problemleri olmamalıdır.
8. Pazarların skandalları önleyici bir hukuki çerçevesi olmalıdır.

Böyle bir sermaye pazarının oluşması için devlete, İMKB'ye hatta holding şirketlerine düşen önemli görevler ve eylemler vardır.

Devlet;

- Özelleştirme işlemlerini en kısa zamanda başlatmalı.
- Özelleştirme işlemlerini, Latin Amerika modelini temsil eden KİT'lerin tamamının yabancılara ya da yerli holding firmalarına satılması yerine, İngiliz modelini temsil eden kademeli olarak halka açılma biçiminde gerçekleştirmelidir.
- Özsermaye pazarının olgunlaşması için özsermayeyi teşvik politikaları uygulamalıdır.
- Gelişmiş ülkelerin bile çözüm bulma çabasında oldukları emeklilik ve sosyal sigorta konularıyla ilgili demografik güçlüklerle karşı özel emeklilik fonlarını vergi yoluyla teşvik etmelidir. IRA, Keogh, 401 K tipi hesaplar yoluyla.
- Yatırım fonlarına uygulanan geçici teşvikleri kalıcı hale dönüştürmelidir.

- Kamu finansman problemlerini çözerek, özel sektörün piyasalardan dışlanmasıyla sonuçlanan eylemlerini frenlemelidir.

İMKB;

- Sermaye Piyasasında hissedilen güven eksikliğini kaldıracı çalışmalarda bulunmalıdır.
- Hem ihraç edecek şirketlere hem de yatırımcılara hitap eden yeni finansal ürünler oluşturmaktadır.
- Sermaye Piyasalarının reel sektöre uzun vadeli finansman sağladığı konusunda yatırımcıları aydınlatıcı programlar düzenlemelidir.
- Halka açık şirket sayısının düşüklüğünü, sermaye piyasaları geliştirmekte olan ülkelere oranla bile niçin küçük olduğunu yanıtlayacak araştırmalar yapılmalıdır/yaptırılmalıdır.
- Kurumsal yatırımcı tabanını oluşturacak çalışmalar yapılmalıdır.
- Piyasaları hem yerli hem yabancı yatırımcılara güven verici hale getirmelidir.

HOLDİNG FİRMALARI;

- Amerika'da başlayıp dünyaya yayılan conglomerate şirket formunun Türkiye'de hala yararlı olup olmadığı konusunda özeleştiride bulunmalıdırlar.
- Yüksek finansman ihtiyaçları olduğu için, günün sonunda, gelişmiş sermaye piyasalarının belki herkesten çok holding firmalarına fayda sağlayacağı konusunu nazarı dikkate almalıdırlar.
- Odaklanmış şirket olarak çalıştıklarında, performans seviyesinin daha yüksek olduğu hipotezini bu konuda yapılan araştırmalar çerçevesinde değerlendirmelidirler.
- "Conglomerate discount" olayının gerçeği yansıttığını kabul edip, holding şirketi parçalarının ayrı ayrı değerlerini, yatırım bankacılarına buldurup, holding firmasının toplam değeri ile karşılaştırmalıdırlar.
- Amerikan şirketlerinin 1980 ve 1990'lardaki yaşadıkları operasyonel ve finansal yeni yapılanmaların sonuçlarını dikkatle incelemeli ve aynı uygulamaları yapmayı düşünmelidirler.

Özet olarak, görülen tüm veriler, yeni asrın "özsermaye kültürünün" hakim olacağı bir asır olacağını vurguluyor.

Günün sonunda şu kaçınılmaz bir gerçek olarak ortaya çıkıyor: Gelişmiş sermaye piyasalarının olmadığı bir ülke, gelişmiş bir ülke olamaz.

Çok çok teşekkür ederim.

**REEL SEKTÖR - SERMAYE
PİYASASI İLİŞKİSİ,
KURUMSAL FİNANSMAN
OLANAKLARI**

Prof. Vefa TARHAN
12 Aralık 2002

Sermaye Piyasaları ve Yatırımlar....

2

Sermaye Piyasası

- ✓ Firma değerini artıran kararlar “en önemli” kararlardır.
- ✓ Firma kararları;
 - ✓ Reel yatırım
 - ✓ Finansman
 - ✓ Kar dağıtım
- ✓ Finansal yatırımcılar reel yatırımlara katılmak ister.
- ✓ Sermaye piyasası bu platformu sağlar.

3

Sermaye Maliyeti

Finansal yatırım kararları Reel yatırım kararları

✓ Risk

✓ Nakit akışları

✓ Beklenen Getiri

✓ İskonto oranı

- ✓ Beklenen Getiri = Şirketin Sermaye Maliyeti
- ✓ Sermaye, yatırımcının şirkete verdiği, ancak şirket gönüllü olarak vermezse hiçbir zaman geri isteyemeyeceği bir parayı temsil eder.
- ✓ Ağırlık ortalamalı sermaye maliyeti;
 - ✓ Özsermaye Maliyeti
 - ✓ Kredi Maliyeti (Kısa + Uzun Vadeli)

4

Konularımız

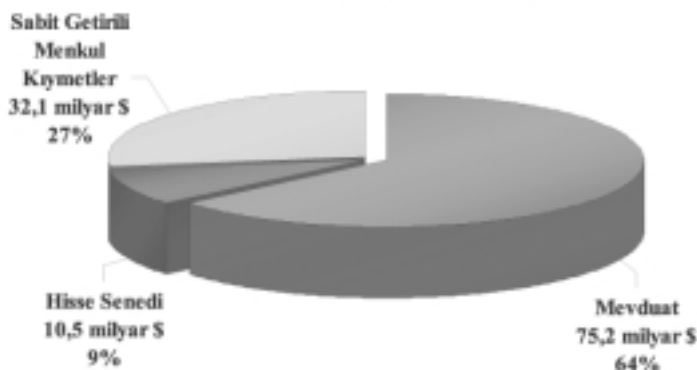
1. Türkiye sermaye piyasasının ana boyutları ve eksiklikleri.
2. Kısa vadeli kredi kullanımının yarattığı problemler.
3. Dünyada gittikçe yaygınlaşan özsermaye kültürünün nedenleri ve ekonomilere sağladıkları katkılar.
4. Türkiye sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olabilecek yeni finansal ürünler.
5. Devlet ve diğer kuruluşlar tarafından yapılması gereken düzenlemeler.

5

Türkiye Sermaye Piyasasına Genel Bakış....

6

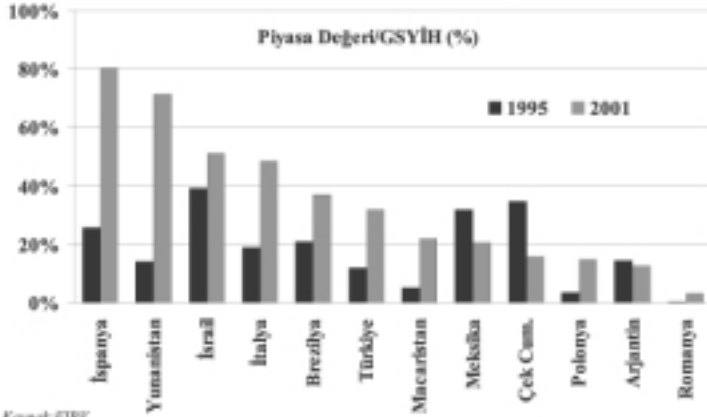
Tasarrufların Enstrümanlara Göre Dağılımı (Eylül 2002)



Kaynak: TCMB, İMKB, HM

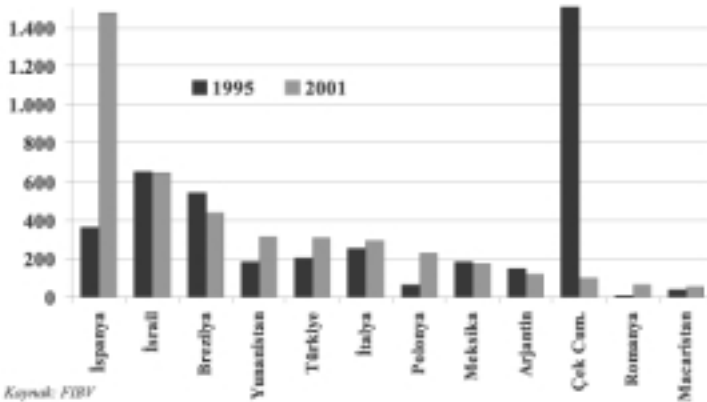
7

Menkul Kıymet Borsalarının Ekonomideki Payı



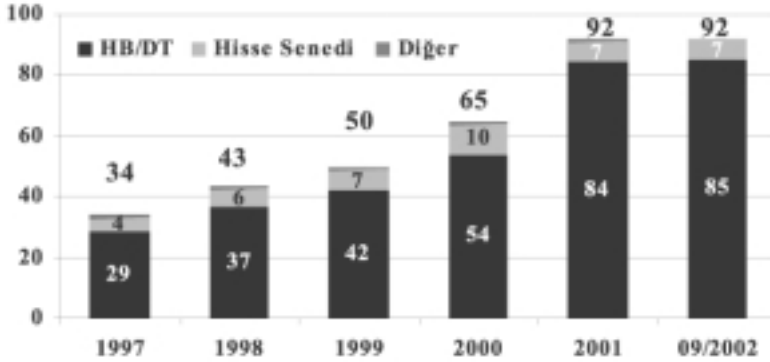
8

Gelişmekte Olan Piyasaların Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayısı



9

Menkul Kıymet Stoku Gelişimi (Milyar \$)



Kaynak: SPK

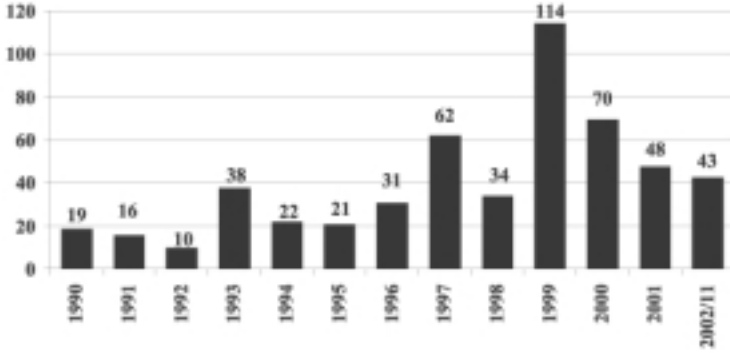
10

Özel Sektörün Dışlanması

- ✓ Özel sektör sermaye piyasasından dışlanmıştır.
- ✓ Özel sektör yatırımları, kamu yatırımlarından daha değerlidir.
- ✓ Değerli yatırımlar,
 - ✓ Büyümeyi hızlandırır
 - ✓ Enflasyonu frenler
- ✓ Kamu ağırlığı;
 - ✓ Ekonomiye değer kaybettirme ihtimali yüksek yatırımlar,
 - ✓ Enflasyona olumsuz katkı ihtimali yüksek yatırımlar,
 - ✓ Kaynak dağılımı çarpıklığı.

11

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değerleri (Milyar \$)



Kaynak: İAOCB

12

Sonuçlar

- ✓ Özel sektör piyasalardan dışlanmıştır.
- ✓ Menkul kıymet çeşidi azalmıştır.
- ✓ İşlem hacmi düşüşüyle likidite kurumuş ve artan likidite primi piyasaları olumsuz olarak etkilemiştir.
- ✓ Pazarların volatilitesi artmıştır.
- ✓ Hisse senedi getirileri eksi olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ Piyasalarda ciddi bir güven eksikliği doğmuştur.
- ✓ Sermaye piyasasının payı diğer gelişmekte olan ülkelere oranla bir hayli düşmüştür.

13

Akademik Sonuçlar

✓ 2000 yılında 65 ülke için yapılan bir akademik çalışmanın sonuçları;

✓ Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde;

Büyüyen endüstrilere yatırımlar ↑

Duraklayan endüstrilere yatırımlar ↓

✓ Devletin ekonomideki payı ↑ Verimli sermaye dağılımı ↓

14

Kısa Vadeli Kredi Kullanımının Riskleri

15

Risk

- ✓ Şirketler açısından banka kredisinin riskleri;
 - ✓ Vade Riski
 - ✓ Faiz Riski
 - ✓ Kur Riski (kredi döviz cinsinden ise)
- ✓ Hissedarlar açısından sistematik risk önemlidir.
 - ✓ Sistematik risk = Beta
 - ✓ Beta, şirketin içinde bulunduğu sektörün ekonomiye hassasiyetine ve kredi kullanımına bağlıdır.
- ✓ Krediörler açısından risk, kredi servisinin zamanında yapılmamasıdır.

16

Kredi Kullanımı

- ✓ Kredi kullanımı;
 - Hissedar ve krediör riski $\uparrow \Rightarrow$ ekonominin volatilitesi $\uparrow$
- ✓ Türkiye’de 30 Eylül 2002 itibarı ile halka açık finans dışı şirketlerin;
 - ✓ Finansal Borç / Özsermaye Defter Değeri = %90
 - ✓ Finansal Borç / Özsermaye Pazar Değeri = %41
- ✓ Bu yükseklikteki kredi oranı hisse senetlerinin beta’sını, hissedarların istedikleri getiri oranını, bir başka deyimle özsermaye maliyetini büyük ölçüde artırır.

17

Kredi ve Özsermaye Maliyeti

- ✓ $H\dot{I}GO_i = \text{Risksiz getiri oranı} + \text{Beta}_i \times (\text{Hisse senedi pazarı endeksinden beklenen getiri oranı} - \text{risksiz getiri oranı})$

Risksiz getiri oranı devlet tahvili getirisiyle temsil edilir.

- ✓ $H\dot{I}GO_{\text{kredili}} = H\dot{I}GO_{\text{kredisiz}} + K/\bar{O} \times (H\dot{I}GO_{\text{kredisiz}} - \text{Kredi maliyeti}) \times (1 - \text{Vergi oranı})$

- ✓ Büyük ölçüde kredi kullanmak, hem kredi maliyetini hem de özsermaye maliyetini yükseltir. Dolayısıyla yüksek kredi kullanımı, Ağırlık ortalamalı sermaye maliyetini artırır, verimli yatırım sayısını azaltır.

18

Sonuçlar

- ✓ Bu problemin tek çözümü;
 - ✓ Özsermaye piyasasını genişletici, derinleştirici, geliştirici tedbirler almak,
 - ✓ Şirketlerin özsermaye kullanımlarını artırmak,
 - ✓ Kısa vadeli kredi kullanımını sadece işletme sermayesi için kullanmak,
 - ✓ Firmaların yapacakları değer kazandırıcı yatırımları çoğaltmaktır.
- ✓ Yakın geçmişteki tecrübe bunun tam tersi olmuş, pazarlar daraltılmış, özel sektör pazarlardan dışlanmış, ve gittikçe kısa vadeli krediye bağlı olan kuruluşlar haline getirilmişlerdir.

19

Özsermaye Kültürü....

20

Hisse Senetlerine İlgi

- ✓ Son 10 sene içinde yatırımcı ilgisi hisseler lehine değişti. Bunun çeşitli nedenleri var;
 - ✓ Özelleştirmenin körüklediği, artan hisse senedi arzı,
 - ✓ Pazar ekonomisinin planlanmış ekonomiye üstünlüğünün kaçınılmaz bir gerçek olduğunun ortaya çıkması,
 - ✓ Ülkelerin, devlet ve şirket bazındaki, emeklilik ve sosyal sigorta sisteminin demografik açıdan yetersiz olacağının anlaşılması,
 - ✓ Emeklilik planlarına yatırım yapacak şahısların uzun vadede en yüksek getirinin hisse senetleriyle mümkün olduğunu anlamaları.

21

ABD Getirileri

Yıllık reel getiriler	Hisse Senetleri	Tahvil	Nakit
1931-40	3,60%	6,40%	1,60%
1941-50	7,50%	-3,10%	-5,10%
1951-60	13,80%	-0,40%	-0,20%
1961-70	5,30%	-1,50%	1,30%
1971-80	1,40%	-3,60%	-1,10%
1981-90	7,90%	8,80%	3,90%
1991-2000	14,10%	7,10%	1,90%
Dow Jones		Nasdaq	
1982	875	196	
2000	11,497	4,069	
Senelik Bileşik Getiri	15,38%	18,35%	

22

Küresel Gelişim

- ✓ Küresel piyasa kapitalizasyonu 1990'dan 2001 sonuna kadar 3 misli bir artışla 35 trilyon dolara çıkmıştır. Bu, küresel GSMH'nın %110'unu temsil ediyor. 1990'da bu oran %40 idi.
- ✓ Ancak gelişen ülkelerin küresel piyasa kapitalizasyonundaki oranları 1996'da %11 iken 2001'de %6,5'a düşmüştür.

23

Özsermaye Pazarlarının Üstünlüğü....

24

Akademik Çalışma

✓ 1998 yılında 47 ülkeyi kapsayan bir akademik çalışma;

1. Özsermaye piyasalarının büyüklüğü ve likiditesi ↑
⇒ ekonomik büyüme hızı ↑
2. Banka dışı finansal sektörün büyüklüğü ↑
⇒ ekonomik büyüme hızı ↑

25

Özsermaye Pazarları

- ✓ Firma bazında risk, ve olumlu/olumsuz ekonomik koşulları anında yansıtır sermayenin randımanlı dağıtılmasını sağlarlar.
- ✓ Bir aracı olmadığı için, genellikle bankalardan daha ucuz maliyetli kredi sağlarlar.
- ✓ Halka açık şirketler şeffaf olmak zorundadırlar.
- ✓ Halka açık şirketler randımanlı çalışmak zorundadırlar, aksi takdirde “market for corporate control” dediğimiz, hissedarların aktif müdahalelerine muhatap olurlar.
- ✓ Servet dağılımını sağlarlar.
- ✓ Çalışanların, şirket yöneticilerinin, hissedarların çıkarlarının hizalandırılmasını mümkün kılarlar.

26

Kurumsal Yönetişim Devrimi...

- ✓ Hissedar ve yöneticilerin çıkar ayrılıkları ile ilgili problemlerin çözülmesinde önemli rol oynamıştır.
- ✓ Firmaları randımanlı çalışmaya zorlamıştır.
- ✓ Yöneticilerin/yönetim kurullarının davranışlarından sorumlu olmaları disiplini sağlamıştır.
- ✓ Hissedarlara değer kazandırmayan yöneticilerin işten atılmalarıyla sonuçlanmıştır.
- ✓ Şirketlerin, hissedar çıkarlarına yönelik davranışlarda bulunmalarını sağlamıştır.
- ✓ Bilhassa kurumsal yatırımcıların yöneticilere karşı eylemci ve disiplinci olmalarını sağlamıştır.
- ✓ Sonuç olarak şirketlerin ve ekonominin etkinliği artmıştır.

27

Kurumsal Yönetişim Devrimi

- ✓ 1960 ve sonrasında şirket birleşmeleri modası.
- ✓ Zaman içinde bir takım pazar kuvvetleri şirketlerin uyumsuz bölümlerinin halka açılma ya da spin-off şeklinde hissedarlara verilmesini zorladılar.
 - ✓ Yöneticileri değiştirdiler
 - ✓ Özsermaye değerini düşürücü davranışları engellediler
 - ✓ Yönetim kurullarının kuvvetlendirilmesini sağladılar.
- ✓ Bunun gerçekleşmesi için bir araya gelen kuvvetler;
 - ✓ Kurumsal yatırımcılar (mutual ve retirement fundlar)
 - ✓ İyi çalışmayan şirketlerin hisse senetlerinin Junk Bond pazarı sayesinde satın alınması mümkün oldu.

28

Ele Geçirme Savaşları

- ✓ Aktif bir corporate governance pazarı oluştu.
- ✓ Hissedarların çıkarlarını ve servetlerini maksimize etmeyen şirketler “takeover” savaşlarında hedef oldular.
- ✓ Yüksek randımanla çalışan şirketler mi satın alınma hedefi olur, yoksa iyi çalışmayan, potansiyellerinin altında çalışan şirketler mi?
- ✓ Randımansız şirketler, bağımsız kalmak için hukuki müdafaa mekanizmaları oluşturdular: poison pills, shark repellents, staggered boards, lawsuits v.s.

29

Hedef Şirketler

- ✓ Şirket bağımsızlığını korumak için hedef olmanın asıl nedenini ortadan kaldırmak gerekiyor, yani, yüksek randımanla çalışmak.
- ✓ Hedef şirketler ve hedef olabilecek şirketler;
 - ✓ Yeniden yapılandılar ve üretkenliklerini artırdılar,
 - ✓ Mukayeseli üstünlükleri olmayan aktiflerini sattılar,
 - ✓ Daha önce satın almış oldukları şirketleri spin off ya da halka açılma biçiminde elden çıkarttılar,
 - ✓ Fazla nakitlerini ve halka açılma hasılatlarını kendi hisse senetlerini satın alarak hissedarlara geri verdiler,
 - ✓ Örneğin Amerikan şirketleri son 5 sene içinde hissedarlarından 2,7 trilyon \$'lık hisse senedi satın aldılar.

30

Özsermaye Krallığı

- ✓ Özsermayenin kral olmadığı bir dünyada şirketlerin ve ekonomilerin performansı bu boyutta ve bu kadar kısa zamanda yükselebilir miydi?
- ✓ Amerika ve Dünya borsalarında son 18 senede (internet bubble öncesi) elde edilen yüksek getirilerin “spekülasyon” sonucu olduğu görüşü var.
- ✓ Bence neden-sonuç ilişkisi diğer istikamette. Hisse senedi fiyatlarındaki inanılmaz artış spekülasyon sonucu değil, tam tersine Amerikan firmalarının ne kadar etkin çalışır hale geldiğini belgelemektedir.

31

Kurumsal Yönetişimin Önemi

- ✓ Yatırımcılar küresel yatırımcılar haline gelmekte ve corporate governance düzenlemelerinin önemi artmaktadır.
- ✓ Bu düzenlemeler hem ekonomiyi hem de şirketleri çok olumlu etkilemektedir. Şirketlerin performanslarını artırmaları için halka açılmaları gerekmektedir.
- ✓ Türk şirketleri, bilhassa holding firmaları bu noktayı aktif bir tartışma konusu yapmalıdırlar.
- ✓ 2001 yılında yayınlanan bir araştırma 1500 firmanın 1990'lardaki çalışmalarını inceleyip, corporate governance'ı sıhhatli olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının da yüksek olduğunu bulmuştur.

32

Sonuç

- ✓ Nasıl politik sistemler içinde demokrasi belki de “en ideal” sistem değilse, ekonomik sistemler içinde de belki “pazar ekonomisi” en ideal model değil. Ama hem politik hem de ekonomik arenalarda bu iki sistemle rekabet edecek bir alternatif yok.

33

Sermaye Piyasası İçin Yeni Ürün Önerileri....

