

GLOBALLESEN **P**İYASALARDA
HALKA AÇIK **K**URULUSLARIN
ROLÜ VE **Ö**NEMİ

26 Mayıs 2003, Pazartesi
14:00 – 18:00
IMKB Konferans Salonu
Istinye / İstanbul

Borsaya Kote Ortaklık Yöneticileri Derneği, **KoteDER** olarak kamuya açık gerçekleştirdiğimiz ilk panelimiz bizim açımızdan heyecan ve endişe başladı. Fakat davetlilerimizin gerek katılımları, gerekse ilgileri bizi fevkalade mutlu etti.

Gelismiş dünyada da sermaye piyasalarının gelişmesi ve kurumsallaşması çok uzun bir tarihe dayanır. Sermaye piyasalarının işleyişinde genel kurallar olduğunu ve globalleşmeyle birlikte bu kuralların bütün ülkelere hızla yayıldığını gözlüyoruz. Ancak her ülkenin kendi tarihini ve tecrübesini yaşayarak öğrendiğini ve kendi piyasasını geliştirdiğini kabul ediyoruz.

Ülkemizin sermaye piyasası tarihini ve tecrübesini değerli görüşlerin suyun üzerine yazılan yazı gibi kaybolup gitmemesi için dernegimizce düzenlenen panelin notlarını noktasına ve virgülüne dokunmadan bir rapor haline getirmeye çalıştık.

Bu raporu okurken size sunulan metinlerin aslen yazılı metin ve sunum olmadığını, değerli panelist ve konuşmacılarımızın yaptıkları konuşmaların çözümlemeleri olduğunu dikkate almanız gerektiğini hatırlatıyoruz.

Derneğimizin ilk panelinde katılımları ve açılış konuşmaları ile bizi cesaretlendiren SPK Başkanı sayın **Dr. Doğan CANSIZLAR**'a ve IMKB Başkanı sayın **Osman BİRSEN**'e, yoğun programlarına rağmen bize zaman ayıran panel başkanı sayın **Yavuz CANEVİ**'ne ve kendi alanlarında her biri tartışmasız uzman olan panelistlerimiz **Saban ERDIKLER**, **Emre DERMAN**, **Soner GEDİK**, **Can VERDİ** ve **Ümit KUMCUOĞLU**'na özel olarak teşekkür ederiz.

IMKB tesislerinde gerçekleştirdiğimiz bu panelde bizi kendi evimizde gibi hissettiren IMKB personeline şükranlarımızı da ifade etmemiz gerekir.

Fikirlerini bizlerle paylaşan konuşmacılar, panel başkanı ve panelistler kadar, panelimize katılarak bize güç veren bütün katılımcılara bu vesileyle en içten duygularla teşekkür ederiz.

Sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli bir taraf olan kaynak talep eden kuruluşları temsil etmek amacıyla kurulmuş olan derneğimizin bundan sonra yapılacak her tür çalışma ve etkinlikte katkı sağlamaya hazır olduğunu bu vesileyle belirtmek isteriz .

Saygılarımızla,

Halil EROĞLU

KoteDER Yönetim Kurulu Başkanı

Açılış

Halil EROGLU
KoteDER Yönetim Kurulu Başkanı 4

Protokol Konuşmaları

Dr. Doğan CANSIZLAR
SPK Başkanı 6

Osman BİRSEN
İMKB Başkanı 9

Panel

Oturum Başkanı

Yavuz CANEVI
Türkiye Ekonomi Bankası
Yönetim Kurulu Başkanı

Konuşmacılar

Ümit KUMCUOĞLU
JP Morgan Türkiye
Genel Müdür Yardımcısı 13

Can VERDİ
Türkiye Garanti Bankası A.S.
Genel Müdür Yardımcısı 18

Soner GEDİK
Doğan Yayın Holding
Başkan Yardımcısı 21

Emre DERMAN
(White & Case)
Derman Ortak Avukatlık Bürosu Partneri 27

Saban ERDİKLER
(Ernst & Young)
Kuzey Y.M.M. A.S.
Yönetim Kurulu Başkanı
Türkiye Genel Müdürü 32

Sorular ve cevaplar 42

Kapanış 49

*Degerli misafirler **KoteDER** tarafından düzenlenen "Globallesen Piyasalarda Halka Açık Kuruluslarin Rolü ve Önemi" konulu panelimize hos geldiniz. Açilis konusmasını yapmak üzere **KoteDER** Yönetim Kurulu Baskani Sayin Halil Eroglu'nu kürsüye davet ediyorum.*

Halil EROGLU
KoteDER Yönetim Kurulu Baskani

Sayin baskanlar, degerli konuklar sözlerime baslamadan önce hepinizi saygiyla selamlıyorum, hos geldiniz. Öncelikle size **KoteDER**'i tanitmak istiyorum. **KoteDER** halka açık borsada kote almış şirketlerin yöneticilerinin derneğidir. Derneğimiz kasım 2002 tarihinde 10 kurucu üye tarafından kuruldu. Bu kuruluş daha sonra dernek örgütlenme faaliyetlerini tamamlayıp nisan ayında ilk genel kurulundan sonra yapılan yönetim kurulundan sonra yönetim kurulu seçimlerinde yönetim kurulu üyesini ve denetçilerini seçti. Daha sonra bugün huzurunuzda bulunduğumuz ilk panelimizi yapmak üzere karar aldı, ve bugün ilk panelimizi sizlerle paylaşıyoruz. Katıldığınız için hepinize teşekkür ediyorum.