34

Opsiyonlar

- ✓ Opsiyonları kullanarak tahvil ve hisse senedini birleştiren finansal ürünler Türkiye’de çok başarılı olabilir.
- ✓ Çünkü, Türkiye gibi piyasalarda volatilité yüksektir.
- ✓ Volatilité ne kadar yüksekse opsiyonun değeri o kadar yüksek olur.
- ✓ Opsiyonlu finansal ürünlerin hem tahvil piyasasının oluşmasında (özel sektör bonoları) hem bu bonoların vadelerinin uzatılmasında, hem de hisse senetleri piyasasının derinleşip daha likit hale gelmesinde oynayacağı çok önemli bir rol var.

35

Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil...

- ✓ Önerceğim iki finansal ürün;
 - ✓ Hisse senedine çevrilebilir tahvil
 - ✓ Warrant ekli tahvil
- ✓ Hisse senedine çevrilebilir tahvil örneği;
 - ✓ Tahvilin anaparası ve pazar değeri: 1,000 \$
 - ✓ Faizi: %6
 - ✓ Hisse Senedi Fiyatı: 30 \$
 - ✓ Convertible (Değişim) Oranı: 25 hisse senedi
 - ✓ Şirketin normal tahvil faiz oranı: %10.
- ✓ Şirket, hisse senedine çevrilebilir tahvil satmakla tahvil artı bir “call opsiyonu” satmış oluyor.

36

Hisse Senedine Çevrilebilir Tahvil

- ✓ Tahvil sahipleri bu tahvili şirkete verip karşılığında 25 hisse senedi aldıklarında her hisse senedi için efektif olarak 40 \$ vermiş oluyorlar.
- ✓ Şirket böyle bir tahvili niçin satıyor? Karşılığında ne alıyor? Tahvil sahipleri ne alıyor?
- ✓ Şirketler açısından iki neden var;
 - 1.Kredi almak istiyorlar. Bu araçla maliyetleri %10'dan %6'ya düşüyor. Böyle tahvilleri volatilitesi yüksek şirketler satar, çünkü %4'ü yatırımcıların aldığı opsiyon karşılığı yaptıkları ödemedir.
 - 2.Şirket hisse senedi satmak istiyor. Ancak, hisse senedini şu andaki fiyattan (30 \$) değil, 40 \$'dan satmış oluyor.

37

Türkiye İçin Öneri

- ✓ Türkiye’de böyle bir finansal ürüne hem talep hem de arz yüksek olur.
 - ✓ Volatilitenin yüksek olması opsiyonun değerini artırır.
 - ✓ Vadenin uzunluğu da opsiyonun değerini artırdığı için, bu ürün firmaların sermaye piyasalarından uzun vadeli kredi bulmalarını mümkün kılabilir.
- ✓ Warrant ekli tahvil de yukarıdaki ürüne benzer. Üstelik, warrantlar hisse senedine çevrildiğinde şirket yeni bir nakit finansman kaynağı da sağlar.
- ✓ Bu tip finansal ürünler ekonomik koşullar açısından bize çok benzeyen Brezilya’da uzun vadeli bono piyasasının oluşması ve yerleşmesini sağlamıştır.

38

Brezilya Örneği...

- ✓ Brezilya ekonomisi Türkiye ekonomisine benzer:
 - ✓ Ekonomik volatilité yüksektir.
 - ✓ Enflasyon yüksektir.
 - ✓ Ekonomi ve kuruluşlar kırılgandır.
 - ✓ Devlet müdahalecidir.
- ✓ Brezilya bono piyasasının başarısını inceleyen 1999 yılındaki bir çalışma şu soruyu soruyor “Nasıl oluyor da böyle şartların olduğu bir ülkede çok başarılı bir özel sektör uzun vadeli bono/tahvil piyasası gelişebilmiş?”
- ✓ Araştırmacı bu soruyu bono sözleşmelerini inceleyerek yanıtlıyor.

39

Brezilya Örneği

- ✓ Sözleşmelerin önemli noktalarının şu olduğu ortaya çıkıyor:
 - a. Bonoların tümü enflasyona endekslenmiş oluyor.
 - b. Bono sözleşmesinde firmanın yatırım, temettü, finansman planları kısıtlanmıyor.
 - c. Periyodik olarak sözleşmenin yeniden müzakeresi hem şirkete hem yatırımcılara opsiyon olarak veriliyor.
 - d. Müzakere başarılı olmadığı takdirde, firmanın “call opsiyonu” yatırımcının “put opsiyonu” oluyor.
- ✓ Özetle, Brezilya’daki bono sözleşmeleri gelişmiş ülkelerde görülmeyen, hem bono yatırımcısı hem de bono ihraç eden şirketin karşılıklı olarak bir sürü opsiyonlarının olduğu bir kontratı temsil ediyor.

40

Sonuç

- ✓ Opsiyonlu finansal ürünlerin gelişmekte olan ülke sermaye piyasaları için yüksek potansiyelleri var gibi gözüktüğü için, bu tecrübenin Türkiye’de denenmesinin çok başarılı bir sonuç yaratabileceğine inanıyorum.

41

Türkiye Sermaye Piyasasının Temel Sorunlarına Çözüm Önerileri....

42

Sıhhatli Bir Borsa İçin Gerekenler

- ✓ Firmalar finansal raporlarını şeffaf olarak yatırımcılara yansıtmalıdır.
- ✓ Firmalar hissedarların haklarını tanıyıcı olgun corporate governance sistemleri oluşturmalarıdır.
- ✓ Sağlam bir yerli yatırımcı bizi oluşturulmalıdır. Yabancı yatırım ürkek bir sermayeyi temsil eder.
- ✓ Borsada işlem görmek şirketler için finansal ve kurumsal olarak çekici olmalıdır.
- ✓ Ekonominin makul bir tutarlılığı ve istikrarı olmalıdır.
- ✓ Kurumsal yatırımcı tabanı oluşturulmalıdır.
- ✓ Likidite problemleri olmamalıdır.
- ✓ Skandalları önleyici bir hukuki çerçeve olmalıdır .

43

Devlete Düşen Görevler

- ✓ Özelleştirme işlemlerini en kısa zamanda başlatmalıdır.
- ✓ Özelleştirme işlemlerini, Latin Amerika modelini temsil eden KİT'lerin tamamının yabancılara ya da yerli holding firmalarına satılması yerine, İngiliz modelini temsil eden kademeli olarak halka açılma biçiminde gerçekleştirmelidir.
- ✓ Özsermaye pazarının olgunlaşması için özsermayeyi teşvik edici politikalar uygulamalıdır.
- ✓ Gelişmiş ülkelerin bile çözüm bulmaya çalıştıkları emeklilik ve sosyal sigorta konularıyla ilgili demografik güçlüklerle karşı özel emeklilik fonlarını vergi yoluyla teşvik etmelidir.
- ✓ Yatırım fonlarına uygulanan geçici teşviklerini kalıcı hale dönüştürmelidir.
- ✓ Kamu finansman problemlerini çözerek, özel sektörün piyasalardan dışlanmasını engellemelidir.

44

İMKB'ye Düşen Görevler

- ✓ Sermaye Piyasasında hissedilen güven eksikliğini giderici çalışmalarda bulunmalıdır.
- ✓ Hem ihraç edecek şirketlere, hem de yatırımcılara hitap eden yeni finansal ürünler oluşturmalıdır.
- ✓ Sermaye Piyasalarının reel sektöre uzun vadeli finansman sağladığı konusunda yatırımcıları aydınlatıcı programlar düzenlemelidir.
- ✓ Halka açık şirket sayısının düşüklüğünü, sermaye piyasaları geliştirmekte olan ülkelere oranla bile niçin küçük olduğunu yanıtlayacak araştırmalar yapmalıdır/yaptırmalıdır.
- ✓ Kurumsal yatırımcı tabanını oluşturacak çalışmalar yapmalıdır.
- ✓ Piyasaları hem yerli, hem yabancı yatırımcılara güven verici hale getirmelidir.

45

Holding Şirketlerine Düşen Görevler

- ✓ Amerika’da başlayıp dünyaya yayılan conglomerate şirket formunun Türkiye’de hala yararlı olup olmadığı konusunda özeleştiride bulunmadılar.
- ✓ Yüksek finansman ihtiyaçları olduğu için, gelişmiş sermaye piyasalarının belki herkesten çok holding firmalarına fayda sağlayacağı konusunu dikkate almadılar.
- ✓ Odaklanmış şirketlerin performans seviyesinin daha yüksek olduğu hipotezini bu konuda yapılan araştırmalar çerçevesinde değerlendirmelidirler.
- ✓ “Conglomerate discount” gerçeğini kabul edip, holding şirketi parçalarının ayrı ayrı değerlerini yatırım bankacılarına buldurup, holdingin toplam değeri ile karşılaştırmadılar.
- ✓ Amerikan şirketlerinin 1980 ve 1990’larda yaşadıkları operasyonel ve finansal yapılanmaların sonuçlarını incelemeli ve aynı uygulamaları yapmayı düşünmelidirler.

46

Sonuç

- ✓ Görülen tüm veriler, yeni asrın “özsermaye kültürünün” hakim olacağı bir asır olacağını vurguluyor.
- ✓ Günün sonunda şu kaçınılmaz bir gerçek olarak ortaya çıkıyor:
Gelişmiş sermaye piyasalarının olmadığı bir ülke, gelişmiş bir ülke olamaz.

47

**REHA TANÖR**

Galatasaray Üniversitesi Öğretim Üyesi
Panel Yöneticisi

Değerli izleyiciler,

Reel sektörün finansmanında sermaye piyasasının rolü konulu paneli başlatıyorum. Finansal piyasalar teorisinin labirentlerinden sizi bir an için çıkartıp, basit gerçeğe getirmek istersem, sermaye piyasalarının iki temel işlevi olduğunu söylemem mümkündür.

Bir tanesi: kaynak bulmak, ikincisi kaynakları olanların bu kaynaklarını en iyi biçimde sunmaları. Sermaye piyasası bunlar için vardır. Değerli izleyiciler, evrenin nerede başlayıp nerede bittiğini bilmediğimiz uçsuz bucaksızlığında bize tanınmış bulunan çok küçük "zaman" en değerli, bulunması en kıymetli, korunması en zor kaynaktır. Zamanın bu değerinden hareketle ve toplantımızın da planlanandan biraz daha sarkmış olmasından dolayı ben protokol konuşması yapmayacağım. Sadece Sayın Başkana ve Birliğe böyle bir toplantı düzenledikleri için teşekkür ediyorum. Giriş konuşması da yapmayacağım. Konunun burada uzmanları var, uzmanları yeterince kapsamlı bir şekilde konuyu size, bize anlatacaklar. Değerli izleyiciler, sermaye piyasasında kaynak hareketleri bir üçgen tarafından gerçekleştirilir. Bu üçgenin bir tarafında kaynak isteyenler vardır, öteki tarafında kaynak sunanlar, sunmak isteyenler, ve bunları birleştiren de araçlar ve sermaye piyasası kurumları vardır. Şimdi ben önce basit anlatımla para ihtiyacında olup, para isteyen ve bu nedenle bu piyasalara gelmiş olanlardan başlamak istiyorum. Ve bu nedenle sözü yıllardır girişimlerini gıptayla izlediğimiz Sanko Holding'in Başkanı Abdülkadir Konukoğlu'na vermek istiyorum. Sayın Konukoğlu. Niçin buradasınız? Niye geldiniz, ne bekliyordunuz, ne buldunuz ve bundan sonra ne istiyorsunuz?

ANADOLU'DA SANAYİLEŞME HAMLELERİ VE SERMAYE PİYASASINDAN BEKLENTİLER



ABDÜLKADİR KONUKOĞLU

Sanko Holding A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı

Evela hepinizi Güneydoğu Anadolu Bölgesi adına selamlıyorum.

Sayın Başkan gibi ben de bu toplantıya beni de davet ettikleri için yöneticilere teşekkür ediyorum. Güneydoğu Anadolu Bölgesi sanayicisi olarak, ne buldum?

Konuşmalardan bir iki tane özel konu yakaladım.

Ben ewela, Anadolu sanayisinin nasıl hamle yaptığını, Gaziantep örneği ile anlatayım, ondan sonra da o yörelerin sizlerden ne beklediğine değineyim.

Bir kere Anadolu sanayisinin hamle yapmasında, bilhassa Gaziantep yöresine baktığımız zaman en dikkat çekici konu, devletin bu bölgeye yatırım yapmaması. Diyeceksiniz ki, herkes devlet şehrine yatırım yapsın diye uğraşır, siz böyle diyorsunuz. Ama bu bir gerçek. Biz Gaziantep'te dört kavim bir arada yaşamışız. Yahudiler, Hristiyanlar, Müslümanlar ve Ermeniler. Ama hiçbir zaman Gaziantep'e devlet, tek el ve demiryolu dışında bir yatırım getirmemiştir.

O yıllarda memlekette işsizlik olduğu için doğal olarak küçük el sanatlarıyla, herkes sanata yönelmiştir. Bu el sanatlarına zaman içinde dedelerimizin babaları başlamış. Babalarımız fabrikalara dönüştürdükten sonra bizim gibi bazı şirketler holdinge dönüşmüş. Bunun tek nedeni, iyice altını çizerek söylüyorum, devletin oraya yatırım yapmaması. Çünkü ,eğer devlet bir yatırım yapsaydı, dedem orada tahmin ediyorum el sanatını bırakıp, bir

memurluk, bir işçilik bekleyecekti. O zaman bugün Anadolu'da belirli holdingler meydana çıkmayacaktı. Çünkü ya okuyacak memur olacak, ya da sanayici olacak, sanatkar olacak, başka olanak yok. Toprak yok çiftçilik yapamaz, her tarafı dağ.

Sanko Holding olarak biraz kendimizden bahsedeyim. Reklam gibi olmasın ama biraz bahsedeyim, bir Anadolu sanayisinin nasıl nereye geldiğini?

1800 yıllarında dedemin babasının bir tezgahı varmış, sonra Yemen Harbine gitmiş, şehit düşmüş, Allah rahmet eylesin. Nenem iki tezgahla kalmış Antep Harbinde. Dedem o zamanlar 12-13 yaşında. Çalışmışlar didinmişler o zaman. Gaziantep'i bazı kavimler terk etmiş ve Antep'te büyük bir sanatla dokuma gelişmiş. Ben daha çok küçük çocuktum. Dedemin 70 tane el tezgahı vardı. Babam bunu 1950'lerden sonra dokuma motorlu tezgaha dönüştürdü. O zaman şehirde enerji yok, saat 7 dediği zaman, yani akşam saatinde enerji bulmanız mümkün değil. 2 kilovatlık bir dokuma tezgahını çalıştıramazdınız. 1950'lerden sonra zaman içerisinde fabrikalaştık ve şu anda şirketlerimizde 12 bin kişi çalışıyor. Biz Antep'i de aşık, Adıyaman, Bursa, İstanbul, İzmir, Çorlu ve Denizli'de.

Bunun birkaç nedeni var:

Bir, işi tamamen profesyonellere devretmedik.

Bakın bu çok önemli. Şimdi herkes diyor ki: niye profesyonelleşmiyorsunuz?

Biz tamamen profesyonelleşmiyoruz, yüzde 98'i profesyonel, yüzde 2 kısmında biz varız. Yani son yumruğu vuran aileden biri var. Tamamı profesyonelleştirdiğiniz zaman maalesef karar verme mekanizmasında insanlar sorumluluk yüklenmiyor, yüklenmediği zaman da o şirketler bir noktaya gelmiyor. Amerika'ya bakın: şu an büyük şirketlerde tekrar aile fertleri iş başına gelmeye başlıyor. Ama baktığınız zaman bütün yönetim kurullarımız, bütün genel müdürlerimiz profesyonel. Ama son karar noktalarında aileden biri oturuyor .

Herkes krizde küçüldü, biz 9.500-10 bin işçiden 12 bine çıktık.

Bunun iki nedeni vardı: Bizim Sanko Grubunun sizleri de ilgilendiren esas özelliklerinden bir tanesi, hiçbir zaman aşırı borçlanmadı. Daima akçesini yedek tuttu. Dedemin ve babamın bir lafı vardır. Dedem eskiden şunu derdi; eğer yüz liran varsa otuzuna tesis al, otuzu müşterinde dursun, otuzuyla da hammadde alacak durumda ol. Sıkıştığın zaman hammaddeyi her zaman satarsın, çünkü pamuk beyaz altındır, borcunu ödersin kapatırsın.

Babam bunu biraz değiştirdi yüzde 50-50'ye çıktı, yani eğer yüz lira nakidiniz varsa , bunun 50 lirasını yatırım yapıyorsunuz, ama 50 lira gene her an işletme sermayeniz. O yüzden de

biz bütün krizlerde büyüdük.

İkincisi yurdumuzu terk etmedik. Yani hem Türkiye'yi terk etmedik, hem de Gaziantep'i terk etmedik. Güneydoğu Anadolu'da bazı arkadaşlara ben kızıyorum. Bazı sanayici arkadaşlar haklılar ama onlara da zaman zaman kızdığım oluyor. Parayı kazanan İstanbul'a geldi, parayı kazananın bir kısmı şimdi yurtdışına çıktı. Bence herkes kendi memleketine yatırım yapsaydı, ne İstanbul bugün bu rezilliği çekerdi, ne de büyük şehirler. Çünkü herkes yerinde kalacaktı.

Şunu iyi bilmek lazım: Hiçbir kimse arkadaşından, ailesinden, akrabasından ayrıлып da şehri terk edip, buralara iş bulmaya gelmez. Bunun bir nedeni de bizleriz. Yani iyi zamanda bazı arkadaşlar parayı kazandığında büyük şehirlere gitmeyi tercih etti. Biz bunları da yapmadık, büyüdük. Memleketimiz için elimizden gelen her şeyi yaptık. Bizim bir hedefimiz var ve bu Sanko'nun da geleneksel hedefidir: Dünya'da Türkiye'm, Türkiye'de Gaziantep'im. Yani evvela yatırımın varsa Gaziantep'e yapacaksın. Gaziantep'te imkanın yoksa komşu şehre yapacaksın, orda da yoksa Türkiye'nin başka şehrine yapacaksın. Ama yurtdışına mümkün olduğu kadar çıkmayacaksın. Neden? Çünkü bu bir ekonomik savaş. Bir savaş olduğu zaman, (inşallah Irak'ta böyle bir şey olmaz) herkes savaşa gitmek zorunda. Savaşa gidiyorsun, canını veriyorsun yurdun için, o zaman malını mülkünü niye vermiyorsun? Bu felsefeyle büyüdük biz. Onun için de o memleketin hastanesinden tutun, okulundan tutun her şeyine koşuyoruz.

Başkan müsaade ederse ondan da biraz bahsedeyim, bilginiz olması için;

Anadolu'daki sanayicinin ne anlama geldiğini göstermek bakımından faydalı olacaktır.

Bir vakıf kurduk, şu anda 30 milyon dolar harcadığımız bir hastanemiz var, o bölgeye tamamen maliyetine hizmet veriyor.

Herkes dedi ki, siz orada, o hastaneyi çalıştıramazsınız.

Neden çalıştıramayız?

Aynı lafı biz geçmişte de duymuştuk.

"Gazintep'te siz bu elektronik makineleri de çalıştıramazsınız" demişlerdi, 70'li yıllarda. Ama burada çalışan işçi de, doğudan gelen işçi değil mi? Hep oradan gelen insanlar. Yeter ki siz öğretin. Öğrettiğiniz zaman insanoğlunun başaramayacağı hiçbir şey yok.

Ve biz nasıl tekstili başardıysak hastaneyi de başardık. İşimiz değildi, biz tekstilciyiz. Mühim olan işi bilmek değil, iş bilmek önemli, iş bileni bulursunuz, profesyonel arkadaşlar,

oturtursunuz, yönetirsiniz. O belirli noktaya gelir. Şu anda günde 5 tane by-pass ameliyatı yapıyoruz. 85 tane anjiyo yapıyor, her türlü teçhizat var. Tamamı vakfımıza ait.

Daha başka neler yapıyoruz, binlerce talebe okutuyoruz. Belki size garip gelir ama, biz tüm varlığımızın % 2,5' ini hayır diye dağıtırız her sene. 27 bin kişiye gıda yardımı yapıyoruz, senede iki sefer Gaziantep, Adıyaman gibi bulunduğumuz bölgelere.

Ama buna karşılık doğru dürüst tatil de yapmıyoruz. Çok çalışıyoruz ancak bu noktalara gelebildik.

Eğitime çok önem verdik. 17 tane okul yaptırdık. Gaziantep ve çevre bölgelerde üniversitelerin bazı bölümleri de dahil olmak üzere yapıp hediye ettik devlete. Kaliteyi yükseltmek için bir tane özel ilköğretim okulu ve özel lise açtık, bu sene.

Hastanemizle o bölgenin hayatını kurtardık. Bugün yine bir arkadaşım kalp krizi geçirdi. Gaziantep Ticaret Odası Başkanı Mehmet Aslan. Öğlen aradılar, inanın harcadığımız parayı hiçbir zaman düşünmedim, ve iyi ki yaptırmışız. Binlerce kişinin hayatını kurtardık.

Şimdi Anadolu insanı, yatırımlarını mümkün olduğu kadar kendi memleketi ve Türkiye'de yaparsa, Türkiye'de para da var, yatırımcı da var, insan da var.

Ama zaman içerisinde bunları iyice toparlamamız lazım.

Ne bekliyor Güneydoğu sizlerden?

Beklediği şey şu:

Güven bekliyor.

Bakin şu anda hükümet, yeni hükümet çok güzel bir güvenle geldi, ortada bir güven oluştu. Sanki Türkiye'ye görünmez bir el geldi, her şeyi topladı.

Ne değişti? Hiçbir şey.

Ama güven geldi.

Bu güvenle de insanlara iş hacmi ve bir heyecan geldi.

Bundan önce herkes de bir bıkkınlık başlamıştı.

Şimdi ben kumar demeyeceğim, ama herkes bu hisse senetlerini oyun sayıyor, yatırım saymıyor. Ben çok arkadaşlarla konuşuyorum Güneydoğu'da.

Bizde adettir, düğünlerde para atılır. Adam büyük miktarda borç yapar ama düğüne hediye

götürür. Ben gerçi kendi çocuğumda bunları yasakladım, düşünümde yaptırmadım ama yaygın davranış budur.

Şimdi ben şöyle bir şey düşünüyorum. Güneydoğu Anadolu bölgesinde küçük sanayici, büyük sanayici henüz halka açılmanın bilinci içerisinde değil. Bununla ilgili olarak bir iki kez Gaziantep'te toplantı yaptı arkadaşlar sağ olsunlar ama yeterli değil. Yani oradaki insanlar halka açılmayı tam bilmiyor, bunları iyi bir anlatmamız lazım. Evvela hisse senedini halka bir sevdirmemiz lazım.