Bugünkü panelimizin adı "Globallesen Piyasalarda Halka Açık Kurulusların Rolü ve Önemi", bu panelde biraz sonra panelistler konuyu enine boyuna bütün her şeyiyle irdelenecekler. Ancak ondan önce ben birkaç konuda açıklama yapmak istiyorum. Halka açık şirketler açısından "**corporate governance**" dediğimiz kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi ve uygulanması son derece önemlidir. Burada temel 4 tane kavramdan bahsedebiliriz.

Birincisi esit olması, bu işlerin seffaf olması, herkesin hesap verebilir olması ve sorumluluklarını taşıyor olabilmesi. Bu kavramların her birinin önemi çok açıktır.

Türk ekonomisini son 25 yılına baktığınız zaman çok yüksek bir enflasyonla gelmekte olduğumuzu göreceksiniz. Bu enflasyon o kadar yüksek ki yüzde 20'li enflasyonları hatırlayanlarınız neredeyse yok denecek kadar azdır. Bu ülkede yöneticilik yapanların büyük çoğunluğu yüzde 20'li enflasyonu, yani enflasyonsuz dönemleri görüp hatırlamadığı için sermaye piyasalarını tam olarak hatırlayıp bu enstrümanları uygulama imkanına kavusmamıştır.

Bu neden böyle olmuştur. Enflasyon döneminde yüksek faizler, yüksek reel faizler tamamen kamu tarafından empoze edilmiş ve piyasalardaki her şeyi kamu almıştır. Bunun da "**corporate governance**"i, birinci olarak söylediğimiz esitlik ilkesini ciddi olarak zedelediği inancındayız.

Böyle bir ortamda aranızda çok uzun zamandır hatırladığınızı zannettiğim, tahvil diye bir şey vardı özel sektör çıkarırdı, finansman bonosu diye bir şey çıkarırdı. SPK'nin bu konuda çıkarılmış tebliğleri vardı. Şimdi çok sık adını duyduğumu ama uygulamasını bilmediğimiz convertible bond, adını bildiğimiz uygulamasını hiç görmediğimiz warrant, future, options piyasaları vardı. Umut ediyorum bu piyasaların hepsi esitlik sağlandıktan sonra gelerek önümüze gelecek.

Enflasyonun dssyle beraber, reel faizlerde dstg taktirde o zaman esitlikte önümüze gelen bilanolarin anlasilabilir olması önemli. Bilanolarin yüksek enflasyonda da anlasilir olması da ayri bir zorluktur.

Bildiginiz gibi enflasyon muhasebesi bankacilik kesimi disinda uygulanmamaktadır. SPK'nin ikardigi tebliglere uygun olarak halka açık sirketlerimiz de 31/12/2003 tarihi itibariyle enflasyon muhasebesine uygun bilanço düzenleyeceklerdir. Ancak vergi tarafı yine enflasyon muhasebesine göre degildir.

O zaman **"corporate governance"**in seffalik kısmında da bir ciddi problem ortaya ikiyor. Uluslararası yatirimcılar açısından baktiginiz zaman, bu bilançonun onlar açısından ne kadar anlasılması zor oldugunu taktirlerinize sunuyorum. Bu iki konunun olmadığı yerde sorumluluk ve hesap verilebilirliğin gemis dönemlerde ne kadar az oldugunu söylemek istiyorum. Simdi **"corporate governance"** konusunda sermaye piyasası kurulumuzun çok ciddi bir alısması var. Bu alısmayı çok ileri bir noktaya getirdiler ve tahmin ediyorum arsamba veya Perembe günü Ankara'da yapılacak önemli **"corporate governance"** toplantılarından sonra, haziran sonunda SPK buna uygun ayrıntili teblig ve ratinglerle ilgili konuları açıklayacak.

Dernek olarak sonuna kadar bunların yanındayız. Bunların Türk toplumuna büyük ivme kazandıracığına dsnyoruz. Ancak **"corporate governance"** ilkelerinin herkes için zorunlu olmasının ve uygulanmasının da ne kadar olabileceğini dikkatlerinize sunmak istiyorum. Türkiye'de hala birinci nesil sirket sahiplerinin sirketlerinin basında olduğu ve onlara bu ilkelerin zorunlu olarak kabul ettirilmesinin de çok kolay olmayacağı inancındayım.

Gelismis sermaye piyasalarında yasal düzenlemeler genellikle bir iki kurum tarafından yapılır. Biz de halka açık sirketlerle ilgili temel olarak SPK'nin yanında 5-6 tane daha kamu otoritesi bulunmaktadır. Bildiginiz zaman maliye bakanlığımız en az SPK kadar her şeyin içinde vardır. Bulduğumuz kuruma göre BDDK, rekabet kurulu veya hazine mstesarlığı gibi kurullarda halka açık sirketlerin bilançoları üzerinde söz sahibidirler.

Halka açılmanın tam olarak tesvik edilip uygulanabilmesi için bu otoritelerin mümkün olduğu kadar azaltılması ve halka açılacak sirketlerin bir tek otoriteden mümkünse direktif alarak hareket etmesi dogru olur. Sözlerimin basında sermaye piyasalarının gelişiminin önemli oldugunu, bunun içinde halka açık sirketlerin önemli bir enstrüman oldugunu, halka açık sirketlerin varlığıyla bu piyasaların gelişebileceğini söyledim. Bu konuda ki inancımızı bir kere daha teyit ediyor, halka açık sirketlerin sayısının önümüzdeki dönemlerde ogalacağına olan inancımınla hepimizi saygılarımla selamlıyorum.

Simdi protokol konusmasi için Sermaye Piyasaları Baskani Sayin Dogan Cansizlari davet ediyorum.

Dr. Dogan CANSIZLAR
SPK Baskani

Sayin baskan, degerli konuklar, konusmama baslamadan önce **KoteDER**, borsaya kote sirketlerin yöneticileri derneginin düzenlemis oldugu bu anlamlı toplantıda bulunmaktan duyduğum memnuniyeti ifade ederek baslamak istiyorum ve bu toplantıyı düzenledikleri için kendilerine tesekkür ediyorum.

Aslında konu globallesen küresellesen piyasalarda halka açık sirketlerin rolü ve önemi, şimdi küresellesme olgusu bilisim ve iletisim teknolojisindeki gelismeler neticesinde özellikle sermaye hareketleri açısından ülkenin, dünyadaki herhangi bir ülkenin fiziki sinirlarinin artık herhangi bir önem ifade etmedigini artık hepimiz görüyoruz.

Dolayisiyla burada sirketler basta olmak üzere, hatta devletlerde yine ulusal pazarlar iç pazarların disında, disarılarda uluslararası seviyede finansman gereksinimlerini de karsılar hale gelmişler. Dünya böylesi bir gelişim içerisinde, dolayisiyla uluslararası alanda yaklaşık trilyon dolar mertebesinde olduğu tahmin edilen uluslararası piyasalarda sermaye kapma ve de pay kapma rekabeti de çalışmalarını da bütün ülkeler ve kuruluşlarla birlikte hızla devam etmektedir.

Böylesi bir ortamda, çok uluslu ortaklık yapısı ve entegrasyon alabildigine günümüz dünyasını şekillendirmektedir. Şimdi tabii bu ortamda hızlı ve istikrarlı büyüme sağlamak amacıyla yine sirketler, devletler uluslararası kuruluşlar entegrasyon çalışmalarını yapmaktalar ve bu gelişmeler ve ortaya çıkan yenilikler karşısında da dünya piyasalarındaki yerimiz ülke olarak ve rekabet gücümüz her zamankinden çok daha büyük önem taşımaktadır.

Şimdi günümüz küresel ekonomik yapısına baktığımızda, sirketler sadece ekonomik rolü olan unsurlar değil, aynı zamanda siyasi ve sosyal rolü olan unsurlar olarak da karşımıza çıkmaktadırlar. Neden çünkü dünyadaki gelişmelere baktığımızda özellikle gelişmiş ekonomiler arasındaki ilişkiler siyasi ve sosyal alanlarda yakınlaşmalarında beraberinde getirmektedir. Yine bu bağlamda ülkemizin içinde bulunduğu coğrafya ve reel sosyokültürel mozaik yapısı da dikkate alındığında, özellikle sirketlerimizin dışı açılmaları oldukça önemli görülmektedir.

Iste bu anlamda Sermaye Piyasası Kurulu olarak da bizim bu küresel likiditen diyelim, küresel likidite olgusundan pay almak adına hem sirketlerimiz hem de kurul olarak bizlerin bu düzenlemelerin dünyadaki gelişmelere çok iyi bir şekilde ayak uydurmamız gerektiğine inanıyorum. Şimdi Sermaye Piyasası Kurulu olarak biz bu gelişmeleri çok yakından takip ediyoruz. Dünyadaki bütün gelişmeleri, düzenlemeleri ülke gerçeklerine uyum sağlamak koşuluyla uyumlaştırarak yeni düzenlemeler yapıyoruz. Fakat bu düzenlemeler tabii ki tek basına yeterli olmuyor maalesef. Bir düzenlemenin etkin bir şekilde sonuç verebilmesi için o ülkede düzenlemenin yapıldığı ülkedeki makro ekonomik durumunda ortamında buna çok iyi bir şekilde uyumlu olmasına dikkat etmek lazım gelir.