Bunun için ne lazım? Benim kendi şahsi düşüncelerim; hem sanayiciyi yönlendireceğiz, hem oradaki büyük miktardaki yastık altındaki takıları ortaya çıkartacağız. Hem memleket için iyi, hem sizler için iyi, hem de milletin alışması için çok iyi. Bakın size küçük bir hikaye anlatacağım, ki dedemizden de onu görmüştük, babamızdan da, ben de zaman zaman onu uyguluyorum.

Benim bütün torunlarım ve yeğenlerim bana ortak. Ben onların bayram paralarını toplar, onlara pamuk alırım. Onlar beni her görmelerinde sorarlar: Amca İzmir pamuğu kaç paraya çıktı, veya Çukurova pamuğu kaç para? Diyarbakır pamuğu mu alalım, İzmir mi? Ara sıra kağıt üzerinde alır satarım onlarla. Maksat onları işe alıştırmak. Pamuğu sevdirmek. Şimdi belki sizlere komik gelecek ama, neden biz bu tahvilleri düşün hediyesi olarak doğum günlerinde evlenme günlerinde, sevgili buluşmalarında hediye olarak vermiyoruz. İnanın, bunları herkes hediye olarak götürüp verse, kimse satmaz onları kolay kolay. Onlar için bir hatıradır o. Evlilik gününde amcam bana şunu getirmiş, dayım şunu takmış, o hisseyi alır satmaz, altın saklayacağına bunları saklasın. Neden olmasın?

Gerçi biraz önce bazı arkadaşlar dedi ki: zaten biz kaldırmak istiyoruz.

Bence yanlış. Niye?

Türk milleti dokunmak ister?

Biz o kadar katalog çıkartıyoruz, adam gene de kumaş parçası istiyor? Niye? Adam eline alacak, onu hissedecek. Bizde böyle. Tamamen elektroniğe dönerseniz dönün yine adam ara sıra bu doğru mudur diye çekip yana yatıracaktır. Bu böyledir.

Bence reklamlarla veya dizilerde gizli reklam yoluyla bu yapılabilir. Bu kadar dizi var, o dizilerin içerisinde çocuk da doğuyor, evlenen de oluyor, sevgilisiyle buluşan da oluyor. Nişanlanan da oluyor bugünlerde. Adam güzel bir kurdeleyle alıp bankadan, onu götürüp hediye etse, 10 lot, 5 lot, 20 lot, neyse, yani miktarı bütçeye göre, böyle bir hediye etse, ne olur?

Bakın şu anda 50 milyar dolar civarında altın ve mücevherat var. Bunun yirmi beşi sermaye piyasasına gitse sermaye piyasasını hoplatır.

İkincisi benim ve bazı insanların düşündüğü şey şu:

Niye bir şirket ilk kez hissesini piyasaya çıkardığı zaman, halka arz ettiği zaman bunun garantisi olmaz. Neden olmaz? Bir yıl bunun garantisi olması lazım.

Diyelim ki bir lotu 100 liraya aldınız, ben bir sene sonra da geldiğimde 100 lirayı verip bu bir lotu almam lazım. Şimdi diyeceksiniz ki efendim bu parayı alan adam fabrika kurdu, zaten ana amacı reel sektöre bu paranın dönmesi. Doğrudur. Ama buradan bu iş siz aracı kurumlara düşecek. Bunun hepsi de değişmez ya.

Aracı kurum diyecek ki, ben sana bu verdiğim parayı bir yıl garanti ederim ama birinci elde garanti ederim. Ben Abdülkadir Konukoğlu olarak diyelim ki; Sabancı Holding'ten ya da Koç Holding'ten, ya da A firmasından 10 lot aldım mı 100 liraya, ben ancak onu geri götürürsem onu bana 100 liraya bozarsınız. Ama başkasına satmışsam bitmiştir olay. Birinci el, önemli olan birinci el.

Belki hocalarım çok güzel konuştular, arkadaşlarım çok güzel konuştular ama biz Anadolu diliyle konuşalım biraz. Halk diliyle konuşalım, her gün içindeyiz. Ben aynı zamanda Gaziantep Meclis Başkanayım, İhracatçılar Birliği Başkanlığım var, İş Adamları Derneği Başkanlığım var. Sendika Başkanlığım var, biz halkın içindeyiz, bunları görüyoruz, hissediyoruz. Bence bir garanti olması lazım.

Hukuka aykırı, niye aykırı? Hukuku yapan da bizleriz. Bunu düzenleyelim. Ben o zaman fazla zamanınızı almayayım, bizim Güneydoğu Anadolu olarak beklediğimiz; sizlerin bize biraz daha eğitim vermeniz, sık sık toplantı yapılması, bizler Gaziantep sanayicisi olarak her zaman yanınızdayız.

Bu hediye konusunu lütfen biraz gözden geçirin, bir çare bulun. Zamanımı biraz aştım galiba. Beni sabırla dinlediğiniz için teşekkür ederim.

SERMAYE PİYASASININ REEL SEKTÖRE SAĞLADIĞI OLANAKLAR



TOKER ALBAN

Eczacıbaşı Holding A.Ş.
Planlama ve Finansman Koordinatörü

Değerli konuklar,

Öncelikle böyle seçkin bir ortamda, özellikle son on yılda üzerinde oldukça tartışılmaya başlanan bir konuyla karşınıza çıkma olanağını sağladığı için Aracı Kurumlar Birliği'ne teşekkür etmek istiyorum.

Konuya girmeden önce ilk olarak KOTEDER'den bahsetmek istiyorum.

Daha sonra Sermaye piyasaları ile kurumsal finansman ilişkisine değineceğim. Bunu takiben de sermaye piyasalarının reel sektöre sağladığı olanakları daha çok Türkiye bakış açısı ile değerlendirmeye çalışacağım.

Sunumumun sonuna doğru finansmanın evrimine baktıktan sonra son söz ile sunumumu tamamlayacağım.

KOTEDER açık ifadesi ile Borsaya Kote Ortaklık Yöneticileri Derneği çok kısa süre önce kurulmuş yeni bir sivil toplum örgütüdür.

Amacı; ülke kalkınmasında itici gücün özel girişime dayalı halka açık anonim ortaklıklar olduğu fikrinin savunulması, halka açılmaların özendirilmesi suretiyle sermayenin tabana yayılmasının hızlandırılması yönünde gönüllü çalışmalar yapmaktır.

Yakın örnekleri İsrail ve Yunanistan'da olan bu kuruluşun Türkiye'de sermaye piyasasının

gelişmesine önemli katkılarda bulunacağına ve yakın gelecekte ciddi bir temsil gücüne ulaşacağına inanıyorum.

Konumuza döndüğümüzde, Kurumsal finansman veya daha basit ifadesiyle Kuruluşların ve en geniş anlamıyla ekonomilerin tümünün finansal ihtiyaçlarının büyüme olgusu ile ilgili olduğu kabul edilir. Modern bir ekonomide ekonomik büyüme, etkili bir finans sektörünün yurtiçi kaynakları ve yabancı sermayeyi verimli yatırımlara kanalize edebilmesine bağlıdır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında sıkı bir ilişki kurulması son 10 yılın ilgi alanına girmiştir. Daha önceleri ekonomik büyüme hep teknolojik gelişme ile ilişkilendirilmiştir. Son yıllarda yapılan araştırmalar teknolojik gelişme olmadan da kendine yeterli bir büyümenin sağlanabileceğini göstermiştir.

Kuruluşlar açısından baktığımızda, finansman ihtiyaçlarının karşılanabileceği iki kaynak ile karşılaşırız. Bunlar;

Bankacılık sektörü ve Sermaye piyasalarıdır.

Son 10-15 yılda modern ekonomilerde en iyi finansman kaynağı nedir tartışması giderek yaygınlaşmıştır. Cevabı araştırılan en önemli soru ekonomilerin geneli için şirketlerin özsermaye ve borçları için sermaye piyasalarını mı yoksa bankaları mı kullanmaları daha iyidir sorusudur. Bu tartışma kuşkusuz sadece Japon / Alman modeli mi yoksa Amerikan/İngiliz modeli mi iyidir tartışmasının ötesinde, gelişmekte olan ekonomilerin kendi gelecekleri yönünden yapacakları tercih açısından da çok önemlidir.

Diğer bir tartışma konusu ise finansmanın tipidir. Özsermaye ağırlıklı finansmanın mı yoksa borç ağırlıklı finansmanın mı hem ekonomi hem de firmalar için daha iyi olacağı, modern finans teorisinde cevabı aranan sorulardan bir tanesidir.

Modigliani ve Miller borç mu, özsermaye mi tartışmasında ilk ciddi analizleri gerçekleştirmişlerdir. 1958 yılında başladıkları yolculuklarında Modigliani-Miller I tezinine göre belli varsayımlar altında firma değerleri sermaye yapısından bağımsızdır. Firmanın değerini gelecekteki kazançları belirler, diğer bir deyişle reel değişkenler tarafından belirlenir. II ve III numaralı yaklaşımlar da firmanın değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğuna işaret eder. Bu teoriler geliştirilirken, daha önce de belirttiğim gibi, belli varsayımlar altında geliştirilirler ve vergi ve işlem maliyetlerinin olmaması da bu varsayımlardandır. Halbuki vergiler gerçek hayatta vardır ve finansal kararlarda önemli rol oynamaktadırlar. Modigliani - Miller da 1963 yılında 4. Yaklaşım olarak adlandırabileceğimiz bir makale ile vergileri işin içine katmışlardır. Buna göre firmanın değeri sermaye yapısından bağımsız değildir. Faiz giderlerini vergi matrahından düşmek

mümkündür. Bu da borçla finansmanın, özsermaye ile finansmana göre daha avantajlı olduğunu göstermektedir. Hele işin teorisine bakarsanız, sermayeden elde edilen karların vergi sonrası borçların maliyetinden yüksek olduğu sürece kaldıraç (leverage), ne kadar büyürse EPS (hisse başına gelir) ve ROE (özsermaye üzerinden karlılık) o kadar yükselir. Bu yaklaşım mümkünse sermaye yapısını %100 borca doğru itmektedir. Buna karşılık elde edilecek karlılıklar ise kabul edilebilir olmaktan uzaklaşacaktır. Çünkü büyüyen kaldıraç aynı zamanda artan risk de demektir. Görüldüğü gibi burada her firma için tanımlanabilecek bir optimal sermaye yapısı yoktur. Her firmanın optimal sermaye yapısı kendi içinde bulunduğu şartlara göre belirlenmelidir. Sermaye yapısı vergilere (piyasa bozuklukları), mali sorunlara (iflaslar), bilgi akışındaki bozukluklara ve borç verenlerle hissedarlar arasındaki menfaat ayrılığına da dayanır. Borç özsermaye tartışmasında kolay cevap olmadığını gördükten sonra, banka finansmanı mı yoksa sermaye piyasalarına dayalı finansman mı sorusuna geldiğimizde, son dönemde genelde sermaye piyasalarının, özelde hisse senedi piyasalarının yararlarını gösteren ampirik çalışmaların sayısının arttığını görüyoruz.

- 1998 tarihli 47 ülkeyi kapsayan bir çalışma ekonomik büyüme ile menkul kıymet borsalarının büyüklüğü ve likiditesi arasında doğrudan bir korelasyon olduğunu göstermiştir.

- Ayrıca banka dışı finansal araçların büyümesi ve öneminin artmasıyla ekonomilerin büyümesi arasında sıkı ilişkiler çıkmaktadır.

- Bu çalışmaların sonucunda da Dünya Bankası'nın bir kuruluşu olan IFC, gelişmekte olan ekonomilerde menkul kıymet borsalarını teşvik edici politikalar uygulamaya başlamıştır.

Sermaye Piyasalarına özellikle ülkemiz eksenli baktığımızda da bu piyasanın reel sektör açısından ne kadar önemli olduğunu daha somut olarak görebilmekteyiz. Ana başlıklar halinde gidersek, ilk olarak;

Ekonomiye Kaynak Yaratma İşlevini görürüz. *Piyasa ekonomisinin hakim olduğu bir ortamda ekonomideki tasarruf seviyesinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması için etkin bir piyasanın olması gereklidir.*

Bütçe açığını borçlanmak suretiyle karşılamak isteyen devletin, kısa veya uzun vadeli borç senedi çıkararak borçlanmak isteyen özel sektörün veya hisse senedi çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan sınai şirketlerin bu piyasadan yararlanması, ve ***bu şekilde sınırlı kaynakların ekonomik verimliliğe yönelmesi mümkün olabilmektedir.***

Bankalardaki ortalama mevduat vadesinin üç ayın altında olduğu bir ortamda, şirketlerin uzun vadeli araçlar ihraç etmek suretiyle kaynak sağlamaları oldukça güçtür. ***Bu durum uzun vadeli borçlanmanın maliyetinin olması gerekenden daha yüksek seviyeye çıkmasına yol açmaktadır. Şirketler, birincil ve ikincil halka arzlar aracılığıyla kaynak temin etme yoluna gittiklerinde ise vade sorunu ortadan kalkmaktadır. Ekonomik çalkantıların kısa aralıklarla yaşandığı ülkemizde, borçluluk oranı yüksek olan işletmeler sıklıkla finansal darboğazlarla karşı karşıya kalabilmektedir. Bu bakımdan, her ne kadar sermayenin maliyeti teorik olarak borçlanma maliyetinin üzerinde olsa da, halka arzların işletmeler açısından daha güvenli bir kaynak yaratma şekli olduğu açıktır.***

Şirketler, sermaye artırmı ve ikincil arza ek olarak, halka açıldıktan ve hisse senetleri Borsa'da işlem görmeye başladıktan sonra da, hisse senetlerini teminat göstererek kredi kullanabilme ve borç senedi ihraç edebilme imkanlarından yararlanabilmektedirler. Fakat devletin yüksek reel faizlerle borçlanması, özel sektörün geçmişte çok tanık olduğumuz finansman bonoları çıkarmasını engellemektedir. Ancak, ***enflasyon ve reel faizlerin düşmesi halinde, şirketlerin tekrar finansman bonusu ihraç etmeye, yatırımcıların ise bu enstrümanlara yatırım yapmaya başlayacağını göreceğiz.***

İkinci olanak olarak sermaye mülkiyetini geniş bir tabana yayma işlevini görüyoruz. ***Borsalar, halka açılmayı ve bu yolla sermayenin tabana yayılmasını teşvik eder. Etkin piyasalarda çok sayıda yatırımcıya küçük miktarlarda satış yapılarak sermayenin tabana yayılması mümkün olabilmekte ve böylelikle küçük tasarruflar büyük teşebbüslere ortak olabilmektedir.***

Üçüncü olarak likidite yaratarak talebi artırma gelmektedir. Borsalar, daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetler için sürekli bir pazar oluşmasını sağlar. ***Menkul kıymetleri her an almak veya satmak mümkün olabileceğinden, menkul kıymetin pazarlanabilirliği, yani likiditesi sağlanmış olur.*** Bu ortamda ***mali varlıklar yatırımcılar arasında kolaylıkla ve en düşük maliyetle el değiştirir.***

Diğer yandan, ***ihraçtan veya ikincil piyasadan menkul kıymet satın alan bir kimse, bunları elinden çıkarmak konusunda güçlük çekerse bir daha menkul kıymet satın almak istemeyecektir. Netice itibarıyla, likiditenin yüksek olması tasarruf sahiplerinin talebinin artmasına neden olmakta, böylelikle finansman ihtiyacı içerisinde olan teşebbüslerin kaynak maliyetlerinin de ucuzlamasını sağlamaktadır.***

Dördüncü işlev olarak ekonominin göstergesi olma işlevini görüyoruz. Borsalarda hergün yüzlerce hisse senedi ve tahvil işlem görmekte ve bunların fiyatları anlık olarak yayımlanmaktadır. Böylece bu tür **menkul değerleri çıkarmış bulunan kuruluşlar, sürekli bir sınav ve değerlendirmeye tabi tutulmuş olurlar. Borsada menkul değerlerin fiyatını etkileyen asıl faktör bunları ihraç eden şirketlerin mali bünyeleri, başarıları ve kârlılık durumlarıdır. Eğer şirket başarılı ise hisse senetleri için talep arttığı gibi fiyatı da yükselir. Böylece borsada oluşan fiyatlar, tasarruf sahipleri, yatırımcılar, şirket yöneticileri ve iktisatçılar için çok yararlı bir gösterge olmaktadır. Borsada kote edilen hisse senetlerine göre düzenlenen menkul değer fiyat endeksleri, ülkenin genel ekonomik gidişatı hakkında toplu fikir veren ve gelecek hakkında önceden tahminler yapmaya yarayan veri niteliğindedir. Enflasyonun, yatırımların, gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin, örneğin savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık gibi durumların ekonomideki etkilerinin en iyi izlenebildiği yerlerden biri borsalardır.**

Beşinci işlev olarak Kurumsallaşma İşlevi sayılabilir. **Bilindiği üzere ülkemizde faaliyette bulunan şirketlerin karakteristik özelliği, aile şirketi hüviyetine sahip olmalarıdır.** Bu durum şirketin ömrünün genel olarak kurucusu olan ya da yönetimde söz sahibi olan aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı olmasını beraberinde getirebilmektedir. Şirketlerin hisse senetlerini halka arz etmeleri ve menkul kıymet borsalarında işlem görmeye başlamaları SPK ve İMKB'nin incelemelerini içeren bir süreç dahilinde gerçekleşmektedir. Ayrıca, şirketler işlem görmeye başlamalarından sonra mali tablolarını belirli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşlarına denettirtmekte, ortaklarını ve kamuyu düzenli olarak bilgilendirmekte, SPK ve İMKB'nin sürekli denetimine tabi olmaktadır. Bu çerçevede **halka açılmak ve hisse senetlerinin menkul kıymet borsasında işlem görmesini sağlamak ile şirketler, sermaye piyasasının denetim mekanizmaları sayesinde şeffaflık, hesap verme, etik değerlere uyum gibi unsurlar içeren kurumsallaşma süreçlerini hızlandırmakta ve modern yönetim tekniklerine daha kısa sürede kavuşabilmektedirler.**

Yurtiçi ve Yurtdışı Yaygın Tanıtım İşlevi de önemli işlevlerden biridir. **Hisse senetleri Bors'a'da işlem gören şirketler hakkındaki çeşitli bilgiler, Bors'a'nın şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevi çerçevesinde yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılara veri yayın kuruluşları, basın ve yayın kuruluşları ile diğer görsel yayın kuruluşları vasıtası ile sürekli olarak ulaştırılmaktadır.** Bu bilgi dağıtımı şirketlerin ve şirket ürünlerinin hem yurtiçinde hem de yurtdışında tanınmalarına yardımcı olmaktadır. **Yaygın**

tanınmanın sağladığı avantaj çerçevesinde gerek yurt içi ve gerekse yurtdışında yerleşik olan ve aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlerle işbirliğine gidebilme, ortak girişim oluşturma ve benzeri konularda çalışmaların yapılabilmesi imkânı doğmaktadır.

Yedinci olarak Sanayide Yapısal Değişikliği Kolaylaştırma İşlevini gösterebiliriz. Şirketlerin gelişme trendleri, Borsa'daki hisse senedi fiyatlarına yansır. Bir şirketin kaynaklarını etkin olarak kullanamaması ve mali bakımından zayıflaması halinde borsadaki değeri de düşer. Bu durumda, aynı alanda çalışan diğer sermaye grupları bu şirketin hisselerini toplayarak yönetimi ele geçirebilir ve kaynakların daha verimli olarak kullanılmasını sağlayabilir. ***Birleşme veya ele geçirme şeklinde adlandırılan bu işlemlerde borsaların sağladığı kolaylıklar büyüktür. "Takeover bid" şeklinde isimlendirilen işlemler sonucu, durumu zayıflayan şirketlerin hisse senetlerinin, ortaklarına "çağrı" yapılmak suretiyle toplanması mali çöküntüyü önlenmekte ve böylelikle tasarruf sahiplerinin zararları azalmaktadır.*** Bu tür operasyonlar, borsanın düzenleyici rolü ve gözetimi olmadan gerçekleşemez. Bu işlevin Türkiye'de de yaygın olarak uygulanabilmesi için, borsadan şirketin yönetimini ele geçirecek kadar hisse senedi alabilmek mümkün olmalıdır. Oysa ülkemizde, borsada ortalama halka açıklık oranı %25 civarındadır. Bu sebeple, halka açıklık oranlarının artırılması ve %50'nin üzerine çıkarılması için teşvik mekanizmalarının getirilmesi faydalı olacaktır.

Son olarak vergi avantajı sayılabilir. ***Ağustos 1999 tarih ve 99/13230 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile nakit kâr paylarından yapılan Gelir Vergisi tevkifatı oranı "halka açık anonim şirketler" için %5 "diğerleri" için ise %15 olarak belirlenmiştir. Bir başka deyişle, nakit olarak yapılan temettü ödemelerinde halka açık şirketler vergisel bir avantaja sahiptir.*** Ayrıca halka açık şirketler, diğerlerinden farklı olarak, birinci temettüyü dağıtıp dağıtmama konusunda serbestliğe sahiptirler.

Sonuç olarak, sermaye piyasasının gelişmesi ve derinleşmesi, reel sektörün uzun vadeli kaynak ihtiyacına cevap verecek, kurumsallaşmasını tesis edecek, ve nihayetle kaynakların ekonomide daha verimli dağılmasını sağlayacaktır.

Beni dinlediğiniz için teşekkür ederim.

Sermaye Piyasasının Reel Sektöre Sağladığı Olanaklar

Toker ALBAN
Koteder Kurucu Üyesi
Eczacıbaşı Holding A.Ş.
Planlama ve Finansman Koordinatörü

İçerik

- **Borsaya Kote Ortaklık Yöneticileri Derneği**
- **Sermaye Piyasası ve Kurumsal Finansman**
- **Sermaye Piyasasının Reel Sektöre Sağladığı Olanaklar (Türkiye Perspektifi)**
- **Finansmanın Evrimi**
- **Son Söz**

2

Sermaye Piyasası ve Kurumsal Finansman

- Hem ekonomide hem de firmalarda büyüme için finansmana ihtiyaç vardır.
- Etkin çalışan finans sektörü, hem kaynak yaratmada hem de kaynakların verimli yatırımlara kanalize edilmesinde önemli rol oynar.
- Sonuç olarak; finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasında sıkı bir ilişki vardır.