Yine sayın başkanımın biraz önce belirttiği gibi konuşmasında ülkenin içinde bulunduğu yüksek kamu borçlanması ve yüksek reel faizle ilgili iki tane çok önemli husus nedeniyle, şirketlerimizin gerektiği şekilde bu piyasalarda sermaye piyasalarında istenilen seviyeye gelemediklerini görüyoruz. Bununla birlikte sebebi meşhur iktisattaki dislama etkisi dediğimiz mevcut fonların devletin finansmanına doğru gitmesinden kaynaklanıyor. Dolayısıyla dediğimiz gibi bu düzenlemelerden fayda bekliyorsak etkin bir sonuç bekliyorsak bir defa makro ekonomik ortamın oldukça iyi olmasının çok verimli olduğunu burada vurgulamak istiyorum.

Şimdi bu kamu borçlarının yüksek olması neticesinde, bugüne kadar baktığımızda toplam menkul kıymet stoklarına yüzde 92 'sinin kamu kesimi olduğunu, yüzde 8'lik bölümünün de özel sektöre ait olduğunu görüyoruz. Ancak yine belirtildiği gibi konuşmada bu 8 'lik kısım dahi hisse senetlerinden oluşuyor. Yani daha önce gündemimizde olan, hep hatıralarımızda olan finansman bonusu şirketlerin borçlanma senetleri diye bir senet maalesef şimdi ortalıkta hiç gözükmüyor. Fakat bu makro ekonomik ortam geliştikçe, ki alınan tedbirler sağlanan istikrar hem ekonomide hem de siyasette inşallah önümüzdeki dönemlerde bu tür bir sıkıntının hafifleyeceği konusunda işaretler var. inşallah bundan sonra bu şirketlerin bu piyasalardan çok daha fazla fon sağlanması mümkün hale gelebilecektir.

Şimdi bütün bu makro ekonomik ortam çerçevesinde bizim şirketlerin yapısına baktığımızda, hem şirketlerin sayısı açısından, hem de halka açıklık açısından istenilen düzeyde olmadığını görüyoruz. Sebeplerden bir tanesi dediğimiz gibi yüksek reel faizler borçlanma gereğiyle gelen, ikincisi geleneksel muhafazakar şirket yapıları. Şimdi muhafazakar yapı, yaratılan değerleri yeni ortaklarla paylaşmak istenmiyor şeklinde tezahür ediyor. Yani şirketlerimiz artık bu kültürü yavaş yavaş terk ederek gerçekten yarattıkları değerlerin yeni ortaklarla, ki bunlarla piyasaya girmek koşuluyla paylaşmalarına zemin hazırlayacaktır.

Bir başka hususta kayıt dışılık, kayıt dışının yüksek olduğu yüksek boyutlarda olduğu ülkelerde maalesef yine sermaye piyasalarına şirketlerin girmesi fazla olmuyor. Dolayısıyla hele birde bu vergisel teşvik yok ise bu alanda, maalesef şirketler açısından borsadaki şirketlerle borsa dışındaki şirketler arasında bir rekabet dezavantajı ortaya çıkmış oluyor. Bu bakımdan özellikle kayıt dışı ekonominin ortadan kaldırılmasında büyük faydalar sağlayacağına inandığım, şirketlerin halka açıklık oranlarına paralel kurumlar vergisinde yapılacak bir düzenlemeyle teşvik sağlanmasında ve diğer yatırımların teşviki konusunda halka açık şirketlere önem verilmesinin önemli olduğunu ben burada üzerinde özellikle durmak istiyorum. Bu hem kayıt dışı ile mücadelede önemli bir mesafe almamızı sağlayacak hem de gerçekten çok ucuz bir finansman yöntemi olan sermaye piyasalarına şirketlerimizin gelmelerini sağlayacaktır.

Şimdi toplam 651 tane halka açık şirketimiz var, bunun 289 borsa şirketi, fakat bu krizlerden sonra olaya baktığımızda halka açılmalarda oldukça düşük sayılar görüyoruz. 2000 yılında örneğin halka açılmış şirket sayısı 35 idi, 2001 yılında bu 1 olmuş, 2002 yılında 4 ve 2003 bu güne kadar sadece 2 tane şirket halka açılmış vaziyette. Tabii bunlar dediğimiz gibi çok az, gerçekten çok az.

Şimdi tabii bu ortamı bu şekilde kabul etmekle beraber sermaye piyasası kurulu olarak biz oldukça önemli düzenlemeler yaptık. Biraz önce bahsettiğimiz dünyadaki gelişmelere paralel olarak, ve ülke gerçeklerinin bunların

uyumlastirilmesini yapmak kaydıyla. Bunlardan özellikle şirketlerimizle ilgili olarak oydan yoksun hisse senetlerine ilişkin bir düzenleme oldu. Kar zarar ortaklığı belgelerinde önemli düzenlemeler yaptık. Yine risk sermayesi olarak geçen bu düzenlemelerde girişim sermayesi adı altında düzenlemeler yaptık. Yeniden bazı hususlara açıklık getirdik. Halka açıklık oranlarını yüzde 25'e çıkardık Avrupa Birliği'ne paralel olarak. Yine ayrıca azınlık haklarının kullanımıyla ilgili birikimli oy mekanizmasını devreye soktuk. Özellikle reel sektörün sermaye piyasalarından biraz daha olsun özellikle mali bazda pay alabilmelerini sağlamak açısından KOBİ piyasalarıyla ilgili düzenlemeler yaptık. Yine birleşmeler ve devralmalarla ilgili çok kısa sürede şirketleri açısından yeni bir düzenlemeyi biz hayata geçireceğiz.