3

Sermaye Piyasası ve Kurumsal Finansman

- ***Finansman Kaynakları***

- Bankacılık Sektörü
- Sermaye Piyasaları

- ***Finansman Tipi***

- Borç
- Özsermaye

4

Sermaye Piyasası ve Kurumsal Finansman

- ***Modigliani - Miller (MM Yaklaşımları)***

- MM Yaklaşımı I - II - III
- MM Yaklaşımı IV (1963)

- ***Optimal Sermaye Yapısı***

- Vergisel avantajlar
- Finansal risk
- Mali Sorunlar

- ***Dünyada Sermaye Piyasalarının Etkinliği Artıyor.***

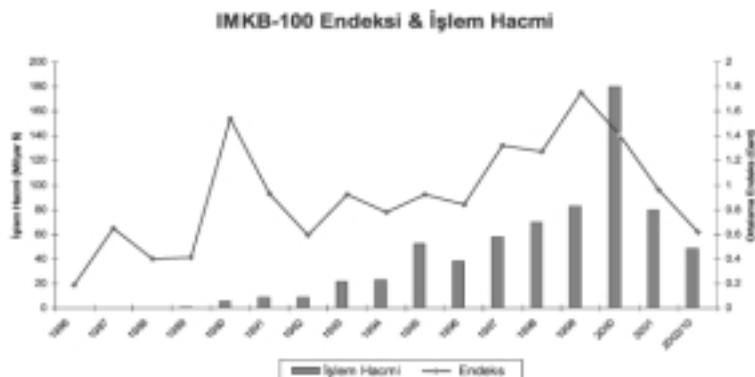
5

Sermaye Piyasasının Reel Sektöre Sağladığı Olanaklar (Türkiye Perspektifi)



6

Sermaye Piyasasının Reel Sektöre Sağladığı Olanaklar (Türkiye Perspektifi)



7

Sermaye Piyasasının Reel Sektöre Sağladığı Olanaklar (Türkiye Perspektifi)

- *Ekonomiye Kaynak Yaratma İşlevi*
- *Sermaye Mülkiyetini Geniş Bir Tabana Yayma İşlevi*
- *Likidite Yaratarak Talebi Artırma İşlevi*
- *Ekonominin Göstergesi Olma İşlevi*
- *Kurumsallaşma İşlevi*
- *Yurtiçi ve Yurtdışı Yaygın Tanıtım İşlevi*
- *Sanayide Yapısal Değişikliği Kolaylaştırma İşlevi*
- *Vergi Avantajı*

8

Finansmanın Evrimi

- *Bankacılığa Dayalı Finansman*
- *Sermaye Piyasasının Gelişmesi*
- *Hem borç hem de sermaye özellikleri taşıyan sofistike finansal ürünler*
- *Banka finansmanına dayalı ekonomilerin yara alması*
- *Yatırım Bankacılığının öneminin artması*

9

Son Söz

Sermaye piyasasının gelişmesi ve derinleşmesi, reel sektörün uzun vadeli kaynak ihtiyacına cevap verecek, kurumsallaşmasını tesis edecek ve kaynakların ekonomide daha verimli alanlara kaymasını sağlayacaktır.

REEL SEKTÖRÜN ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARINDAN KAYNAK SAĞLAMA OLANAKLARI



GONCA ARTUNKAL

Schroder Salomon Smith Barney
Türkiye Masası Direktörü

Tabii böylesine nitelikli bir kitle bulunca, bir bankacı olarak reklam yapma fırsatını izninizle hemen kullanmak istiyorum. Ben hisse senedi piyasalarında halka arzlarda kurumumuzun ve diğer kurumların da son 10 yıllık meblağlarını göstermek istedim (Slayt-2). Aynı şekilde tahvil piyasalarında da gördüğümüz gibi yine öncelikle konumdayız. En son olarak sağdaki grafik hisse senedi alım satım piyasasındaki pazar paylarını gösteriyor.

Aşağıda bazı ödüllerden bahsetmek isterim (Slayt-2). Mesela 2000 Ocak ayında yaptığımız 30 yıllık devlet için yapılan bir global bono ihracı 2000 yılında yine yaptığımız 1.2 milyar dolarlık Tüpraş'ın halka arzı. Şimdi bu grafikte son 10 yılda Türkiye'den çıkan hisse senedi arzlarını grafikledik (Slayt-3). Bu meblağlar da çok çıkıyor, iniyor. Bu da bizim siyasi ekonomik hayatımızda yaşadığımız dalgalanmayı yansıtıyor tabii ki. Ama genel bir 10 yıla bakacak olursak, Türk şirketleri son 10 yılda hisse senedi arzları usulüyle 6,3 milyar dolar kaynak sağlamışlar, bununda 72' sini uluslararası yatırımcılardan elde etmişler. Uluslararası yatırımcıların geçmişte daha yüksekti katılım payı, ama 2000 yılına baktığımızda görüyoruz ki, Türkiye'de de işler iyi gidince reel faiz oranları düşünce Türkiye'den de çok iyi talep yakalandı. Biraz da diğer bölgemizdeki gelişmekte olan piyasalarla kıyaslayacak olursak Türkiye'yi (Slayt-4 ve 5). Şimdi ne de olsa hepimiz karamsar bir durumdayız. Son 1-2 yıldır çok fazla işlem görmedik. O çerçevede hani kötü olduğumuzu da düşünebiliriz. Ama aslında rakamları üst üste koyunca G. Afrika'dan sonra en çok hisse senedi arzının

Türkiye'de gerçekleştiğini görüyoruz. Bizden sonra da Polonya geliyor. Polonya'nın hem ekonomisinin büyüklüğü hem de özelleştirme programının başarısı da buna neden. Son zamanlarda Rusya'dan bayağı bir halka arz görmeye başladık. Fakat Rusya'da çok uzun zamanlar kapalı kalmış bu piyasalar bir yer şimdide bu halka arzların daha ziyade petrol ve telekom şirketlerinin kısıtlı olduğunu görüyoruz.

Bir de diğer konuşmacıların değindiği bir husus var ki Türkiye de maalesef özelleştirme programı beklenen lokomotif görevini henüz yerine getiremedi. Diğer memleketlere baktığımız zaman Orta ve Doğu Avrupa da şimdiye değin, son 10 yılda yapılmış % 68'inin özelleştirme programından kaynaklandığını görüyoruz (Slayt-4). Bizim ülkemizde ise bu 3/1 oranında kalmış. Şimdi diğer piyasalarla tekrar bir kıyaslama yapmak istiyorum bizim hisse senedi piyasamızı, Slayt-5' te halka açıklık oranını ve toplam piyasa kapitalizasyonunu ve piyasa değerinin GSMH'ya bölümünü gösterdik. Burada maalesef işler çok iyi gözüküyor. Çünkü en düşük halka açıklık oranı bizde ve aynı zamanda da piyasa değeri ve GSMH oranına baktığımız zaman da ikinci düşüğüz. Bu da endekslere yansıyor. Endeksler niçin önemli, çünkü endeksleri takip eden fonlar Türkiye'nin endekslerdeki ağırlığına göre para ayırıyorlar Türkiye'ye. Slayt-5' teki yuvarlak grafiğe baktığımız zaman Türkiye'nin sadece MSCI endeksinde bu bölgeye ayrılan paranın yüzde 5,3'ünü aldığını görüyoruz. Halbuki Macaristan'a bakın 5,4. Tabii ki ekonominin büyüklükleri arasında müthiş bir fark var. Bizde endekse giren 32 hisse var. Macaristan'dan endekse giren 6 tane hisse var. Fakat birincisi halka açıklık oranımız yüksek değil, ikincisi likiditemiz yok maalesef yeterince yansıyamıyoruz. Tahvil piyasalarına gelince, Türkiye son 10 yılda Türkiye her sene yatırımcılara ulaşmayı başarabilmiş (Slayt-6). Fakat daha öncede bahsedildiği gibi burada da müthiş bir crowding out etkisi görüyoruz. Bütün bu borçlanmanın yüzde 90'ını devlet yapmış sadece yüzde 10'unu şirketler gerçekleştirmiş. Diğer piyasalarla kıyasladığımız borçlanma programımız sayesinde bölgede birinci sıradayız (Slayt-7). Sık sık piyasaya çıkmamızın da çok iyi bir sonucu var. Türkiye'yi çok yakinen takip eden bono yatırımcısı kitlesi var ve bunun özellikle bir bölümü yerli yatırımcılarımız. Türkiye'yi aynı kredi notu alan diğer memleketlerle karşılaştırdığımızda daha düşük oranlarla borçlanma yapabildiğini görebiliyoruz. Şu anda mesela aynı kategorideki Türkiye yüzde 10,5 getiriyse borçlanırken, Brezilya yüzde 18, Venezüella yüzde 15, Ilga yüzde 16'yla borçlanıyor. Bu grafik valiteriteyi gösteriyor. Bir şirket için bu ne demektir. Mesela nisan ayında baktınız her şey iyi gidiyor. Türkiye'nin politik riski sadece 400 baz puanda fiyatlandırılıyor. Ve sizde hemen bir bono yapmaya karar verdiniz. İşlere başladınız, hazırlık süreci 2-3 ay sürerken bir baktınız ki bu spret çok daha yüksek bir noktaya geldi. O yüzden bütün planlarınız suya düştü. Şimdi yatırımcı

profili de çok önemli. Hem şirketlerin gerçekten erişebilmesi için piyasalara, hem de ikincil piyasada da dalgalanmalar bakımından yatırımcı profiline de bakmakta fayda var (Slayt-8). Bir tarafta biz Türkiye'nin yatırımcı profilini koyduk hisse senedi için, diğer tarafta da bölgede geri kalan memleketlerin. Burada önemli şey, Amerika'dan bizim finansman kaynağımız olduğu. Ancak Avrupalı yatırımcıların özellikle de Alman yatırımcıların Orta ve Doğu Avrupa'ya daha çok ilgi gösterdikleri. Bir de tahviller için bakalım aynı duruma. Tahvillerde daha büyük bir farklılık görüyoruz. Birincisi demin de bahsettiğim gibi Türkiye'de daha iyi bir yurtiçi yatırımcı kitlesinin olması bir avantaj her zaman için. Bir halka arza çıktığımız zaman bunlar hep çekirdek yatırımcıyı oluşturuyor. Daha sonra Avrupa'dan Amerika'dan gelen talebi bunun etrafına koyuyoruz. Şimdi bölgedeki diğer ülkelerle Türkiye'yi karşılaştırdığımızda hisse senedi piyasaları nasıl farklılık gösteriyor buna kısaca değinmek istedim (Slayt-9). Birincisi diğer ülkelere kıyasla bizde çok iyi bireysel yatırımcı kitlesi var. Bu bireysel yatırımcı likidite sağlıyor hisse senetlerine ama aynı zamanda dalgalanmaya da daha çok maruz kalmasını sağlıyor. Genelde taptubatıl performans görüyoruz. Yani makro olaylar çok oynuyor hisse senedi fiyatları şirketlerin kendi performanslarından ziyade demin hocamda bahsettiler, Türkiye'nin diğer bir enteresan noktası holding yapısının varlığı ve hala Türkiye'de holdinglerin diğer ülkelerdeki piyasalardaki gibi iskontoda değil de çoğu zaman primle teyit ettiklerini görüyoruz. Bu yatırımcılar için bir anlamda iyi çünkü holding hisselerini likid hisse olarak görüyorlar. Rahatlıkla girip çıkabiliyorlar. Bir çırpıda Türkiye riskini alabiliyorlar ama öteki taraftan da esas onların alışık olduğu pür-pülev dediğimiz tek bir endüstriye yatırım yapma fırsatını bulamıyorlar. Diğer bir husus da ADR ve GCR'lara olan talebin düşük olması mesela Rusya'ya baktığımız zaman birçok şirketin ADR programları var. Türkiye'de ise bizim borsamızın ilerleme kaydetmiş olması, takas saklama işlemlerinden olan rahatlık ve aynı zamanda burada bulunan hisselerde bulunan likidite yatırımcının bunları tercih etmediğini görüyoruz. Tahvil piyasası yurtiçi talepten bahsettik. Sık sık piyasaya çıkıldığı için oturmuş yabancı yatırımcı kitlesi var. Aynı zamanda bu bölgeye baktığımız zaman endekslere katılması garantili olan 500 milyon dolar veya daha üstü meblağa bonoya çıkmak herkesin harcı değil. Ama Türkiye'de bu sıklıkla yapılabilirdiği için o yüzden tahvil endekslerine de gayet iyi yansıyoruz. Şimdi biraz da bizim Aracı Kurumlar olarak bir halka arz yaparken bazı yurtdışı mevzuatla Türkiye mevzuatını birbirine oturtmada yaşadığımız zorluklardan bahsetmek istiyorum (Slayt-12). Öncelikle fiyatlama özellikle ikincil arzlarda fiyatlar konusunda kısıtlar problem yaratıyor. Yurtiçi ve uluslararası değerlemelerde burada iskonto oranlarının yüksek olması yabancı yatırımcıyı maalesef hayal kırıklığına uğrattıyor ve ilgilerini azaltıyor. Bir de fiyat aralığının buradaki zaman çizelgesine göre daha yurtdışındaki

ön pazarlama sürecinin bitmeden oluşması da başlaması da başka bir problem. Ben şimdi bir şirket olsam, hisse senedi mi yaparım, yoksa tahvil mi ihraç ederim (Slayt-13). Bir çok değişik kriter var önümde. Maliyet olarak bakacak olursam hisse senedinin tabii ki öz kaynağın maliyetinin daha yüksek olmasından dolayı bir dezavantajı var. Tahvilde şimdi devlet yüzde 10'dan borçlanıyor, onun üzerine kredi durumuma göre bir spread gelecek. Hazırlık sürecinin uzunluğu da yine hisse senedinin aleyhine bir durum. Çünkü yaklaşık 12 ila 16 hafta bir hazırlık gerektiriyor. Öteki tarafta 2-3 ayda bir hazırlanabiliyorsunuz. Bir de arz esnasında ve daha sonraki bilgi paylaşma zorunluluğu tabii ki hisse senedi için daha dezavantajlı bir olay. (Slayt-14-15) Genel görünüm ve sonuçlar hisse senedi piyasaları için bakacak olursak herkesin de söylediği gibi 10 yıldan bu yana ilk defa bir tek parti hükümeti gelmesi, gerçekten kısıtlayıcı IMF programının hala hazırda devam ediyor olması ve AB'ye üyelik süreci bu dalgalanmaların azalması için uygun bir ortam hazırlıyor Türkiye'ye ve biz 2003 yılına gayet iyimser bakıyoruz. Ve hala hazırda 2002 yılında Güney Afrika'daki ve Rusya'daki yatırımlarından kar etmiş olan gelişmekte olan memleket fonlarında bu fırsatla Türkiye'ye kayma olanağının olabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca konsolidasyon ve enflasyon maliyetinin de uygulamaya konulması tabii artı bir şey, yurtiçi ve yurtdışı yatırımcıların baktıkları ve değerlemeleri arasındaki mesafenin de kapatılmasını sağlayacak. Bir şeye değinmek istiyorum. Siz de ona bahsettiniz, son yıllarda son 2 yılda özellikle dünyadaki hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmanın artmasıyla beraber bu halka arzlarda kompozisyon çok değişme bir durumda. Mesela 2001'de hızlandırılmış hisse senedi arzları toplam hisse senedi arzlarının yüzde 22'sini oluşturuyordu. Bu yıl yüzde 33'e çıktı. 'Block trade' dediğimiz bir anda yapılan hisse senedi satışları da yine yükseldi. Hisse senediyle ilintili enstrümanlar yani hisse senedine çevrilebilir tahvil ihracı da çok artmış durumda. Şu anda Türkiye'de bunların etkin olarak yapılması konusunda da mevzuat değişimine gereksinim var. Tahvil tarafına baktığımızda tabii ki crowding out etkisi zamanla ekonomideki iyileşmeyle azalacak diye umuyoruz. Ve yavaş yavaş reel sektörde büyümeyle beraber finansman gereğinin artması ve de devletin bu alandaki payı düştükçe bu şirketler için tahvil piyasalarının açılacağını umuyoruz. Aynı zamanda bir şeye daha değinmek istiyorum. Bu AB'ye giriş süreci de önemli, hisse senedi piyasaları bekliyorlar üyeliğe 2-3 yaklaştığı zaman çok fon akışının olduğunu görüyoruz. Ama tahvil piyasalarında bir gün belli olduğu zaman o günden başlayarak üyelik tarihine kadar düz bir çizgi çekerek faizlerin düşüş oranını görebiliyorsunuz. Yatırımcılarda bundan daha önce girmeye çalıştıkları için şirketler için düşük maliyetle tahvil ihracı yapmak da fırsatı oluyor. Teşekkür ediyorum.

**Türk Şirketlerinin Uluslararası
Sermaye Piyasalarından
Kaynak Sağlama Olanakları**

*Gonca Gürsoy Artunkal
Schroder Salomon Smith Barney
12 Aralık 2002*

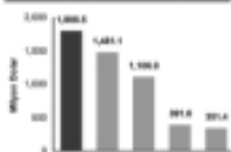


İçerik

- I. Giriş
- II. Türk Şirketlerinin Uluslararası Sermaye Piyasalarına Erişimi – Son On Yılın Değerlendirmesi
- III. Türk Şirketlerinin Uluslararası Sermaye Piyasalarına Erişimi Sırasında Yaşanan Güçlükler
- IV. Şirketlerin Bakış Açısından Hisse Senedi ve Tahvil Piyasalarının Karşılaştırılması
- V. Genel Görünüm ve Sonuçlar

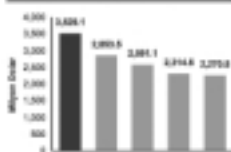
I. Giriş

Hisse Senedi Piyasası (1992 – Aralık 2002)



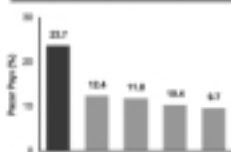
Kaynak: Thompson/Financial

Tahvil Piyasası (1992 – Aralık 2002)



Kaynak: Thompson/Financial

Hisse Senedi Alım Satım Sıklığı (2002 Başından İhtimali)



Kaynak: Banknote, 09/12/2002

Rejime Kurumlarından Alınan Ödüller

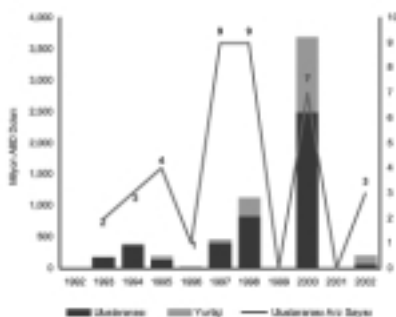


II. Türk Şirketlerinin Uluslararası Sermaye Piyasalarına Erişiminin Son On Yıllık Değerlendirmesi

crbgroup

Uluslararası Hisse Senedi Piyasaları

Türk Hisse Senedi Anzları (1992 - Anzlık 2002)



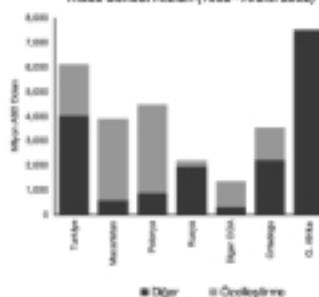
Kaynak: Borsamerkezi

- ◆ Türk şirketlerinin son on yıl içerisinde uluslararası hisse senedi piyasalarında çizdiği görünüm aynı zaman diliminde Türk siyasi ve ekonomik hayatında yaşanan dalgalanmayı yansıtmaktadır
- ◆ Türk şirketleri, son on yıl içerisinde, hisse senedi piyasalarından toplam 6.3 milyar ABD doları kaynak sağlamışlardır. Bu miktarın %72'si uluslararası piyasalardan temin edilmiştir

crbgroup

Hisse Senetleri: Diğer Piyasalarla Kıyaslama

Orta ve Doğu Avrupa, Ortadoğu ve Afrika
Hisse Senedi Arzları (1992 - Aralık 2002)



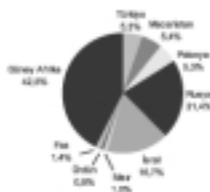
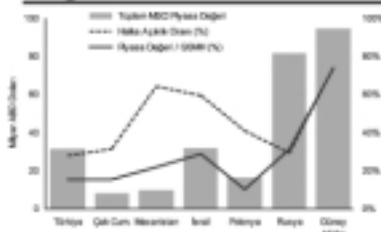
Kaynak: Borsamerica

4

crbggroup

- 2001 yılının başından beri yaşanan durgun dönemi göz önünde tutularak Türkiye'nin hisse senedi piyasalarından hakkı olan payı alamadığını düşünebiliriz. Ancak Türkiye bölgesindeki gelişmekte olan ülkeler arasında hisse senedi arzlarında Güney Afrika'nın ardından ikinci sırada gelmektedir
- Türkiye'den sonra en fazla hisse senedi arzı gerçekleştirilen ülke Polonya'dır. Bunun en önemli nedenleri Polonya ekonomisinin büyüklüğü ve özelleştirme programında kaydedilen başarıdır
- Rusya son zamanlarda uluslararası piyasalarda aktif olmaya başlamakla beraber, piyasalara enişim büyük ölçüde telekom, petrol ve gaz şirketleriyle sınırlı kalmıştır
- Türkiye'de özelleştirme programı hisse senedi piyasalarını harekete geçirmek konusunda diğer Doğu Avrupa ülkelerinde olduğu kadar etkin olamamıştır

Hisse Senetleri: Diğer Piyasalarla Kıyaslama



5

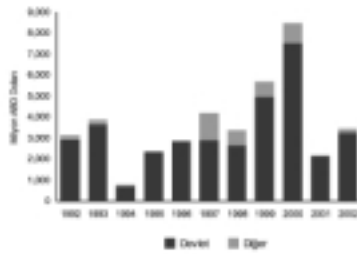
Kaynak: MSCI ve Dünya Bankası

crbggroup

- Türkiye bölgesindeki gelişmekte olan ülkeler arasında en düşük halka açıklık oranına sahip piyasadır ve ikinci en düşük piyasa değeri / GSMH oranına sahiptir
- Güney Afrika her iki göstergede de lider konumundadır
- Halka açıklık oranının düşüklüğü ve piyasa değeri büyük şirketlerin eksikliği Türkiye'nin MSCI endeksi içinde göreceli olarak düşük bir ağırlığa sahip olmasına neden olmaktadır

Uluslararası Tahvil Piyasaları

Türk Tahvil İhracı (1992 - Aralık 2002)



Kaynak: Borsamerkezi

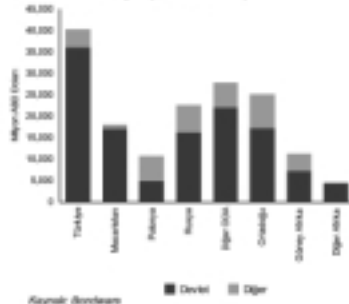
- ◆ Türkiye son on yılın her senesinde uluslararası tahvil ihracı gerçekleştirebilmiştir
- ◆ Yerli bono piyasasında olduğu gibi uluslararası piyasalarda da devletin "crowding out" (dışlama etkisi) etkisini gözlemlemekteyiz. Son on yılda Türkiye'nin toplam tahvil ihracının %89.3'ünü devlet gerçekleştirmiştir. Bunun dışında sadece bankalar (Eximbank, Halkbank, Garanti Bankası, Yapı Kredi Bankası, Vakıfbank) ve Türkcell ve Vestel gibi büyük ölçekli şirketler tahvil ihracı gerçekleştirmişlerdir

6

crbgroup

Tahviller: Diğer Piyasalarla Kıyaslama

Orta ve Doğu Avrupa, Ortadoğu ve Afrika Tahvil İhracı (1992 - Aralık 2002)



Kaynak: Borsamerkezi

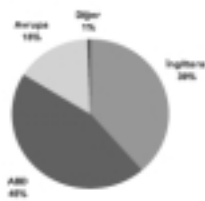
- ◆ Tahvil ihracı sıklığı ve miktarları göz önüne alındığında Türkiye diğer ülkelere kıyasla büyük farkla ilk sıradadır
- ◆ Türkiye bölgede geçtiğimiz on yılın her senesinde tahvil piyasalarından borçlanan tek ülkedir. Bu durum Türkiye'nin kredibilitesini yakinen takip eden bir yatırımcı kitlesinin oluşmasına yol açmıştır
- ◆ Ayrıca, Türkiye aynı kredi notuna sahip ülkelerle karşılaştırıldığında daha iyi fiyatlarla borçlanabilmiştir

7

crbgroup

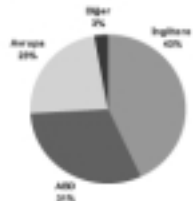
Yatırımcı Profili: Hisse Senedi Arzları

Türkiye



Kaynak: Borsacik

Orta ve Doğu Avrupa, Ortadoğu ve Afrika



Kaynak: Borsacik

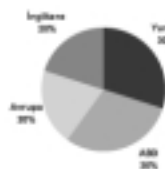
- Bölgedeki diğer gelişmekte olan ülkelerle kıyaslandığında Amerikalı yatırımcıların Türkiye'ye olan ilgisi oldukça yüksektir
- Avrupalı yatırımcılar bölgedeki diğer ülkeler için daha önemli bir finansman kaynağı durumundadır

8

crigroup

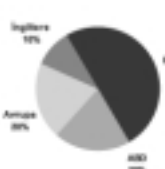
Yatırımcı Profili: Tahvil İhraçları

Türkiye



Kaynak: Borsacik

Ortadoğu



Kaynak: Borsacik

Orta ve Doğu Avrupa



Kaynak: Borsacik

- Bono ve tahvil yatırımcılarının profilleri bölgedeki ülkeler arasında da farklılıklar göstermektedir
- Türkiye, güçlü bir yerli yatırımcı kitlesi ile iyi dengelenmiş bir yabancı yatırımcı kitlesinin varlığından faydalanmaktadır

9

crigroup

Türk Hisse Senedi Piyasasının Özellikleri

- ◆ Gelişmiş bir bireysel yatırımcı kitlesinin varlığı
- ◆ Piyasanın şirketlerin finansal performansından çok politik ve coğrafi olaylardan etkilenmesi
- ◆ Kurumsal yatırımcı katılımının düşük düzeyde seyretmesi
 - Kısmen özel emeklilik fonlarının eksikliği nedeniyle
- ◆ Bireysel yatırımcı katılımı nedeniyle yüksek likidite
- ◆ Bireysel yatırımcı katılımı nedeniyle yüksek dalgalanma
- ◆ Holdinglerin varlığı ve tek bir endüstride faaliyet gösteren senetlerin eksikliği
- ◆ Piyasanın çok katmanlı yapısı – yabancı yatırımcı ilgisinin büyük şirketlere yoğunlaşması
- ◆ Çok büyük bir nüfus – tüketim malları sektörü için olumlu bir faktör
- ◆ ADR/GDR'lara olan düşük talep

10

crbgroup

Türk Tahvil Piyasasının Özellikleri

- ◆ ABD ve Avrupa'dan yüksek miktarda ve devamlı talep
- ◆ Yurtiçi talebin derinliği
- ◆ Yüksek miktarlarda gerçekleşen ihraçların piyasanın likiditesine olan katkısı
- ◆ Oturmuş bir yabancı yatırımcı kitlesinin varlığı
- ◆ Endekslerde gittikçe artan temsil gücü endekse bağlı fonları piyasaya çekmektedir
- ◆ Şu anda fazla aktif olmamakla birlikte, geçmişte Avrupalı (özellikle Almanyalı) bireysel yatırımcıların ilgisi

11

crbgroup

III. Türk Şirketlerinin Uluslararası Sermaye Piyasalarına Erişimi Esnasında Yaşanan Güçlükler

crigroup

Türk Şirketlerinin Uluslararası Arzları Esnasında Yaşanan Güçlükler

Hisse Senedi:

- ◆ Fiyatlama konusundaki kısıtlamalar
- ◆ Yurtiçi ve uluslararası değerlemeler arasındaki fark (iskontolar ve metodoloji)
- ◆ Yurtiçi sendikasyonun geç oluşması sebebiyle yüklenicinin eline geçen yurtiçi hisse senedi araştırmalarının kısıtlı sayıda olması
- ◆ SPK tablolarının konsolidasyona olarak tanınmaması
- ◆ Fiyat aralığının ön-pazarlama çalışmaları bitmeden belirlenmesi

Bono ve Tahviller

- ◆ Stopajdan kaçınmak için off-shore şirketlerin kurulması
- ◆ Şirketler arasında yaygın olan holding yapısının yatırımcılar tarafından "structural subordination" olarak değerlendirilmesi ve yüksek fiyatlandırılması

crigroup

IV. Hisse Senedi ve Tahvil Arzlarının Şirketlerin Bakış Açısından Karşılaştırılması

crbgroup

Tahvil veya Hisse Senedi?

Kriter	Hisse Senedi	Tahvil
Maliyet	●	●
Danışmanlara yapılan ödemeler (yatırım bankaları, hukukçular, halkla ilişkiler danışmanları vs.)	●	●
Hazırlık sürecinin uzunluğu	●	●
Arz esnasında ve daha sonra bilgi paylaşma zorunluluğu	●	●
Kredi notu üzerine etkisi	●	●
Şirket sahipliği üzerindeki etkisi	●	●
Vade	●	●
Minimum arz miktarı	\$100milyon	\$100milyon

Not: ● en kârlı olanı temsil eder / şirket için en az avantajlı
 13 ○ en az kârlı olanı temsil eder / şirket için en avantajlı

crbgroup

V. Genel Görünüm ve Sonuçlar



Genel Görünüm ve Sonuçlar – Hisse Senedi Piyasaları

- ◆ Tek parti hükümeti, oldukça kısıtlayıcı bir IMF programı ve AB'ye üyelik süreci hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmaların azalması için uygun bir ortam hazırlamakta ve dolayısıyla Türk şirketlerinin uluslararası hisse senedi piyasalarına erişimi için fırsatlar yaratmaktadır
- ◆ Bu durum, halihazırda Güney Afrika ve Rusya'da kar etmiş bulunan gelişmekte olan piyasa fonlarının da Türkiye'ye akmasına yol açacaktır
- ◆ AB'ye üyelik yolunda olumlu bir ilerleme elde edildiği takdirde, Türk şirketleri, üyelik beklentisinin desteği ile, uluslararası piyasalara daha kolay ulaşabileceklerdir
- ◆ Konsolidasyon ve enflasyon muhasebesi prensiplerinin SPK tarafından uygulamaya konulması, uluslararası ve yurtiçi muhasebe standartlarını ve değerlemeleri yaklaştırmak açısından yararlı olacaktır
- ◆ Fiyatlandırma konusundaki kısıtlamaların ivedilikle çözülmesi gerekir
- ◆ Uluslararası piyasalarda sıkça rastlanan blok satış ve "AEO" (Hızlandırılmış Hisse Senedi Arzı) gibi yöntemlerin kullanımını yaygınlaştırmak için kanun ve düzenlemelerde gerekli değişiklikler yapılmalıdır



Genel Görünüm ve Sonuçlar – Tahvil Piyasaları

- ◆ Genel istikrar ve kamu finansmanındaki iyileşme Türk şirketlerinin uluslararası bono ve tahvil piyasalarına erişimini kolaylaştıracaktır:
 - Hükümetin borçlanma ihtiyacındaki düşüş, "crowding out" etkisini azaltacaktır
 - Bu durum reel sektörün ve dolayısıyla bankacılık sektörünün finansman gereksiniminde büyük bir artışa yol açacaktır
 - Bono faizlerindeki düşüş bono ve tahvil ihracını banka kredisi gibi diğer borçlanma yöntemlerine kıyasla daha tercih edilir bir finansman yolu haline getirecektir
- ◆ İhracata yönelik bir ekonomiye doğru kayış şirketlerin Türkiye'nin kredi notunu aşmalarına olanak sağlayacaktır
- ◆ AB'ye giriş sürecindeki olumlu gelişmeler, Türk tahvillerine olan talebi sadece geliştirmekte olan piyasalarla ilgilenen yatırımcı tabanının dışına yayacaktır
- ◆ Ayrıca, AB'ye giriş süreci kredi notunun yükselmesine ve faizlerde düşüşe olanak tanıyarak bir dönüm noktası olacaktır

TÜRKİYE'DE YATIRIM BANKACILIĞI



İLHAMİ KOÇ

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Genel Müdürü

Önceki konuşmacılar gibi ben de böyle bir etkinliği düzenlediği için Aracı Kuruluşlar Birliği'ne teşekkür ederek başlamak istiyorum.

Bu konuyu tartışıyor olmak bile sermaye piyasalarımızın belirli bir olgunluğa eriştiğini gösteriyor. Biraz önce Abdülkadir Bey'in bahsettiği gibi borsa hala bir oyun olarak görülüyor. İlk defa şirketlere kaynak sağlama fonksiyonu gündeme geldi. Aslında bu hata oldukça yaygın bir şekilde yapılıyor. Bundan birkaç sene önce çok okunan bir gazetenin çok okunan bir yazarının ne dediğini hatırlıyorum. Uzun uzun borsayı eleştiriyordu. Borsada hisse senedi alımına "yatırım" denmesine çok kızılıyordu. Ona göre, "yatırım" esasen fabrika kurmak vb. şeyleri ifade ediyordu. Aslında, o yazarın bilmediği şey, borsaya yatırılan paranın bir şekilde girişimciye gittiği idi. Sonuçta, bu para girişimci tarafından reel yatırıma dönüştürülüyor. Dolayısıyla bu gün bu noktaya gelmiş olmamız, borsanın bu işlevini tartışıyor olmamız çok önemli.

Ben daha çok şu sorunun cevabını bulmaya çalışacağım; Türk girişimcisi finansman kaynakları açısından sermaye piyasası olanaklarından yeterince yararlanabiliyor mu? Bu konuya girerken tekrar Reha Hocamızın bahsettiği altın üçgenden ya da "şeytan üçgeninden" başlamak istiyorum. Bu üçgen sermaye piyasalarının klasik döngüsü. Yani bir yanda sermaye piyasası araçları ve bu araçların işlem gördüğü piyasalar var. Tasarruflar ellerindeki tasarrufları sermaye piyasa araçlarına yatıracaklar ve bu şekilde girişimcilere kaynak aktaracaklar. Bu kaynaklar karşılığında girişimci bir bedel ödeyecek, temettü ya da

faiz, yatırımcı bir gelir elde edecek. Yatırımcı bunu doğrudan doğruya ya da kolektif yatırım araçlarıyla yapabilir. Bir ülkede sermaye piyasalarının varlığından bahsedebilmek için bu döngünün kurulmuş olması ve sağlam bir şekilde işliyor olması gerekiyor.

Sermaye piyasası araçlarına bakacak olursak (Slayt-4); sermaye piyasası araçları çok değişik şekilde kategorize edilebilir ama sonuçta bir tarafta hisse senedi diğer tarafta borçlanma araçları var. Yani şirketler açısından baktığımız zaman ya özkaynakla ya da borçlanmayla finanse edilmesi sözkonusu. Bir de bunların arasında yeralan hibrid ürünler var. Dönüştürülebilir menkul kıymetler, vadeli işlemler, opsiyonlar bu grup içerisinde yer alıyor. Türkiye sermaye piyasası araçları açısından ne durumda?(Slayt-5) Aslında bunların çoğu yasal olarak Türkiye'de var. Alt yapısı hazır, Vefa Hocamızın bahsettiği hisse senedine çevrilebilir tahvilin de alt yapısı var. Abdülkadir Bey'in bahsettiği aslında bir nevi anapara garantili ürün diyebileceğimiz araçlar da var. Bu konu mevzuatta tanımlanmamış ancak SPK'ya başvurulduğunda izin alınabiliyor. Geçtiğimiz ay içerisinde biz benzer bir uygulama yapmaya çalıştık.

Ancak, temel sorun tasarrufların dağılımında (Slayt-6). Benden önceki konuşmacıların da değindiği gibi tasarrufların yarısını doğrudan devlet alıyor. Geriye kalan yarının büyük bölümü mevduata gitmiş görünüyor ama o da aslında bir şekilde devlete gidiyor. Toplam tasarrufun 120 Milyar Dolar olduğunu varsayarsak, ki bu rakama altın, mücevher vb. yatırımlar dahil değil, bunun sadece % 6'sı hisse senetlerine yatırılmış durumda. Sonuç olarak, sermaye piyasası araçları açısından yasal olarak her şey hazır. Fakat uygulama baktığınızda esasen 2 tane araç var; bir tanesi hisse senedi diğeri kamu borçlanma senetleri.

Özel sektör borçlanma senedi çıkarılamaması temel sorunlardan biri (Slayt-7). Kamunun yüksek faizle borçlanması bunun bir nedeni. Ama ikinci bir nedeni daha var. Bu da bu araçlar üzerindeki vergi yükü. Biz, faizlerin düştüğü dönemlerde finansman bonusu ihracı için şirketlere gittik, faizler %50 seviyesinin altına inmiş olmasına rağmen gerçekleştiremedik. Çünkü, bu araçların üzerinde %12 kadar stopaj, onunda %10'u kadar vergi fon yükü var. Bu da bu araçları cazip olmaktan çıkarıyor. Bu nedenle, şirketler belirli bir büyüklüğe sahipse borçlanmak için yurtdışına gidiyorlar. Biraz önce Gonca Hanımın bahsettiği gibi bu konudaki son örnek Vestel'dir. Vestel bu işi başarıyla yaptı. Şimdi faizler tekrar düşüyor ve konu yeniden gündeme geldi. Ancak, öncelikle verginin kalkması gerekiyor. Biraz önce verilen arada, bir aracı kurum yöneticisi ile yine bu konuyu tartıştık. Vergi idaresi, bu vergiden vazgeçmek istemiyor. Aslında bu kağıt üzerinde bir vergi. Ortada ihraç edilebilmiş bir özel sektör borçlanma aracı bulunmadığından uygulamada vergi de

yok. Şimdiye kadar vergi otoritesini bu konuda ikna etmemiz mümkün olmadı.

Halka arzlarla ilgili rakamlar tartışmaya yolaçtı (Slayt-8). Ben de son on iki yıl için 8 Milyar Dolar gibi bir rakam buldum. Tabii, sermaye artırımlarını kapsamıyor bu rakam. Sadece ve sadece halka arzları ifade ediyor. 8 Milyar Dolar nasıl bir rakamdır? Yüksek bir rakam mıdır, düşük bir rakam mıdır? 8 Milyar Dolar, ancak başka ülkelerle karşılaştırdığınız zaman anlamlı olacak. Bize benzer ülkelerle karşılaştırmayı gösteren bu grafikten şu sonuç çıkıyor; 2000 yılında çok iyiymişiz. Ama onun dışındaki dönemlerde zayıf bir performans göstermişiz. En istikrarlı görünümü Atina sağlamış. 2000 yılı dışında son 4 yılın lideri Yunanistan olmuş. Biz, 2000 yılının dışında hemen hemen yokuz.

Karşılaştırılabilir borsaların büyüklük artışları da bir gösterge olabilir (Slayt-9). 1990-2001 yılları arasındaki artış hızımız %9. En yüksek artışı Varşova Borsası sağlamış. %68 gibi bir artış sağlamışlar, ama onlar çok kötü bir durumdan başladıkları için artış hızı çok yüksek görünüyor.

Aslında böyle bir karşılaştırmayı GSMH'yı da dikkate alarak yapmak lazım (Slayt-12). Grafikten de görüleceği üzere, bu açıdan biz 4. sıradayız. Bizle benzer ülkeler arasında en başarılısı yine Atina. Burada "convergence" döneminin etkisi oldu. Etki en fazla 1999 yılına yansıdı. 1999 yılında, Atina Borsasının piyasa değeri neredeyse GSMH'nın 2 katına yaklaşıyordu. Biz de bu oran halen %40'ın altında. Bu oran, borsamızın büyüme potansiyelinin ne kadar yüksek olduğunu da gösteriyor. Bu şu anlama geliyor; bizim büyüme kapasitemiz var ama yurtdışından kaynak girişi gerekiyor. Yurtiçi tasarruflarla da bir yere kadar gidilebiliyor ama bir eşiği aşmak için mutlaka yurtdışından ciddi bir şekilde kaynağı buraya çekmek zorundayız.

Potansiyelimiz her şeyden önce arz açısından, yani henüz halka açılmamış şirketler açısından var. İlk 500 şirkete baktık, henüz 118 tanesi borsada işlem görüyor gerisi halka açık değil (Slayt-13). Bunların arasında çok büyük şirketler de var. Türk Telekom bu konuda güzel bir örnek. Yunanistan'da neredeyse halka arzedilecek şirket kalmadı. Bu senenin başında Milli Piyango idarelerini bile halka açtılar.

Tek başına arz yetmiyor, talep tarafının da bunu karşılayabilmesi gerekiyor (Slayt-14). Talep tarafına bakacak olursak, halen bizim borsanın yaklaşık % 45'i, ki bu zaman zaman değişiyor ama yaklaşık oran bu şekilde, yabancı yatırımcıların portföylerinde. Yabancı yatırımcıdan kasdettiğimiz büyük ölçekli kurumsal yatırımcılar. Yurtiçine baktığımızda ise yatırımcı tabanının büyük ölçüde bireysel yatırımcılardan oluştuğunu görüyoruz. Kurumsal yatırımcıların payı %10'un altında. Buradan çıkan sonuç şu; daha önce de değindiğim gibi

yurtdışı yatırımcıyı çekmemiz gerekiyor. Yurtiçi açısından ise daha geniş bir kurumsal taban oluşturmamız. Emeklilik fonlarıyla ilgili olarak bu sene sonunda bir adım atıldı, önümüzdeki sene itibarıyla bu konuyla ilgili beklentilerimiz yüksek.

Bir başka konu da halka arzın zamanlaması (Slayt-15). Halka arz her zaman yapılamıyor, "halka arz penceresi" denilen bir kavram var. Halka arzın yapılabilmesiyle endeks arasında bir ilişki var. Bizim yaptığımız çalışmaya göre orta boyutlu bir halka arz yapabilmek için İMKB-100 endeksinin 1 cent seviyesini geçmesi gerekiyor. Bunun altındaki seviyelerde ancak küçük çaplı halka arzlar yapılabilir. 2 cent seviyesini geçerse çok daha büyük çaplı halka arzlar yapılabilir.

Halka arzlarla endeks arasında bir ilişki olduğu gibi endeksle de faiz oranları arasında bir ilişki var (Slayt-16). Grafikten de görüleceği üzere, faiz oranları düştüğü zaman endeks tepki hemen tepki veriyor. En dikkat çekici dönem 2000 yılının başı. 2000 yılında Türkiye'nin benzer ülkelere göre en yüksek halka arzı gerçekleştirdiğine daha önce de değinmiştik. Bu grafik de bunu teyit ediyor. Faizler hızla düşmüş, endeks çok yükselmiş ve büyük çaplı halka arzlar rahatlıkla yapılabilmişti. Ondan daha önceki ve daha sonraki tarihlerde bir daha o büyüklüğe ulaşabilecek halka arz yapılamadı.

Yatırım bankacılığının reel sektöre sunduğu hizmetler halka arzla sınırlı değil. Halka arz dışında başka yöntemler de var (Slayt-17). Alternatif yöntemlerden ilki finansal ortaklık. Küçük ve orta ölçekli işletmelerin şu anda sermaye piyasalarından yararlanma şansları yok. Bu tür işletmeler için bir takım özel borsalar ya da özel piyasalar kurulması planlanıyor ama bu tip piyasalarda riskin yüksek, likiditenin çok düşük olduğu unutulmamalı. Buna karşılık, finansal ortaklık bu şirketler için ideal çözümler sunabiliyor. Türkiye'de fazla gelişmedi bu alan. Bireysel bir takım yatırımcılar var, kendi adlarına yatırım yapıyorlar. Bunun dışında büyük gruplar kendi içlerinde bu amaca yönelik şirketler kurmaya başladılar. Dünyada ise, finansal ortaklık, daha çok bu alanda uzmanlaşmış kurumsal yatırımcılar tarafından yapılıyor. Bunlardan Türkiye'de faaliyet gösterenler de var. Örneğin, AIG, Safron, ETI, Merrill Lynch ilk aklıma gelenler. Ülkemizde bu amaçla ilk olarak Vakıf Risk Sermayesi kuruldu. 2000 yılı sonunda da İş Bankası Grubu, İş Risk Sermayesi'ni kurdu. Ancak bunların toplamı henüz 100 Milyon Doları geçmiyor. Bir şekilde bu alanın desteklenmesi gerekiyor.

Bir başka yöntem de stratejik ortaklık (Slayt-18), yani yerli ya da yabancı ortaklıklarla şirket birlikteliklerinin gerçekleştirilmesi. Bu da krizden önce çok yaygın değildi, krizden sonra yaygın hale geldi. Burada ise global trendler önemli. Global şirketlerin bakış açıları, genişleyip genişlememe stratejileri buradaki gelişmeyi belirliyor. Şirket birleşmelerinin

giderek artacağını düşünüyoruz.

Son olarak sermaye piyasalarının gelişmişliğiyle ilgili bir çalışmaya dikkat çekmek istiyorum (Slayt-19). Burada toplam 17 kriter açısından sermaye piyasalarını değerlendiriyoruz. Bu 17 kriter ne kadar gelişmişse bir çember oluşuyor. Ne kadar merkeze yaklaşırsa o kadar çok gelişmemiş olduğunu görüyoruz. Çembere en yakın şekil ABD piyasaları için oluşuyor. Japonya ondan sonra ikinci sırada. Orada çember biraz daha merkeze yakın. Türkiye'ye bakacak olursak bu ülkelerle karşılaştırıldığında doğal olarak daha merkeze yakın. İşlem ve takas ortamı konusunda iyi bir yerde sayılabiliriz. Bu açıdan iyi bir yerde olduğumuzu yabancı yatırımcılar da sık sık belirtiyorlar. Eksik olan taraflarımız ise, icra ve iflas kanunlarının yetersizliği, sigorta ve emeklilik fonlarının eksikliği, bankacılık sisteminin zayıf olması, muhasebe sistemiyle ilgili eleştiriler.