Ayrıca Avrupa Birliği'nin 2005 yılında uygulamaya koymayı hedeflediği uluslararası muhasebe standartlarını da biz bu sene yürürlüğe koymayı düşünüyoruz. Toplam 34 tane standart var bunlardan 30 tanesini biz hazırladık, 3 tanesiyle ilgili çalışmalar devam ediyor, geriye kalan bir tanesi zaten uluslararası seviyede henüz tartışma aşamasında. Dolayısıyla biz bu standartlarda bu şekilde ilerlemiş olacağız.

Özellikle yine biraz önce başkanın ifade ettiği gibi konuşmasında "corporate governance" dedikimiz, kurumsal yönetim, belki ifade birliği tam sağlanmış değil ama bizim literatürde bu şekilde kurumsal yönetim dedikimiz, hatta söylenildiği gibi bir yönetim tarzı değişikliği olarak baktığımız "corporate governance" ilkelerini bu haziran sonu itibarıyla yayınlamış olacağız. Özellikle bu hafta Ankara'da yapacağımız toplantılarda oluşacak görüşleri de dikkate alarak, zaten epeydir çalışmalar devam ediyor, çeşitli taraflarında görüşlerini de alarak biz bu çalışmalarını bitirdik.

Gerçekten bu kurumsal yönetim konusuna Türkiye açısından, ülkemiz açısından çağdas, modern ulusların uygulamaya koyduğu ilkeler bütünü olarak bakmak lazım gelir. Özellikle bu ilkeler ve uluslararası muhasebe standartları ile birlikte, ki bu sene yapacağız, yürürlüğe konmasıyla ülkemiz gerçekten çok daha uygun koşullarda hem yerli yatırımcıların hem de yabancı yatırımcıların gerçekten bir cazibe merkezi olacağını ben buradan ifade etmek istiyorum. Bu "corporate governance" ilkeleri başlangıçta ihtiyari olacak, zorunlu olsun görüşü dile getirildi burada, fakat mesela Japonya'da böyle bir düzenleme var, Almanya'da sanırım böyle bir düzenleme var, yasal düzenleme, bazı ülkelerde çok değişik düzenlemeler var. Fakat bu aşamada bizim ihtiyari olarak tutacağımız bir konu olacak bu, fakat teşvik unsuru açısından borsamızda bir endeks, ayrı bir pazarda bu tür şirketlerin işlem görmesini sağlayarak diğer şirketlerinde bu şirketlerin olduğu yere gelmeleri konusunda bir teşvik sağlamış olacağız.

Biz başlangıcı böyle yapalım diyoruz ama arkasından tabii yasal mevzuat değişiklikleri gerekecektir. Ondan sonra seyrine bakıp ona göre durumu değerlendireceğiz daha sonra. Fakat bu ilkeler gerçekten hem uluslar arası muhasebe standartları hem de "corporate governance" ilkeleri kendi aralarında gerçekten önemli bir vizyonu beraberinde getiriyor. İnşallah önümüzdeki günlerde çok daha iyi bir durumda olabilecektir.

Ben konuşmamı burada kesmek istiyorum, panelde bu konular epey derinlemesine incelenecektir, panele başarılar diliyorum. Bu toplantıyı düzenledikleri için başkan sahsında **KoteDER**'e teşekkürlerimi sunuyorum. Saygılarımla.

Konusmasını yapmak üzere IMKB Başkanı Sayın Osman Birsen'i kürsüye davet ediyorum.

Osman BIRSEN
IMKB Başkanı

Sayın Sermaye Piyasası Kurulu başkanı, değerli **KoteDER** başkanı, değerli katılımcılar çok sevgili ve değerli izleyiciler. Hepinizi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası başkanı olarak saygıyla ve sevgiyle selamlıyorum.

Şimdi tabii böyle açılış konuşmalarının kısa olması gerekiyor, onun için mümkün olduğu kadar kısa konuşmak istiyorum. Yoksa globalleşme, sermaye piyasalarının globalleşmedeki rolü konuları açıldığı takdirde çok uzun konuşmak mümkün. Globalleşme nedir diye başladığımız zaman, globalleşmenin son dönemlerde ortaya çıkan bir kavram olduğunu kabul etmemiz lazım. Yani globalleşmeyle sermaye piyasalarıyla arasındaki ilişkinin daha çok son dönemlerde kurulmuş olduğunu hatırlamamız lazım. Bilindiği gibi sermaye piyasaları 100 -150 yıllık tarihe dayanıyor, ama globalleşme belki 10-15 yıldır bir şekilde gündemde.