Diğer sorunlar kapsamında belirteceğim ilk husus olan konsolide finansal tablolar ve enflasyon muhasebesi konusu önümüzdeki yıl çözülüyor (Slayt-20). Bir başka sorumuz ise özelleştirme faaliyetlerinin yavaşlaması. Vefa Tarhan Hocamızın da bahsettiği gibi sermaye piyasalarının genişlemesi için ciddi büyük özelleştirmeler yapılması gerekiyor. Banka hisse senetleriyle ilgili sorunları var. Biliyorsunuz bir banka tasarrufları mevduatı sigorta fonuna devredildiği zaman elinde hisse senedi bulunan küçük yatırımcıların hisseleri de devlete geçmiş oluyor. Bu sorun bir türlü çözülemedi. Bir başka sorun ise Gonca Hanım'ın da değindiği üzere şirketlerin halka açıklık oranlarının çok düşük olması. Bir çok hisse senedinde likidite çok zayıf. Bu yüzden de, aslında holdingler çok iyi bir yatırım aracı olmamasına rağmen likidite açısından sağladığı faydalar nedeniyle halen tercih ediliyor.

Öneriler kapsamında söyleyeceklerim benden önceki konuşmacılardan çok farklı olmayacak (Slayt-21). Her şeyden önce kamunun borçlanma gereksiniminin azalması gerekiyor. Sayın Bakanımın belirttiği gibi yüzde 60 seviyelerine kadar olmasa da bile kısa vadede en azından yüzde 90'ların altına inmesi gerekiyor. Özel sektör tahvili ve finansman bonusu önündeki engel vergi. Bu araçlar üzerindeki vergi ve fonların kaldırılması gerekiyor. Kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesi gerekiyor. Hiç şüphe yok ki, bu konuda önümüzdeki yıl için büyük beklentilerimiz var. Yabancı yatırımcının ilgisinin artırılması nasıl olabilir? Bu konu daha çok global trendlerle ilgili. Ama birşeyler de yapılabilir. Örneğin, Körfez ülkelerinden portföy yatırımları çekemiyoruz. Körfez ülkelerinden her yere fon gidiyor, ama bize gelmiyor. Bir şekilde onları buraya çekmek gerekiyor. Genellikle, sırtımızı Doğuya yüzümüzü Batıya çevirdiğimiz için bu bölgeyi ihmal ettiğimizi düşünüyorum. Alternatif finansman yöntemlerinin desteklenmesi hususunda ilk aklıma gelen finansal

ortaklıklar. K    k ve orta     ekli i  letmelerin sermaye piyasalarından fon sa  layabilmelerinin ana aracı bence risk sermayesi/  zel yatırım fonları. Daha   nce de belirtti  im gibi bu t  r yatırımların desteklenmesi gerekiyor.

Benim bu a  amada s  yleyeceklerim bu kadar. Herkese te  ekk  r eder, saygılar sunarım.



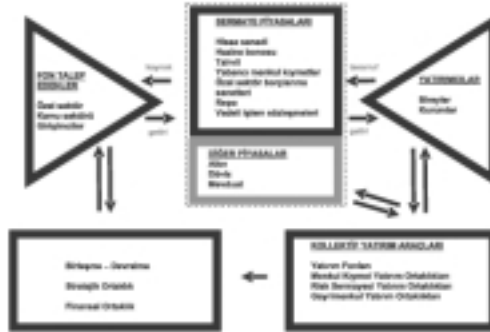
YATIRIM BANKACILIĞI VE REEL SEKTÖR

**Aralık 2002
İstanbul**

**Türk girişimcisi, finansman kaynakları açısından
sermaye piyasası olanaklarından yeterince
yararlanabiliyor mu?**

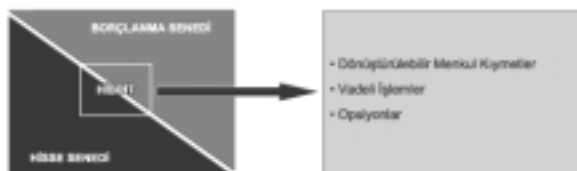
İŞ YATIRIM

Sermaye Piyasaları



İŞ YATIRIM

Sermaye Piyasası Araçları



4

İŞ YATIRIM

Sermaye Piyasası Araçları



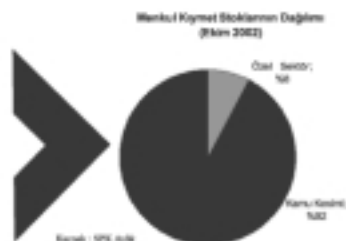
"Sermaye piyasası araçları açısından yeterli bir altyapı var..."

5

İŞ YATIRIM

Menkul Kıymet Stoklarının Dağılımı

- Borçlanma senedi piyasası, kamu borçlanma senetlerinden oluşuyor.
- Halen özel sektör menkul kıymetleri toplamın sadece %5'ini oluşturuyor.
- Özel sektör sadece hisse senetleri aracılığıyla finansman sağlayabiliyor.



“...Ancak, uygulamada sadece kamu borçlanma senetleri ve hisse senetleri aktif”

İŞ YATIRIM

6

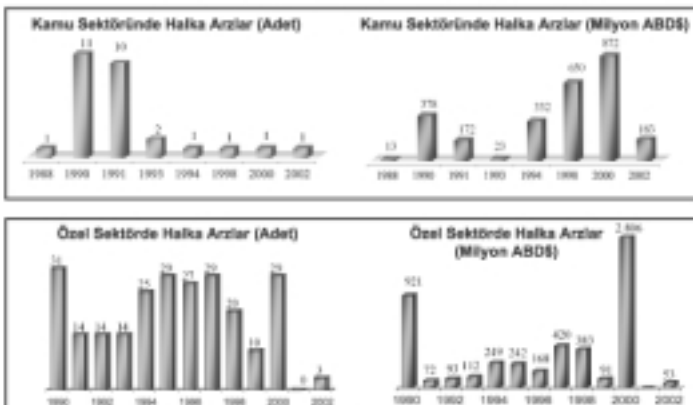
Özel Sektör Tahvil ve Bonosu

- Yapılamamasının nedenleri:
 - Kamu sektörü menkul kıymetlerinin büyük fonları çekmesi
 - Faizlerin yükseldiği ve vergi
- Ancak riskleri düşük olan şirketlerin yurtdışı piyasalara tahvil imkanı mevcut

İŞ YATIRIM

7

Kamu / Özel Sektör Halka Arzları



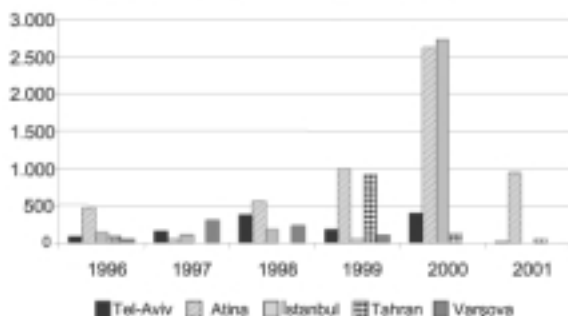
8

Kaynak: İş Yatırım

İŞ YATIRIM

Karşılaştırılabilir Borsalarda Birincil Arz Gelirleri

Karşılaştırılabilir Borsalarda Birincil Halka Arzlar ile Elde Edilen Gelir (Milyon ABD\$) (1996 - 2001)



Kaynak: International Organization of Stock Exchanges (www.iob.com)

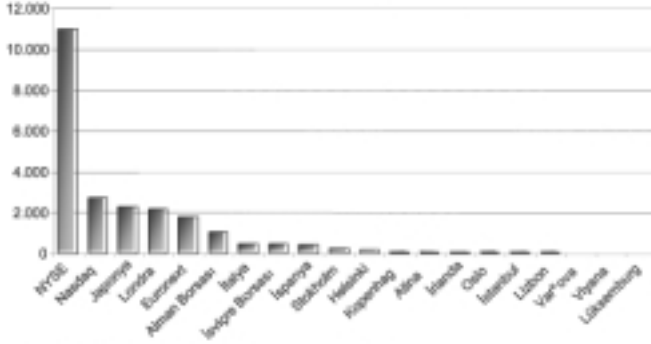
"2000 yılı dışında yeterli performans gösterilemedi..."

9

İŞ YATIRIM

Dünya Borsalarının Piyasa Büyüklükleri

2001 Yılı Sonu Dünya Borsaları Piyasa
Büyüklükleri (Milyar ABD\$)



Kaynak: International Organization of Stock Exchanges (www.fox.com)

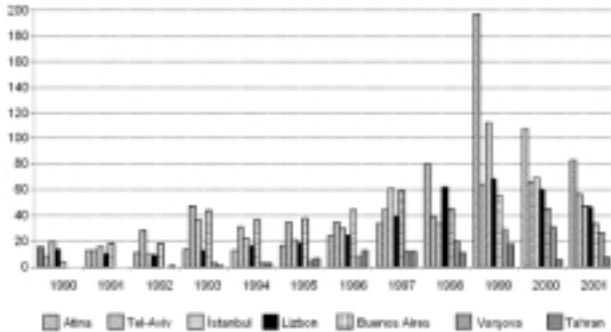
"Piyasa büyüklüğümüz göreceli olarak düşüyor..."

10/1

İŞ YATIRIM

Dünya Borsalarının Piyasa Büyüklükleri

Karşılaştırılabilir Borsaların Toplam Piyasa
Büyüklükleri (Milyar ABD\$) (1990 – 2001)



Kaynak: International Organization of Stock Exchanges (www.fox.com)

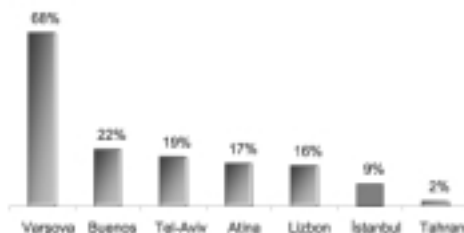
"Piyasa büyüklüğümüz göreceli olarak düşüyor..."

10/2

İŞ YATIRIM

Karşılaştırılabilir Borsaların Büyüklüklerinin Artışı

Piyasa Büyüklüklerinin Kümülatif Artış Hızları
(CAGR) (1990 – 2001)



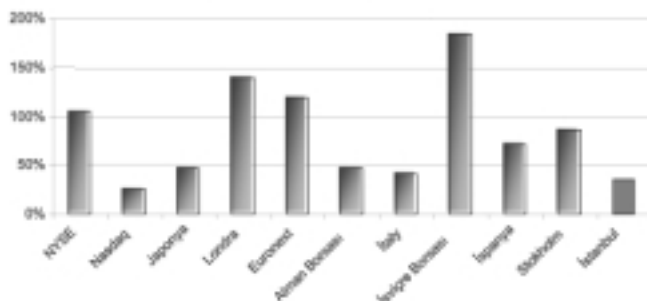
Kaynak: International Organization of Stock Exchanges (www.iosco.com)

11

İŞ YATIRIM

Dünya Borsalarında Piyasa Değeri / GSMH

Dünya Borsaları'nda Piyasa Değeri / GSMH



Kaynak: International Organization of Stock Exchanges (www.iosco.com)

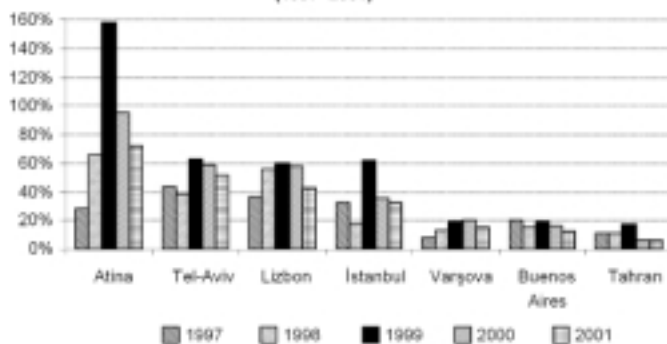
"Büyüme için daha fazla yurtdışı kaynak girişi gerekiyor..."

12/1

İŞ YATIRIM

Dünya Borsalarında Piyasa Değeri / GSMH

Karşılaştırılabilir Borsalarda Piyasa Değeri / GSMH
(1997-2001)



Kaynak: International Organization of Stock Exchanges (www.iosco.org)

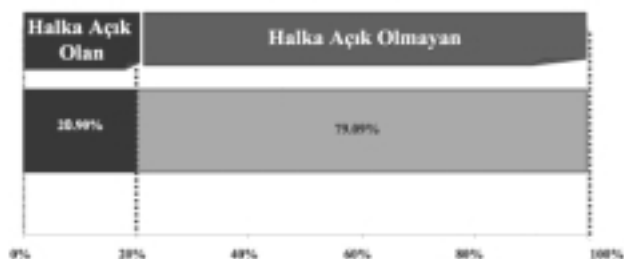
"Büyüme için daha fazla yurtdışı kaynak girişi gerekiyor..."

12/2

İŞ YATIRIM

Arz Değerlendirmesi

İLK 500 SANAYİ KURULUŞU
(3 Milyar ABD\$ < Net Satışlar(2001) < 16 Milyon ABD\$)

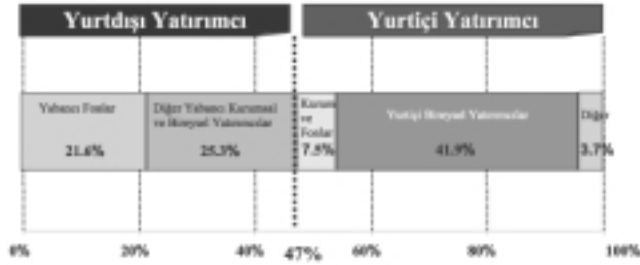


"Büyüme için potansiyel yüksek..."

13

İŞ YATIRIM

Talep Değerlendirmesi

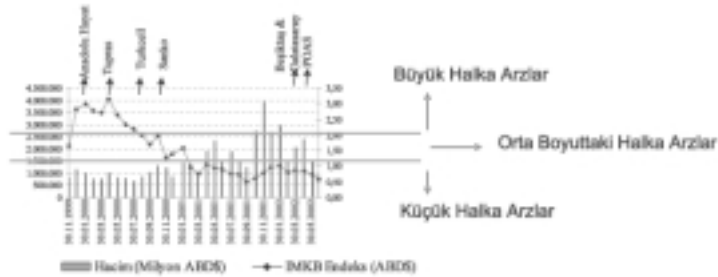


"Daha fazla yabancı yatırımcı, daha geniş kurumsal taban..."

14

İŞ YATIRIM

Halka Arz Zamanlaması

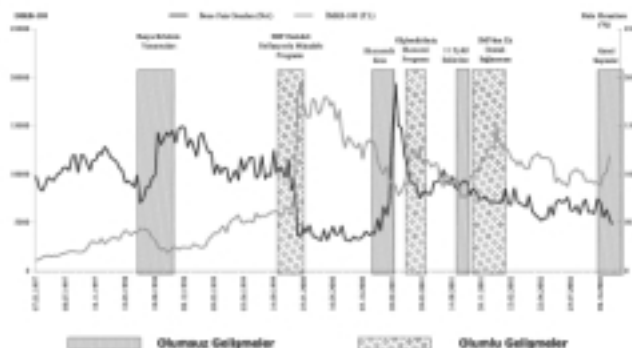


"Orta ve üzeri büyüklükteki halka arzlar için endeks 1 "cent" seviyesininin üzerinde kalmalıdır."

15

İŞ YATIRIM

Bono Faiz Oranları / IMKB 100 Endeksi Karşılaştırması



"Yüksek faiz ortamı sermaye piyasalarının finansman yaratma yeteneğini kısıtlıyor..."

16

İŞ YATIRIM

Diğer Kaynak Yaratma Yöntemleri Finansal Ortaklık

- Bireysel Yatırımcılar
- Şirket Yatırımları
- Yabancı Yatırımcılar (AIG, Safran, ETI...)
- Risk Sermayesi Şirketleri (İş Risk Sermayesi, Vakıf Risk Sermayesi)

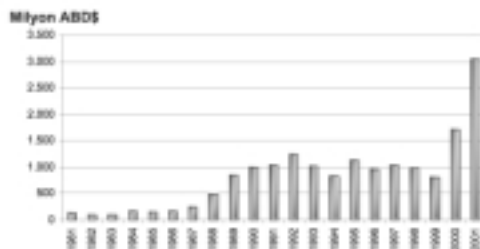
"Küçük ve orta ölçekli firmalar için mutlaka geliştirilmesi ve desteklenmesi gerekiyor..."

17

İŞ YATIRIM

Diğer Kaynak Yaratma Yöntemleri Stratejik Ortaklık

Türkiye'deki Yabancı Yatırımlar



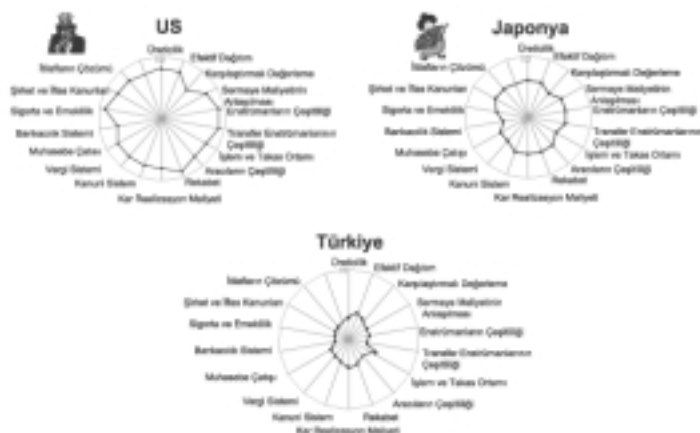
Kaynak: TC Başbakanlık Hazine Bakanlığı

- Türkiye'ye global yatırımların %0.7'sini alabilmektedir.
- Yatırımların %53.2'si üretim, %1.8 tarım, %0.9'u madencilik ve %44.1'i servis sektörüne yöneliktir.
- Bürokratik işlemlerin azaldığı, güçlü ekonomik ortamın hazırlandığı ve yasal altyapının güvenilirliği sağlandığı takdirde artacaktır.

18

İŞ YATIRIM

Sermaye Piyasalarımızın Gelişmişliği



19

İŞ YATIRIM

Diğer Sorunlar

- Konsolide finansal tablolar
- Enflasyon muhasebesi
- Özelleştirme faaliyetlerinin yavaşlaması
- Banka hisse senetleri ile ilgili sorunlar
- Şirketlerin halka açıklık oranlarının düşüklüğü

20

İŞ YATIRIM 

Sonuç ve Öneriler

- Kamu borçlanma gereksiniminin azalması
- Borçlanma senedi yoluyla finansmanın önündeki engellerin kaldırılması
- Kurumsal yatırımcı tabanının gelişmesi
- Yabancı yatırımcıların ilgisinin artırılması
- Alternatif finansman yöntemlerinin desteklenmesi

21

İŞ YATIRIM 

SERMAYE PİYASASINDA VERGİLENDİRME POLİTİKALARI



ŞABAN ERDİKLER

Ernst & Young A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı

Teşekkür ederim Sayın Başkan bana ayrılan süreye sadık kalmaya çalışacağım. Sayın Başkan sunuşlarında altın üçgenden bahsettiler. Aslında olay kare. Çünkü dördüncü bir oyuncu var ortamda; Vergi.

Dördü de kare, işin kötü tarafı da şu üçgen ve kareyi üçgen ve kare olarak algılamıyor, piramit olarak algılıyor. Ve piramidin hazine odasını ele geçirmeye çalışıyor. Sıkıntıların bir kısmı da buradan kaynaklanıyor galiba. Şimdi 165'inci madde var Anayasamızda.

Anayasamızın maddesine bakıldığında sermaye piyasalarının sağlıklı işlemesi ve gelişimiyle sağlanması yetkisi ve görevi devlete verilmiş. Devletin elinde bu yetki ve görevi kullanabileceği çok önemli bir silah var o da elbette mali politikanın en önemli aracı olan vergi politikası. Vergi politikaları devlet sermaye piyasalarına nasıl bir istekte bulunmuş diye bakıldığında Anayasa itibarıyla şunları söylemek mümkün: öncelikle devlet sermaye piyasalarının bu tahakkukla gelişmesi işleyişi adına bir takım maliyetlere katlanmış, doğrudan teşvikler getirmiş. Nedir, bu teşvikler; başında tabi biliyorsunuz halka açık şirketlere sağlanmış olan dağıtılan kar payları üzerindeki stopajın yüzde 16,5'dan yüzde 5,5'a düşürülmesine yol açan bir kolaylık. Bunun net etkisi her ne kadar 16,5'la 5,5 arasında farklılıklar görmüyorsa da gerçekte bu kadar olmuyor, önce şirketin kar dağıtması gerekiyor. Kurumlar vergisinden sonra kalan rakam üzerinden düşüldüğünde azami en iyi şartlarda % 8,5 - 9'larda kalıyor.

Daha aşağı oranları da görme imkanımızda var. İkinci bir teşvik unsuru metro yatırım fonları diye tabir edilen kurumlar A tipi, B tipi olmalarına göre kurumlar vergisini yatırım fonlarından almamaya karar vermiş.     nc  olarak belirtilebilecek doğrudan bir teşvik unsura da menkul kıymet yatırım fonlarından kar payı arzu edenler için sağlanmış vergi istisnası.

Gerçek vergi istisnası bu da devamlı müessesese olarak görmeyi içi el vermemiş. Hemen önümüzdeki günlerde yani 31/12/2002 tarihi itibarıyla bu istisna da ortadan kalkacak, 1/1/2003'den itibaren yatırım fonlarından elde edilen kar payları da gerçek kişiler tarafından vergiye tabi hale gelecek. Doğrudan teşvikler, dolaylı teşvikler başlığı altında söyleyeceğimiz bazı şeyler var. Bunlar, sadece halka açık şirketler, sermaye piyasasının geliştirilmesi adına getirilmiş şeyler değil ama bu piyasaların geliştirilmesi açısından da bir takım katkıları, yararları var.

Prim istisnası bundan önce üzerinde durulması gereken kurumların sermaye artırımlarında, halka arzlarında, hisse senedi ihraç etmeleri halinde başa baş fiyatın üzerinde elde edilen primin emisyon primi olarak kabul ediliyor. Emisyon primi üzerinden hiçbir şekilde vergi alınmaması 2002 sonuna kadar sağlanmış durumda. Bir diğer düzenleme kurumlar vergisi kanalının 328. maddesinde iştiraklerin, sabit kıymetlerin elden çıkarılması halinde sağlanan vergi istisnası var.