Bunun nedeni gerçekten özetlenecek olursa, gerek ticaretin liberalleşmesi, yani liberal ekonomik politikaların uygulanması, sermaye hareketlerinin liberalleşmesi ve bundan daha da önemli olarak bu yapıyı, yani dünyayı global olarak görebilme açısından iletişim teknolojisinin ilerleyip bir şekilde kullanılabilir hale gelmesinden kaynaklanıyor. Tabii bunun bir şekilde varlığı bunun herkes tarafından kullanılması anlamına da gelmiyor.

Nitekim globalleşen dünya dediğimiz ve hep bunu konu olarak konuştuğumuz yazdığımız bir dönemde globalleşenler açısından bir liste yaptığımız takdirde hiç de öyle büyük bir liste önümüze çıkmıyor. Bu listenin başında, yani globalleştiğimizi bize anlatanların başında multinational denilen, yani uluslararası şirketler geliyor. Niye, çünkü bu şirketler globalleşen bu yapıyı kavrayıp ticari ve bir şekilde kar amaçlı kullanılabilir hale getirenler, bunlar globalleşmeyi yaratanlar oluyor. Bu bakımdan globalleşme denildiği zaman yani böyle dar bir hedef tayin ederek bizim globalleşmemiz şu şu kuralları uyguladığımız takdirde olur şeklindeki bir sonuca gitmek maalesef bizi yanılgıya düşürür diye düşünüyorum.

Bu bakımdan ne yapmalıyız, madem Türkiye globalleşen bir dünyada, globalleşmenin önderlerinin görüldüğü bir dünyada ne yapmalıdır. Gayet basit, bir kere bunu iyi yapanlar gibi yapmaya çalışmalıdır. Öyle değil mi, madem ki iyi bir örnek var yani, multinational yapıda bir iş düzeni kurabiliyorsanız kurmalısınız. Bunun içinde her zaman IBM gibi muazzam bir teknoloji şirketi olmaya da gerek yok. Hamburgerde yapabilirsiniz, Mc Donalds o da bir multinational ve o da globalleşmiştir.

Ama tabii bizim konumuz itibarıyla bu tarafa girmeden benim daha çok altını çizip dikkatlere üzerine çekmek istediğimi nokta sermaye piyasalarının global bakışı

olmalıdır diye düşünüyorum. Niye, sermaye hareketlerinin uluslararası hareketliliğinin bir şekilde gelişmekte olan ülkelere kaçınılmaz olarak getirdiği bir sans ortaya çıktı. Yani daha önce kitliğini çektikleri sermayeyi, yabancı sermaye hareketlerinden temin etme imkanını elde etmiş oldular. Yani kendi verimlilikleriyle ve kendilerini kabul ettirdiği takdirde, bu fonlardan yararlanma imkanına kavuştular.

İste bu hareketlerde daha çok 1980'lerde başladı ama daha çok doksanlı yıllarda hızlanarak devam eden bir yapı içinde gelişti. Bu noktada bildiğiniz gibi büyük fonların bir şekilde gelişmekte olan ülkelere doğru akışını izledik. En son yine bizi ilgilendiren bölümü itibarıyla portföy yatırımları olarak adlandırılan bir bölümünde yine bu piyasalarda önemli miktarlara ulaştığı, ama maalesef 1997 sonundan itibaren Güney Doğu Asya krizindeki şartlar dolayısıyla bir geri dönüşe kaçınılmaz olarak girdiğini görüyoruz. İste bu geri dönüşte bize ne yapmamız gerektiğini işaretlerini de bizim görmemiz lazım. O da nedir, Güney Doğu Asya krizindeki ana yapı itibarıyla sermaye hareketleri evet bir şekilde verime yöneliyor fakat bu verime yönelirken buradan gerek çıkış şartları itibarıyla gerek bunun kontrolü bir şekilde dağılımı itibarıyla risklerin ve bir şekilde piyasa rekabet şartlarının düzgün oluşup oluşmadığının önceden bilinmesi gerektiği gibi. Bir ders çıkartılmasına neden oldu.

Bu bakımdan da son dönemlerde hem gelişen piyasalar hem gelişmekte olan piyasalar gerek bu piyasa şartlarının daha düzgün ve yatırım yapılmasına daha elverişli hale daha güvenilir hale getirilmesi açısından çalışıyorlar. Zannediyorum bugüne kadar, yani genç geçmişine karşın Menkul Kıymetler Borsası tabii ki onun ana ilkelerini ve çalışma sistemini yaratan Sermaye Piyasası Kurulumuz daima son gelişmeleri dünyadaki en liberal ve bir noktada da en güven verici uygulamaları sistemimize dahil ediyor. O bakımdan da gerçekten şanslıyız.

Bu "corporate governance" konusu da yine o şekilde bir gelişim ve memnuniyetle görüyoruz ki bugün artık olgunlaşmış isteyerek kabul edilecek derecede kuruluşlarımızın yöneticileri ve sahipleri bir olgunluğa erişti. Bu kürsüden bu konuyu ilk kez Türkiye piyasalarına tanıstıran yine İstanbul Menkul Kıymetler Borsası oldu. Bu konuyu piri olarak kabul edilen Sir Hatterbury'yi yine borsamıza getirip, aracı kurumlarımız ve diğer ekonomi yöneticileriyle karşılaştıran ve bir şekilde bunun kamuoyunu oluşturma açısından bir başlangıcı teşkil eden yine İstanbul Menkul Kıymetler Borsası oldu.