Orduda Subay  n görülmüş olmakla beraber önemli sayılan hizmet avantajıdır. Bunun da yine geçerliliği 31/12/2002 tarihinde sona eriyor. Hisse senetleri üzerinden elde edilen karların vergilendirilmesinde gerçek kişilerin için tanınmış olan bir avantaj var. 3 aylık bir dönemin sonunda elden çıkarılan hisse senetlerinin vergilendirilmesi. Yine 2003 sonuna kadar geçerli olmak kaydıyla yapılmıyor. Teşvikler güzel ama bunlara da getirilmiş bazı caydırıcı cezalar ve engellerde var. Bunların başında öncelikle sermaye piyasalarına alternatif piyasa konumunda ki özel sektör, devlet, arasındaki kaynakların paylaşımı konusunda devletin kullandığı unsurlar devlet tahvillerine sağlanmış olan avantajdan bahsetmek gerekiyor.

Devlet tahvilleri biliyorsunuz stopaja dahil değil. Halbuki aynı şartlarda vergilendirilmesi gerekir. Çünkü bunun bir alternatifi olarak düşünülmesi gereken özel sektör tahvillerinde yüzde 13,2 oranında stopaj yapılıyor. Yine belli bir tarihten sonra şimdi devlet tahvilleri için 50 milyar büyüklüğünde olan bir oran 2002 için 79 milyar civarında olması lazım bu tutara kadar elde edilen faiz gelirlerinin belgelendirilmemesi yoluna gidiliyor. Bu da dolayısıyla özel sektörün fon yaratma kapasitesini kabiliyetini aşağı çekiyor.

Banka sigorta muamele vergisi özellikle aracı kurumlar için önemli bir mali unsur olarak karşımıza çıkıyor. O keza damga vergileri, tahvil ihracatından bahsedildiğinde tahviller binde 6 oranında damga vergi oranına tabii bulundurulduğundan bir de yüzde 13,2 oranında stopaj göz önünde bulundurulduğunda tahvil, finansman bonosu benzeri borçlanma araçlarının hiçbir şekilde kullanılabilir kaynak temini olmayacağı kendiliğinden ortaya çıkıyor. Bunlarda getirilen cezalar, caydırıcı önlemler.

Manzarayı bir bütün olarak değerlendirdiğinizde hele özellikle dünyada diğer ülkelerde sermaye piyasalarının vergilendirilmesi alanında yapılanlara bakıldığında Türkiye'de devletin anayasamızın 167. maddesi ile verilen görevi yerine getirmekte çok yeterli çok doğru şeyler yapılmadığını söylememiz gerekiyor.

Devletler bu konularda sermayenin daha çoğunu daha iyi imkanlar sağlamak suretiyle kendilerine çekmek için bayağı iyi çaba sarf ediyorlar, birbirleriyle rekabet içine giriyorlar, hatta bazı örtülü teşvikler de sağladıklarını duyuyoruz, görüyoruz, gözlemliyoruz. Örnek vermek gerekirse mesela Amerika'da. Amerika'da hocamda biraz önce bahsettiler, yıllık geliri 20bin dolara kadar olan hane halklarında yüzde otuzunda hisse senedi mülkiyeti var. 20-50 bin dolar arasında olan hane halklarına bakıldığında onların ellerinde yüzde 50'lerin de üzerinde yine Amerikan şirketlerine ait hisse senetleri var.

Amerika'da vergi oranları hisse senetlerinin elde tutulması suretine bağlı olarak gerçek kişilerde yüzde 18'e kadar indirilmiş, kurumlarda da yüzde 24'e indirilmiş bu oranlar dahi aslında dünyanın 24 gelişmiş ülkesinde menkul sermaye kaynakları veya değer kazançları üzerinden alınmış vergilerin üzerinden alınan ortalama oranlarından yüksek oranlar, dünyaya bakıldığında 24 ülke olan karşı karşıya kaldığımız vergi yükü gerçek kişiler için yüzde 14,8 kurumlar için yüzde 17,5 ortalama gelişmiş ülkede bunlar. Birkaç tane örnek vermek gerekirse mesela Almanya'da hisse senetlerini elden çıkarmaktan doğan kazanç kurumlar vergisi açısından yüzde 45 genel vergi oranı yerine yüzde 0 vergi oranı uygulanıyor. Kanada'da kurumlar üzerindeki vergi yükü gene değer kazançları yüzde 21'den yüzde 14' indirilmiş durumda. Örnekleri çoğaltmak mümkün. Zamanı tasarruflu kullanmak adına diğer örneklerden vazgeçiyorum. Ne yapılması gerekir? Türkiye açısından ona baktığımızda yapılması gereken aslında belli. Aslında dünyada sermaye piyasalarının geliştirilmesiyle ilgili ileri ülkelerde neler yapılmışsa aynı müesseselerin Türkiye içi ufak tefek değişmelerin yapılması gerekiyor. İşte bu noktada yapılması gerekenleri üç ana başlık altında toplamak gerekiyor.

İlk önce fon sağlayıcılar için yapılması gerekenlere bakmak lazım. Burada fon sağlayıcılara

fonun devlet tahviline yatırılması ile özel sektör tahviline yatırılması arasında farklılık yaratan unsurun bertaraf edilmesi lazım. Orada vergilendirmede eşitliğin sağlanması lazım. Aynı piyasada hesap eden birbirine rakip olan unsurlar arasında, birinin kanun yapma yetkisine sahip olması, kendine avantaj sağlaması kolay kolay ideal olmamalıdır diye düşünüyorum.

Aynı şekilde kurumsal yatırımcıların zenginleştirilmesi geliştirilmesi lazım. Bireysel emeklilik kanunu yürürlüğe girdi. Henüz sistem işlemiyor ama bireysel emekliliği vergi yoluyla sağlamış teşviklerdeki yetersizlikler hepimizin dilinde. Yani asgari ücretin 1 yıl sonuyla sınırlandırılmış bireysel emeklilik sisteminden o özenildiği, değindiği gibi 35 milyar dolar gelir elde edilmesi. Bir kaynaktan 35 milyar dolar hasılat elde edilmesi çok kısa bir dönemde eklenebilecek bir şey değil. Komisyon primi istisnası, menkul ve yatırım fonlarından elde edilen kar paylarının 2002 sonuna kadar olan istinaların behamal uzatılması gerekiyor. Tabi aslında gönül daha başka şeyler söyleme istiyor, bu tür istinaların uygulanmasına gerek kalmayacak. Çok da önemli; bu hisselerin yani enflasyondan arındırılmış kazançların vergiye tabi tutulmasını gönül istiyor. Aynı şekilde kayıt dışı kalmış unsurların kayıt altında vergi altına alınmasını sağlayacak önlemlerin bir an önce hayata alınmasını gerek gösteriyor. Gene fon sağlayanlara sağlayacak bir başka vergi tedbiri de şu anda 163'lerde, 164'lerde bulunan kurumlardan elde edilen kar payları üzerindeki vergi yükünün yüzde 50'ler seviyesi en kötü ihtimalle diyelim yüzde 50'ler seviyesine çekilmesi zorunluluğu karşımızda duruyor. Aksi halde hisselerine yatırım yapmak yatırımcılar bakımından vergi sonrası getiri göz önünde bulundurulduğunda hiç de cazip olmayan bir şey. Araçlar bakımından bence üzerinde durulması gereken iki önemli unsur, banka sigorta muamele vergisi ve ikinci unsurda damga vergisi gibi artık çağdaş olmayan vergilerin bir an önce ortadan kaldırılması gerekiyor.

Bu kurumların yapmış oldukları mal alım sebepleriyle üstlendikleri katma değer vergilerinin kendi üzerlerine ilave maliyet bir unsur oluşturması ile karşı karşıyayız. Fon kullananlar; ne yapılması gerekiyor diye baktığımızda öncelikle kurumlar vergisi yükünün aşağı çekilmesi ihtiyacı var. Biraz önce bahsettiğimiz vergi yükünün gerçek kişi bakımından yani kar payı elde eden gerçek kişi bakımından yüzde 50 oranı olması gerektiğini ileri sürdüğümüzde, kurumlar vergisi yükünde en azından halka açık şirketler için bir düzeltme yapılması, bir indirim mekanizmasının getirilmesi, halka açık olanlara vergi indirimi yapılması düşünülebilir. Stopaj oranları üzerinde de oynamak gerekir. Eğer şuandaki hissem devam edecekse yüzde 5,5 oranındaki verginin yüzde 0'a düşürülmesi ve bunun hiçbir şekilde kamu gelirlerinde azaltma yaratmayacağı iddiasının arkasında duruyorum. Çok açıklıkla

bunu söyleyebilirim.

Nihai olarak şunu söylemek gerekiyor. Türkiye'de hep vergi gelirlerinden vergi harcamalarından bahsedilir. Vergi gelirleri devletin topladığı vergilerdir. Vergi harcamalarında istisnalar, indirimler, muafiyetler yoluyla devletin toplamaktan vazgeçtiği kaynaklardan bahsedilir. Artık bizim vergi terminolojisine de vergi yatırımı kavramının gelmesi lazım. Çünkü yapılan çalışmalar, çeşitli konuşmacılar tarafından dile getirildiği gibi sermaye piyasamızın geliştirilmesi anlamında alınacak tedbirlere, sağlanacak indirimlere verilecek istisnalar ortaya çıkmış durumdadır. Türkiye'nin de benzer durumla karşılaşması zannediyorum mukadderdir. Vaktimi aşmamaya çalıştım. Hepinize şükranlarımı sunarım. Teşekkürler.

!@

**REEL SEKTÖRE FİNANSMAN TEMİNİ
KONUSUNDA SERMAYE PİYASALARININ
ETKİNLİĞİNİ ARTIRICI VERGİSEL
POLİTİKALAR**



ŞABAN ERDİKLER

12 ARALIK 2002

!@

MEVCUT DURUM

Türkiye ekonomisi, kamu finansman açıkları sebebiyle yaşanan ekonomik krizler neticesinde bugün kırılgan bir noktadadır.

Ancak, krizin başlıca sebebi kamu finansman açıkları olmakla beraber, ekonominin bu kırılgan yapısının olumsuz etkileri, daha çok reel sektör üzerinde görülmektedir.

Çünkü, zaman içinde, kıt kaynakların her geçen yıl biraz daha fazla bir bölümünün, yüksek faiz oranları ve sağlanan vergi avantajları ile kamu kesimine aktarılması, reel sektörü kaynak sıkıntısı ile karşı karşıya getirmiştir.

2

!@

MEVCUT DURUM

Türkiye'deki reel sektör aktörlerinin zayıf sermaye yapıları da, yaşanan krizlerin sonuçlarının daha ağır hissedilmesine yol açmıştır.

İçinde bulunulan bu olumsuz durumdan çıkış, finans piyasalarının düzgün ve disiplinli çalışmasının temini kadar, muhakkak ki reel sektörün sağlıklı bir mali bünyeye kavuşturulmasına da bağlıdır.

Bu çerçevede, reel sektör kuruluşlarının varlıklarını devam ettirebilmeleri bakımından sermaye yapılarını güçlendirme gereği, bir zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadır.

3

!@

FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Reel sektör kuruluşları, bugün itibarıyla, finansman temini konusunda;

- ✓ sermayelerini kendi kaynakları ile güçlendirme,
- ✓ finans kurumlarından kredi temin etme,
- ✓ yabancı ortak bulma,
- ✓ sermaye piyasası araçlarını kullanma,

gibi yöntemleri kullanabilmektedirler.

4

!@

FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Ancak, mevcut ekonomik konjonktürde, kurumların;

- kaynak yetersizliği nedeniyle sermayelerini güçlendirmelerine,
- finans kuruluşlarından katlanılabilir maliyetlerle finansman temin etmelerine,
- uygun koşullarda ve doğru bir yabancı ortak bulmalarına,

maalesef çok fazla imkan bulunmamaktadır.

5

!@

FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Bu çerçevede reel sektör kuruluşlarının, fon temini konusunda, sermaye piyasalarını ;

- ✓ halka arz yolu ile öz kaynak yaratabilmek,
- ✓ tahvil ve bono ihraç etmek sureti ile uzun vadeli yabancı kaynak temin edebilmek,
- ✓ leasing, factoring, vb. finansal enstrümanları daha geniş kullanarak alternatif fon imkanı oluşturabilmek,

amacıyla daha etkin olarak kullanmak durumunda oldukları bir gerçektir.

6



FİNANSMAN TEMİNİ HUSUSUNDA SERMAYE PİYASALARI

Sermaye piyasalarının fon temini konusunda doğru alternatif olabilmesi için;

- ✓ gerek, bu fonlara ihtiyaç duyan kurumların bu suretle fon temin etmeye, ve
 - ✓ gerekse, gerçek ve tüzel kişilerin bu fonlara kaynak sağlamaya
- özendirilmeleri gerekmektedir.

İzlenecek vergi politikaları, işte bu noktada büyük önem arz etmektedir.

7



FİNANSMAN TEMİNİ HUSUSUNDA SERMAYE PİYASALARI

Konuyla ilgili önemli bir nokta da, bu politikalar belirlenirken, olaya sadece vergi geliri veya kaybı olarak değil daha geniş bir perspektiften bakılması ihtiyacının bulunduğudır.

Daha açık bir ifade ile, kamu yönetimi, söz konusu politikaları belirlerken, bu konu ile ilgili olarak sağlanacak vergi istisnaları ve indirimleri sonucunda genel ekonomide sağlanacak ekonomik ve sosyal faydaların, Hazinesin bu düzenlemeler sonucunda karşı karşıya kalacağı vergi kaybını rahatlıkla telafi edeceğini göz önüne almalıdır.

8

!@

GELİŞMİŞ ÜLKELERDE İZLENEN VERGİ POLİTİKALARI

Sermaye piyasalarının reel sektöre fon temini konusunda izlenecek vergi politikaları, bütün gelişmiş ülkelerde tartışılacak bir konudur. Gelişmiş ülkeler arasında, menkul sermaye kazançlarının (capital gains) vergilendirilmesinde;

- ✓ Gerek, yerel sermaye birikimi oluşturulması,
- ✓ Gerek, bireysel yatırımcıların tasarruflarını yatırımlara aktarmaları, ve
- ✓ Gerekse, yabancı sermayeyi kalıcı olarak ülkeye çekebilme,

amacına yönelik ortak bir vergi politikası izlendiğini söylemek mümkün değildir.

9

!@

GELİŞMİŞ ÜLKELERDE İZLENEN VERGİ POLİTİKALARI

Ancak, özellikle geçmiş 5-7 yıllık dönemde, gelişmiş ülkelerin hükümetlerinin, menkul kıymetlerden elde edilen kazançların vergilendirilmesinde, bireysel ve kurumsal yatırımcıları, sermaye piyasalarına fon temini konusunda teşvik etmek amacıyla vergi indirimlerine gittiklerini söylemek mümkündür.

10



GELİŞMİŞ ÜLKELERDE İZLENEN VERGİ POLİTİKALARI

Sermaye piyasaları en gelişmiş ülke olarak bilinen ve yıllık geliri \$20.000 altında olan hane halklarının %30'unun, \$20.000 - \$50.000 arası geliri olan hane halklarının %54'ünün sermaye piyasalarında yatırımının bulunduğu ABD'de, ekonomiyi güçlendirmek ve yatırımları teşvik etmek amacıyla, gerçek kişiler üzerindeki vergi yükü % 35'den, menkul kıymeti elde bulundurma süresine bağlı olarak ; % 18' e kadar indirilmiştir.

- ✓ 1 yıldan fazla elde bulundurulan menkul sermayeden elde edilen kazançlarda % 28,
- ✓ En az 18 ay elde bulundurulan menkul sermayeden elde edilen kazançlarda % 20,
- ✓ 5 yıldan uzun süreli elde bulundurulan menkul sermayeden elde edilen kazançlarda % 18,

11



GELİŞMİŞ ÜLKELERDE İZLENEN VERGİ POLİTİKALARI

Bu oranlara rağmen, ABD, uzun vadeli menkul sermaye kazançlarının vergilenmesi bakımından, gelişmiş (24) ülke arasında, gerçek kişiler üzerindeki %20'lik oranla %14.8'lik ortalamanın ; kurumlar üzerindeki %35 oranıyla %17.5'lik ortalamanın hayli üzerinde bulunmaktadır.

12



GELİŞMİŞ ÜLKELERDE İZLENEN VERGİ POLİTİKALARI

Bunun yanı sıra,

- ✓ Almanya, hisse senetlerinin elden çıkarılmasından doğan kazançları, kurumlar bakımından %45'den %60'a (gerçek kişilerin menkul sermaye kazançları vergiye tabi bulunmamaktadır),
- ✓ Kanada, gerçek kişilerce elde edilen menkul kıymet gelirleri üzerindeki vergi yükünü % 21.7'den % 19.1'e ; kurumlar üzerindeki vergi yükünü ise % 21.8'den %14.4'e ;
- ✓ Avustralya ise, gerçek kişilerce elde edilen menkul kıymet gelirleri üzerindeki vergi yükünü %48.5'den (enflasyon indirimi sonrası) %24'e (enflasyon indirimi olmaksızın), kurumlar üzerindeki vergi yükünü de %36'dan %30'a indirmiştir.

13



ACİL VERGİ EYLEM PLANI (1)

31.12.2002 itibariyle konu ile ilgili sona erecek düzenlemelerden:

- ✓ anonim şirketlerin kuruluşlarında veya sermayelerini artırdıkları sırada çıkardıkları hisse senetlerinin itibari değerlerinin üzerinde elden çıkarılmasından sağlanan ve kurumlar vergisinden istisna bulunan kazançların (emisyon primleri) , 4444 sayılı Kanunla KVK'na eklenen Geçici 28 inci madde (b bendi) hükmü gereğince, 1999-2002 yılları arasında, GVK'nun 94 üncü maddesinin birinci fıkrasının 6 numaralı bendi (b-ii) hükmüne göre yapılan gelir vergisi tevkifatından da istisna edilmesi uygulamasına devam edilmesi,

14



ACİL VERGİ EYLEM PLANI (2)

- ✓ tevkif suretiyle vergilendirilmiş bulunan mevduat faizi, özel finans kurumlarınca ödenen kar payları, repo kazançları ve menkul kıymet yatırım fonu kar payları için, GVK'nun Geçici 55 inci maddesi hükmüne dayanılarak yapılan geçici süreli (1999-2002 yılları arasında), " yıllık beyanname verilmemesi " uygulamasına devam edilmesinin,
- ✓ GVK'nun Geçici 56 ncı maddesi hükmüne göre yapılan, (3) aydan daha fazla süre elde tutulan hisse senetlerinin alım satımından elde edilen kazançların vergi dışı bırakılması uygulamasının sürdürülmesinin,

15



ACİL VERGİ EYLEM PLANI (3)

- ✓ Kurumların mali bünyelerini güçlendirmeye yönelik olarak, KVK'na 4444 sayılı Kanunla eklenen Geçici 28 inci madde hükmü kapsamında yapılmakta olan , iştirak hisseleri ve gayrimenkullerin satış kazançlarının sermayeye eklenmek şartıyla kurumlar vergisinden istisna edilmesi uygulamasının sürdürülmesinin, .
- ✓ Aynı amaca yönelik olarak, yine aynı madde hükmü kapsamında yapılmakta olan, kurumların üretim tesislerinin ve bu tesislere ilişkin gayrimenkullerinin yeni kurulan bir sermaye şirketine aynı sermaye olarak konulmasından sağlanan kazançların, belli şartlarla, kurumlar vergisinden ve istisna stopajından istisna edilmesine ilişkin uygulamaya devam edilmesinin,

16

!@

ACİL VERGİ EYLEM PLANI (4)

- ✓ 4761 sayılı Kanun hükümlerine dayanılarak, sınırlı bir süre için gerçekleştirilen (31.12.2002 tarihine kadar) , mevcut ve yeni kurulacak sermaye şirketlerine, aynı veya nakdi sermaye olarak konulacak değerlerin, gerçek kişiler yönünden bir vergi incelemesine veya tarhiyatına konu edilmemesi uygulamasına, 2003 yılı sonuna kadar devam edilmesinin,

17

!@

ACİL VERGİ EYLEM PLANI (5)

Diğer yandan,

- ✓ Mevduat faizi ve repo kazançları üzerindeki gelir vergisi tevkifatı oranları (halen mevduat faizleri üzerinde, vadelerine bağlı olarak, fon payı dahil % 6,6 ile % 17,6 arasında değişen oranlarda ; repo kazançlarında ise % 22 oranında tevkifat yükü bulunmaktadır) indirilerek kredi maliyetlerinin ucuzlatılmasının,
- ✓ Gerçek kişilerce elde edilen Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili faiz gelirleri ile alım-satım kazançlarına sağlanan ve diğer yatırım enstrümanları ile haksız rekabete yol açan vergi avantajlarının tedricen kaldırılması ve bu yolla ekonomiye kaynak akışının sağlanmasının, gerekli olduğunu düşünüyoruz.

18



ALTERNATİF VERGİ POLİTİKALARI

Reel sektörün finansman ihtiyacının karşılanmasına yönelik olarak,

- ✓ Kurumların tahvil ihraç etmelerini teşvik edip bu yolla finansman temin etmelerini sağlamak üzere, özel sektör kuruluşlarınca çıkarılan tahviller için uygulanan %12 lik stopaj oranı, Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu'nda olduğu gibi %0'a indirilebilir ;
- ✓ Söz konusu tahvillerden elde edilecek faiz gelirlerinin kurumlar vergisinden istisna edilmesi sağlanabilir,
- ✓ Bu tahvillerden faiz geliri elde edecek gerçek kişiler bakımından, bu gelirler beyan dışı bırakılabilir.

19



ALTERNATİF VERGİ POLİTİKALARI

Her ne kadar, Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca, hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için kar payı dağıtma zorunluluğu bulunmasa ve kanun uyarınca ayrılması gereken birinci temettü oranı % 20' ye indirilmiş olsa dahi, finansmanın kısıtlı ve pahalı olduğu bir ortamda, dağıtılan kar payları üzerinden mevcut % 5.5'lik stopaj oranı, nakit çıkışı suretiyle kurumlara ek bir maliyet getirmektedir.

20



ALTERNATİF VERGİ POLİTİKALARI

2001 yılı itibarıyla, dağıtılan karlar üzerinden, GVK'nun 94 üncü maddesinin 6-b numaralı bendi uyarınca yapılan gelir vergisi tevkifatı toplamının, toplam gelir vergisi tahsilatı içindeki payının % 1.1 olduğu dikkate alınarak ;

- ✓ Stopaj oranının % 5.5'den % 0'a indirilebilir,
- ✓ Gerçek kişilerin hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerden elde ettikleri kar paylarını gelir vergisinden istisna edilebilir.

Bu düzenlemeler, reel sektöre finansman temini konusunda önemli yararlar sağlarken ; vergi tahsilatı yönünden de büyük kayıplara sebep olmayacaktır.

21



ATIL KAYNAKLARIN SERMAYE PİYASASI ÜZERİNDEN EKONOMİYE KAZANDIRILMASI



MUHARREM KARŞLI
İstanbul Milletvekili

Değerli meslektaşlarım burada hem konuk olarak, belki bir nebze ev sahibi olarak size hitap ettiğimi hissediyorum. Hepinize saygılarımı sunuyorum. Biraz politikacı gibi giriş yaptım ama, bir atasözümüz vardır biliyorsunuz, gerçi benim en sona kalmam onorer sebeplere dayanmakla beraber, atasözüm de derki 'sona kalan dona kalır'. Bana ayrılan süre içinde ben size finansal teorisinin derinlerine dalmadan mümkün mertebe sığ sularda dolaşarak ve karaya oturmamaya çalışarak, bir şeyler anlatmaya çalışacağım. Teşekkürler.

Şimdi bizim konumuz "atıl kaynakların ekonominin sermaye piyasası yoluyla nasıl kazandırılacağı" sorusunu içeriyor. Kendi kendimize şu birkaç soruyu sormamız lazım. Öncelikle 'ekonomideki atıl kaynaklar nelerdir?', Hangi sebeplerle atıl durumda kalmışlardır, neden ortaya çıkamamışlardır? İkinci sorumuz, bu atıl kaynakların ortaya çıkarılması için atıl olmaktan çıkarılması için bunlara sermaye piyasasını nasıl alternatif hale getirebiliriz, ve nihayet sermaye piyasaları hangi araçları kullanarak klasik araçlar ya da yeni araçlar olmak üzere hangi araçları kullanarak bu atıl kaynakları kullanıma çıkarabilir?

Şimdi sahipler üzerinde kısaca şöyle duralım isterseniz. Aslında yeni bir konu değil, ben hatırlıyorum daha evvel ki panellerde defalarca ele alınmış ve çözüm aranmış konulardır. Yeni bir şey söylemeyeceğiz tabi burada bilgi sonunda kendime göre yeni bir şeyler söylemeye çalışacağım bu sahipler arasında en önemlisi belki güven ve güvensizlik sahiğiyle saklanan külçe altın,döviz, cumhuriyet altını ve bir miktar da takı, altın,

mücevherat.

Daha önceki tecrübeler göstermiştir ki ve ben de inanıyorum halkın elindeki takıları katiyen onların elinden alamazsınız. 27 Mayıs'tan sonra alyanslarımızı vermiştik. Alyanslarımızdan sonra lojmanlar falan yapıldı, o veya buna benzer sebeplerle bu devirde kimsenin -Anadolu kadınının- boynundaki altını kolundaki bileziği alamazsınız. Ne kalıyor geriye yastık altındaki, tabi bunun adı yastık altı. Banka kasaları, şirket kasalarında bulunan külçe altınları yok değil. Cumhuriyet altınları, reşat altınları vs. Bunları da piyasaya çıkarmamız için çok çalışmamız lazım. Bunların miktarı hakkında kimi 1500 ton diyor, kimi 25 bin diyor, sermaye piyasalarında yapılan halka arzların miktarı kadar diyenler var. Hepsisi spekülatif tahminlere dayanıyor. Bunları çıkarmak da çok kolay değil, ama başta güven unsuru olmak üzere iyi enstrümanlar ortaya çıkarılırsa, bunların bir kısmını ekonomiye kazandırmak mümkün olabilir. Abdülkadir Bey'in bir önerisi vardı; şimdi aklıma geldi: Düğünlerde altın yerine toplu iğneyle gelinlerin damatların yakasına hisse senedi takalım. Bu fena bir fikir değil. Ben ilk davet edildiğim düğünde inşallah deneyeceğim. Tabi örnek olmakta bize düşer herhalde. Fakat hisse senedi ve tahvillerin, menkul kıymetlerin demetalize edilmemesi yoluna yani kağıda basılmaması yoluna gidiildiği zaman onların yakasına belki onları temsil eden bir saklama makbuzu sertifikası gibi bir şey olabilir. Denenmesi gereken denemesinde fayda olan bir konudur sanıyorum.

Bu kaynakları, yani yastık altındakini çıkarmanın en iyi yolu da milli paraya güven sağlamak. Sanıyorum milli paraya güven yavaş yavaş geliyor. Enflasyonun %30 altına düşmesi ihtimali kuvvetli. Yılbaşı itibariyle çok da kalmadı tek rakamlı sayılara gelmeye. Onlara da bir iki sene içinde ulaşırsak paramıza güven gelir, bunlar ortaya çıkmaya başlar. Böylece ekonomi, kaynakları kullanma imkanı bulur.

Bir de işte demin hemen söz etmeye başladığım gibi servetin kaynağının sorulması, kayıt dışı piyasadaki sermayeler, paralar... Hangi firmaya giderseniz gidin bir kasa sayımı yapın aniden, kasalarda mutlaka kasa hesabında gösterilen bakiyeden fazla para vardır. Tüccarlar korku içindedir. Maliyeden gelirden kasamı sayar mı? Yalnız kasa değil, emtiya depolarına bakın, emtiya hesabının bakiyesinden çok emtiya vardır. Stok vardır. Mamul mal vardır, pamuk vardır. Şimdi bunların da piyasaya çıkarılması gerekiyor.

Bunları piyasaya çıkarmamız için ne yapmamız lazım? Telaffuzu bile hoş değil belki, ben de karşıyım ama, bir mali af, stok affı, kasa affı çıkarılması gündemdedir. Bunun için bizim uzmanlarımız çalışıyorlar. İnşallah yakında. Zaten biliyorsunuz mali milat kaldırıldı. Mali miladin ertelenmesi ile kaldırılmasıyla ertelenmesi çok hani efendim erteleyelim 2 sene

erteleyelim. Erteleme lafını piyasa kabul edeceğini ben sanmıyorum. Kaldırdım diyeceksiniz 2 sene sonra tekrar koymak isterseniz, koyarsınız. Problem değil. Ama erteleme dersenez, güven veremezsiniz. Para çıkmayacak, yurtdışındaki paralar, yurtdışından dolaşarak gelen -hani bıyıklı yabancılar dediğimiz- yatırımcıların paraları daha kolay bir şekilde gelecektir. Kayıt dışını kayıt içine almak suretiyle, çünkü kayıt dışında olan parayı ve stoku sahibi rahat rahat kullanamıyor, korkuyor. Şimdi kayıt dışı olarak kasalarda bulunan kasa fazlalarını, bir zamanlar benim tahvil ihracatıyla uğraştığım yıllarda, şirketler kapalı devre tahvil ihraç etme suretiyle kayıt içine alırlardı. Yani sermaye piyasası kurulundan izin alıp, halka arz etmeyeceğim diye izin alıp şirketin ortaklarına paylaştırmak suretiyle bu kasadaki para sanki ortaklardan gelmiş gibi, tahvil hasılatı şeklinde kayıtlara böylece kayıt içine alınıyordu. Ama şimdi bunun da bir sınırı var, üstelik çok külfeti var, formalitesi var. İzinler alınacak, tahviller bastırılacak ve sonra tahvilin vadesi gelince bunu yenilemek gerekiyor. Ve bir süre şişmiş, birikmiş kasayı kayıt içine alabiliyor, devamlı kasa şişiyor. Üstelik daha evvel ihraç edilen tahvillerin vadesi geldiğinde 2 misli, 3 misli, 5 misli çığ gibi üst üste büyüyecek, bunlar iyi yollar değil. Bir kasa ve stok affı uygulamak suretiyle bunları ekonomiye kazandırmak bence en iyi yol olacaktır. Arazi de olsa, bence teorik olarak çok makbul bir yol olmasa da biz buna mecburuz.

Maliyede birikmiş dosyalar var. Mahkemelerde birikmiş yüzbinlerce dosya var. Mahkeme ve maliye kontrollerini de böylece biraz ferahlatmış oluruz. Dini inanışlar nedeniyle ekonomiye girmeyen para ve kıymetler var. Bunlar içinde bence bir şeyler yapılması lazım. Bir çok insan faiz almak istemiyor. Faizsiz mevduat sistemleri var, özel finans kurumlarında. Özel finans kurumlarına devlet iyi gözle bakmıyor. Yeşil sermayedir diyor, irticadır diyor, bence bu gibi yaklaşımlar yanlıştır. Bakın memleketimizdeki yabancı bankalar bile faizsiz hesaplar açma girişimlerinde bulunuyorlar. Bunu bir gerçek olarak, likitin bir gerçeği olarak görür, buna ters bir bakışla bakmamak gerektiğine inanıyorum.

Yurtdışında çalışan işçilerimizin yabancı ülke bankalarında paraları var. Bu paralar belki bankada durduğu için, belki mevduat olduğu için ya da hisse senedi, tahvile yatırılmış olduğu için, bunları onlar açısından atıl para sayamasak bile bizim açımızdan atıl paradır. Buraya gelmesi mümkünken gelmeyen para bizim için atıl paradır. O paraları da buraya getirmek için yeni bir takım enstrümanlar bulmak lazım. Maalesef halka açık işçi şirketleri kuruldu bu memlekette ve bunlar ortaklarını büyük hayal kırıklıklarına uğrattılar.

Bir türlü legal bir işçi çalışma düzenine girememiş işçi şirketlerimiz var. Bunların üzerinde sermaye piyasası kurulu çalışıyor. Ve bunları tamamiyle umumen kabul edilmiş muhasebe standartlarına uygun çalışır hale getirmek gerekir ki, bundan sonra da yeni büyük hayal

kırıklıkları olmasın. Meseleye uzun vadeli bakarsak, belki ilerde bu şekilde parasını kaptırmış bu şekilde zarara uğramış insanlar bunları unutularda yeni gelen nesiller memleketimizde yeni kurulacak şirketlere ama düzgün bir şekilde paralarını getirirler, paralarını yatırırlar. Uzun vadeli tedbir olarak bunun da önemli olduğuna inanıyorum.

Ben şu husus üzerinde biraz fazla durmak istiyorum. Türkiye bir turizm ülkesi haline geldi. Bir turizm ülkesine tur operatörlerinin girişimleriyle gelen turistler fazla para bırakmıyorlar biliyorsunuz. Daha ziyade tur operatörleri parayı kazanıyor. Oteller, bize uygulanan oda ücretlerinin belki daha yarısıyla onlara hizmet veriyor. Daha ziyade parayı yabancılar kazanıyor. Oysa memleketimize yerleşmiş ya da memleketimizde yazlık ev sahibi olmuş yabancılar var. Antalya civarında benim tahminimce 10 bin Alman vatandaşı var. Orada ev sahibi olmuş villa sahibi olmuş her sene Antalya'ya geliyor. İspanyollar bu işi çok iyi becermişlerdir. İspanya'nın Costa Bravo sahillerinde ya da Costa Delzoll sahillerinde tahminen 10 bin villa yapıp Kuzey Avrupalılara satılmıştır. İsveçliler, Norveçliler kıştan kurtulur kurtulmaz ya da kışın biraz nefes almak için İspanya'ya geliyorlar. Kendi evlerinde oturmak için. Kendi evlerinde oturmak demek bir yabancı ülkenin oraya abone olması demektir. Her sene oraya gelmesi demek. Tur operatörleriyle günlük, haftalık turlarla gelen gibi değil. Belki aylarca kalan temelli kalan insanlar çarşıda pazarda bırakın evinin boyasına badanasına bile para vermek zorundadır.

Turizmin en iyi yolu da budur. Onlara gayri menkul satabilmek lazım. Gayrimenkul satışı konusunda bazı problemler var. Özellikle bugün 11 Eylül olaylarından sonra Avrupa'ya Amerika'ya turist olarak dahi gitmek istemeyen oralarda dışlandığını hisseden kötü gözlen bakıldığını hisseden Orta Doğu ve Arap turistler artık Türkiye'ye gelmek istiyor. Biliyorsunuz ;bir Sarıyer vakası, Yalova, Gökçe Dere vakaları; oralarda Arap vatandaşları Orta Doğulu Arap olması da şart değil, bunlar gelip ev almak istiyorlardı bunların gayri menkul edinmesine imkan tanıyan bir yönetmeliği, düzenlemeyi diyelim danıştay iptal etti. İptal sebebi de o ülkelerin hükümetleri bizim vatandaşlarımıza orada gayrimenkul edinme hakkını tanımıyorlar, bizde onlara tanımayız. E güzel de şimdi Alman turistler buraya gelirken vize alıyorlar mı? Avrupa Birliği üyesi hiçbir ülke vize almadan Türkiye'ye gelebiliyor. Ama biz bir Almanya'ya gitmek istediğimizde bize yapmadıkları işkenceyi bırakmıyorlar. Üstelik grupla gelen, turla gelen Alman, Fransız, İngiliz vatandaşları pasaport dahi getirmiyorlar. Bundan haberiniz var mı bilmiyorum. Kimlik cüzdanlarını ceplerine koyuyorlar geliyorlar. Hani mütakabiliyet nerede kaldı. Yani böyle bir takım tabularla hareket etmek yerine Türkiye'ye para getirecek, ister Arap sermayesi ister, Alman sermayesi, ister Amerikan sermayesi ne olursa olsun iş yapmayı, bırakın iş yapmayı eğer iş adamı değilse

villa alıp oturmaya gelen herkesin başımızın üzerinde yeri olması lazım. Şimdi burada tapu sorunları var. Yatırılan gayri menkulün icabında paraya çevrilmesi. Buradan başka ülkeye gitmek istiyor olabilirler, bu gibi sorunlar var. Bu sorunları ben gayri menkul yatırım ortaklıklarının kökünden çözeceğine inanıyorum. Gayri menkul yatırım ortaklıkları kurulacak inşallah. Bunlar Göksu Derede mi olur, Kurtköy'de mi olur, ham araziler alacaklar buralarda yazlık kışlık siteler yapacaklar, bunun içine ticaret iş merkezleri, alışveriş merkezleri, sinemalar, tiyatrolar, okullar, hastaneler açacaklar. Bunlar hem yerli halka hem de yabancılara Antalya'da belki Ege'nin Akdeniz'in güzel yerlerinde bu gibi güzel yerler yapılacak ve Avrupalılara, Araplara, Amerikalılara, İsveçlilere gayri menkul yatırım ortaklıklarının sertifikaları şeklinde bunlar satılacak. Bir defa satarken harç vermeyeceksiniz, tapu harcı vermeyeceksiniz, tapu işlemi diye bir şey yok. Hamiline yaparsanız aldım verdim bitti gitti. Bir tek kaybetme tehlikesi var. Normal yazılıda olabilir. Veraset vergisi yok. Sahibi öldüğü zaman hisse sentlerini kim alırsa hatta paylaşmak mümkün bir villanın bir dairenin kaç hisse senedi varsa onları ölenin varislerinin aralarında paylaşması son derece kolay. Veraset vergisi de yok yani bu gibi avantajlarından yararlanmak suretiyle gayri menkul yatırım ortaklıklarını atıl kaynakları ekonomiye kazandırmakta en önemli ve en verimli haraç olarak kullanabileceğimize ben inanıyorum. Hepinize teşekkürlerimi ediyor, saygılarımı sunuyorum.

SORU CEVAP

SORU: Borsa Yatırımcıları Derneği kısa adıyla BORYAD üyesi olarak Sayın Konukoğlu'na bir soru soracağım. Spesifik bir örnek, Sanko Pazarlamanın halka açılması yolu ile okuduğumuz gibi sermaye piyasası sistemi içinde bir finansman yapıldı. Halka açıldığı dolar bazıyla, doların Türk lirası kuruyla sağlanan finansmanın milyon dolar olarak miktarı ne idi. Bugünkü elbette ekonomik şartlar nedeniyle içinde bulunduğumuz şartları biliyoruz aynı hisse senedinin miktarının bugünkü dolar değeri nedir? Bu soruyu hüsnüniyetle soruyoruz? Bu iki dolar değerini kıyaslamak istiyoruz. Ben size örnekleri vereyim. O zaman 230 milyon dolardı şirketin toplam piyasa değeri bugün 96 milyon dolar. Bunun sırf finanse edilen tasarruf sahipleri tarafından, halka açılmayı finanse edilen kısmını soruyoruz. Birde kendilerinden bir ricamız var İş Yatırım idareliğiyle halka açıldılar ve halka açılma takdimleri İstanbul'da yapıldı genel kurulun Antep'te değil İstanbul'da yapılması için gerekli hukuki tedbirleri almalarını kendilerinden rica ediyorum. Karar kendilerine ait. Çok teşekkür ediyorum.

ABDÜLKADİR KONUKOĞLU: O günkü dolar bazı, şimdi dolar bazını bilmiyorum. Burada ekonominin getirdiği şartlara baktığınız zaman aslında şirkette ne değişti hiçbir şey değişmedi. Hatta fazla para vardı. Geçen gün dağıttık onu. Şirkette fazla para olduğu için ortaklara dağıttık. Genel kurula gelince neden merkezi Gaziantep'te olduğu için genel kurulu getiriyoruz. Çünkü o bölgedeki hissedar sayımız İstanbul bölgemizden daha çok, genelde bizim hisselerin bir bölümü hemen hemen daha doğrusu ağırlığı Anadolu'da o bakımdan onu düşünüyoruz ama bunu da düşümleriz. Ama dediğim gibi dolar bazında olması garanti eğer kanun gerekse, benim ilk teklifim oydu hatırlarsanız, aslında ona da biz holding olarak vardık. Bizim asıl amacımız sadece ortaklardan para toplamak değil prestij için biz o şirketi açtık. Yurtdışından bize şu sual geliyordu halka açık şirketiniz mi, hayır, peki çok ortaklı şirketiniz mi, hayır, siz zaten profesyonelleşmemişsiniz dedikleri için biz halka açtık. Bunu da belirtmek isterim. Şimdide diyoruz ki halka açık şirketimiz var yurtdışından dört tane %50 ortaklıklı şirketimiz var. Onun için şimdi ortak bulmamız daha kolaylaştı. Hisse senedimizi alanlara teşekkür ediyorum.

SORU: Ben, Camiş Menkul Değerlerden Semih Ata ınar, Sayın şaban Erdikler'e bir soru sormak istiyorum. Biraz önce bu kar paylarından alınan vergiyle ilgili aşağı çekilmesinden bahsetmiştiniz. Ben esasından bunun tamamen mükerrer bir vergi olduğunu ve kaldırılması gerektiğini düşünüyorum. şöyle ki ben kendim örneğin pamuk alıp satsam, buradan bir kar elde etmesem ve dşebileceğim masraflarımı da bundan dştkten sonra bir gelir vergisi vereceğim. Başka bir şey vermeyeceğim. Ama ben diyorum ki Sayın Konukoğlu siz bu işi çok iyi biliyorsunuz müşterileriniz var, alt yapınız var, ben paramı size getireyim siz satın benim de hakkımı verin. Bunu dediğim zaman Sayın Konukoğlu oradan kazandığı paradan bir yüzde 33 kurumlar vergisi veriyor, ondan sonra bana kar payı veriyor, geriye kalan 67 üzerinden ben iyi şartlarla bir yüzde 50 veriyorum ve yaklaşık 35 lira para kazanıyorum, 100 liralık kar payından. şimdi bu durumda hangi bireysel yatırımcının halka aılmalarda sadece temettü sahikiyle yani uzun vadeli düşünerek hisse senedi alması mümkündür. O zaman bireysel yatırımcılar doğrudan doğruya senedin fiyatlarına bakan ya birinci tavanda ya da ikinci tavanda aman bunu borsada satayım diyen insanlar oluyor. Hiçbir aracı kurumunda ben zannetmiyorum ki bu fiyatı biz bir sene boyunca tutalım deyebilmesi mümkün olsun. Dolayısıyla ilk önce özellikle öz varlıkla ilgili yani öz varlıkların artırılmasıyla ilgili bu önemli teşvikin, teşvik de değil, bu bir hak esasında fazladan alınan bir şeyin geri iadesidir. Kurumlar vergisi matrahından bu dağıtılan kar düşürülmelidir veya dağıtıldığı zaman vergiye tabi olmamalıdır diye düşünüyorum. Ve bunun özellikle de neden vergi paketinde yer almadığını acaba IMF'nin bir zorlaması mı? Burada niçin yer almıyor bunu da merak ediyorum.

şABAN ERDİKLER: Sayın Başkan çok sert bakınca soru yn değiştirdi. Ben çok sert baktım. şimdi tabi önce yanlış bir anlama varsa önce onu düzelteyim. Biraz önce bahsettiğim yüzde 50 oranındaki vergi yükü dağıtılan kar payının gerçek kişi tarafından vergisi ödendikten sonra ortaya çıkması olarak beklenen oran olarak bunu söylemek istedim. Yüzdesi 50 oranı yüksek midir, Türkiye şartları göz önünde bulundurulduğunda yüksek olduğunu bende söyleyebilirim. Daha yüksek ülkeler var mıdır, vardır. Bunları söyledikten sonra şuna gelmek istiyorum. Kar payını belgelendirmekle iki vergilendirmeden bahsediyoruz. Bir kurumlar vergisi, bir gelir belgesi. Kurumlar vergisi gereksizliği, teoride de çok uzun süre tartışılmıştır ama bu vergiden vazgeçen devleti ben şu anda hatırlamıyorum. Yani yle kurumlar vergisine bağlı bir devlet yok. İki vergiyi de alıyor. Yüzde 50 oranı bugün siz pamuğu kendiniz doğrudan doğruya alıp satıp bir kar elde ettiğiniz zaman bütün giderleri dştkten sonra ortaya çıkan net ticari kazancınızdan alınan

vergi yükü de 49,5 zaten. 45 artı 4,5 da fonla beraber 49,5. 50 oranı bundan çok uzak bir oran değil. Hele ikinci aşamada yani gelir vergisinin kar payı mart ayında elde edildi. Onun beyannamesi gelecek sene mart ayında verildi. Belgeler üç taksitte ödendi yılsonu itibariyle bakıldığında kurum kazancı elde etmenin en azından paranın zaman maliyeti bakımından bakıldığında bir avantaj sağladığı söylenebilir.

MUHARREM KARSLI: Benim ilave edeceğim çok basit genel olacak, Türkiye'de vergi oranlarını hatta sosyal sigorta prim oranlarının aşırı derece de yüksek olduğunu biz tabii kabul ediyoruz. Bu parti programında var, hükümet programında var, seçim beyannamesinde var. Ve en kısa zamanda vergi ve sigorta primi oranlarının gözden geçirilmesi konusunda çalışmalar var hatta bu çalışmalar neticesinde sanıyorum iyi bir yere gelinecek. Ama ben vergi uzmanı olmadığım için size spesifik bir şeyler fazla söyleyemeyeceğim. Fakat müsterih olun mutlaka bir şeyler yapılacak. Teşekkürler.

PANELDEN GÖRÜNÜMLER