Bu bakımdan kendimizi methetmek istemiyorum ama gerçekten halka açık şirketlerin geldiği nokta olarak da bakıldığı takdirde yine öyle düşünüldüğü gibi çok kötü bir noktada olmadığımızı kabul etmemiz gerekiyor. Çünkü buna varılan noktanın tabii zaman olarak ne kadar zamanda erişildiğine bakmak lazım. Yine diğer konuşmacıların ifade ettiği gibi hangi şartlarda bu elde edilmiştir buna bakmak lazım. Ama sadece rakama baktığınız takdirde mesela şu an 39-40 milyar dolar civarındaki bir market çap'ı yeterli görmemek mümkündür. Hatta bazılarının yaptığı yanlış gibi, bunu İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının iyi çalışmadığı şeklindeki bir sonuca da bağlamak mümkündür, ama bu yanlıştır. Niye yanlıştır, başlangıçta tarihi itibarıyla bu rakamlara baktığınız takdirde yanlıştır. Çünkü İMKB aynı rakamı 1999-2000 yıllarında 120 milyar dolara ulaştırın aynı kurumdur, aynı yöneticilerdir. Demek ki her rakam tek başına bir başarı ölçütüyseniz, ki ben ona inanmıyorum, o zaman başarının başarısızlığa

dönüşmesinin nedenlerinin neler olduğunun araştırmak lazım, ama bana göre araştırmaya gerek yok.

Bütün bunlar bizim sermaye piyasamızı geliştirmemizi, yeni şirketleri piyasamıza kazandırmamızı bir şekilde teşvik etmelidir. Yani bu demek değildir muhakkak iyi yaptık, çok iyi yaptık, burada da işi bitti demememiz lazım. Ama buraya gelenlerinde kendi sorumluluğu içinde dünyaya uyan şirketler olmalıdır. O büyüklükleri yaratmalıdır. Bu kurallara gönüllü olarak uyup bir şekilde ülke ekonomisini dünya sermaye hareketleri gözünde iyi temsil etmelidir.

Benim söyleyeceklerim bu kadar belki de sınırları aştım. Hepinize saygı ve sevgi sunuyorum.

Panelistlerimizi ve sayin oturum baskanimizi davet ediyorum kürsüye buyurun.

Yavuz CANEVI
Türkiye Ekonomi Bankasi
Yönetim Kurulu Baskani

Sayin baskanlar, degerli konuklar, muhterem konusmacilar öncelikle hepinize tesekkür ediyoruz. Böyle bir platformu hazirladiginiz için, tabii en basta dernegimize gidiyor. Çok taze bir dernek fakat gördüğüm kadariyla iyi seyler yapmaya aday bir dernek. Borsaya kote bir ortakligin bir yöneticisi olarak da bu oturumun baskanligini yapmak bana ayrica bir zevk verecek.Umarim toplanti sonunda hepimiz yeni seyler öğrenerek buradan ayrilacagiz, yahutta yeni misyonlar edinerek buradan ayrilacagiz. Önemli olan sayin baskanimin ifade ettigi gibi 4 öğeden bir tanesi sorumluluk, sorumluluk ögesini sahiplenerek üzerimize düşen sorumluluklari yapmaya çalışacagiz.

Ben izin verirsenez, ben baskanlik hakkimi toplantinin sonuna saklayacagim, yeteri kadar konuya açıklık getiren degerli baskanlarimiz konustular onun için. Simdi 5 konusmacimiz var, konusmacilarimizi buradaki siraya göre degil ama bir ön görüşme yaparak genelden özele dogru siralayarak konusma firsati verecegiz. İlk konusmacimiz Ümit Kumcuoglu JP Morgan Türkiye Genel Müdür Yardimcisi zannediyorum, genel bir giris yapacak. Ondan sonra Can Verdi arkadasimiz Türkiye Garanti Bankasi A.S. Genel Müdür Yardimcisi, yine onu tamamlayan bir giris yapacak ve sizlerin sabrini fazla zorlamadan bir kahve molasi verecegiz. Ondan sonraki oturumumuz biraz daha hukuki ve vergi konularina, konunun detayina, konunun özüne inmek suretiyle de bu toplantiyi tamamlayacagiz.

Programi bastan söylüyorum ki kendinizi saat 6'ya kadar burada oturacak hissetmeyin. Bir kahve molasiyla hafifletecegiz olayi simdi ilk sözü Ümit Kumcuoglu'na veriyorum.

Ümit KUMCUOĞLU
JP MORGAN Türkiye
Genel Müdür Yardımcısı

Sayın başkan çok tesekkürler, programda ismim yok bildiginiz gibi, ben buraya programda olan çok değerli meslektasimin yerine katılıyorum. Ama fırsatı yakalamışken artık onun yerine katılmışken ilerideki hisse senedi işlemlerini de o firmaya değil bizim firmamıza vereceğinizi ümit ediyorum.

Ben küreselleşme halka açık kuruluşlar konusunda işin biraz felsefi yanından başlamak istiyorum, daha sonraki JP Morgan'ın Türkiye ile ilgili özel bazı tecrübelerinden bahsederek bir takım çıkarımlar yapmaya çalışacağım.

Şimdi halka açık şirketlere baktığımız zaman, bence üzerinde durmamız gereken en önemli nokta dünyadaki sektörel mülkiyet düzeni. Daha açık söylemek gerekirse özel sektör ve kamu sektörü arasındaki kontrast. Şimdi Türkiye'deki gerek felsefi, gerek siyasi, gerekse ekonomik literatürde özel sektör kamu sektörü diye özel kamu olmayandır, kamu özel olmayandır diye ayrımla yaklaşıldığı halde, bence bu çok doğru olmayan bir ayırım.

Tabii ki özel sektör ve kamu sektörünün büyük bir kısmı var. Özel olup kamu olmayan bireysel özel sektörün yani sıra, hem özel hem kamu olan ve İngilizce'de public tabir edilen ve bugün olan bir sektör var. Devlet sektörü de bunların hepsinden ayrı. Şimdi niye bu ikili yerine üçlü ayırımı yapma gereği duyduk. Çünkü dünyadaki bugünkü durumdan bir takım sayısal örnekler vermeye çalışacağım.

Bugün kapitalizmin en aktif şekilde işlediği anglosakson ülkelere bakarsak Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere basta olmak üzere burada bu üç sektör arasındaki dağılımın, Amerika'daki sayıları verirsek mesela devlet sektörü işletmelerde belki yüzde 5'in altında bireysel özel sektör sayı olarak olmasa da değer olarak yüzde 15-20 aralarında ama halk sektörü diyebileceğimiz public domain yüzde 75-80 arasında.

Avrupa'ya baktığımız zaman yine enteresan bir durum göreceğiz. Tarihsel olarak 2'inci dünya savaşı sonrası kita Avrupa'sında bireysel özel sektör ve devlet sektörü belli yüzde 40'ar halk sektörü yüzde 20 iken, Avrupa'da 1980'lerdeki özelleştirme hamlesinden sonra bireysel ve halk sektörü yüzde 40'ar devlet sektörü yüzde 20 gibi bir düzene geçildi. Yani özelleştirme sayesinde devlet sektörü küçüldü, ama büyüyen bireysel özel sektör değil halk sektörü oldu.

Neden önemli sayılar bunlar. Türkiye'deki rakamlara baktığımız zaman ise Türkiye'de belki devlet sektörünün yüzde 30-35 bireysel özel sektörün ise yüzde 60 gibi bir rakamı işgal ettiğini görebiliriz. Kamusal özel sektör veya halk sektörü dediğimiz kısım bizim konumuz olan kısım aslında Türkiye'de yüzde 5'tir. Tabii ki

Türkiye’de 300 civarında halka açık şirket var, ama Türkiye’deki halka açık şirketler kanaatimce Amerika’daki halka açık şirketlerin muadili değil.

Şimdi burada kelime seçimi de önemli. Halka açık şirkettir Türkiye’deki şirketler, ama halk şirketi değil. Çünkü kontrol sahibi değildir oradaki azınlık hissedar. Burada söyle bir durum yaratıyor tabii, bu birisine evimin kapısı sana açık demek gibi. Tabii evin kapısı açık ama ev sizin, e bu da kanaatimce önemli bir fark. Yani halka açık fakat bir grup tarafından kontrol edilen şirketlerle halk tarafından kontrol edilen şirketler arasında tabii ki önemli farklar var. Bence bunu öncelikle bunu göz önünde bulundurmamız lazım.

Şimdi JP Morgan’ın tecrübesinden ben biraz bahsetmek istiyorum Türkiye ile ilgili çıkarımlara geçmeden önce. Şimdi bizim kurumumuz Türkiye’de onlarca yıldır var olan bir kurum, 20 yılı aşkın bir süredir de Türkiye’de ofisimiz var, ve Türkiye tarihinde JP Morgan oldukça performansından kendi performansından memnun olduğu bir ülke oldu. Fakat burada önemli bir kontrast var. Biz çok küçük rakamlar vermek gerekirse, en son seçimlerden bu yana fixed-income piyasalarında Türkiye için 2,6 milyar dolarlık işlem yaptık. Bu satışlarında yüzde 75’ten fazlası yurtdışına yapıldı. Tarihsel gelişimi içinde son 20 yılda 20 milyar doların üzerinde kredi ve bono şeklinde Türkiye’ye para getirildi. Mergers and acquisitions tabir ettiğimiz şirket alım satımları piyasasında bile en son 5 yıldır gitgide artan, hani küçük bir noktadan başlasak bile, artan ve sağlıklı bir şekilde artan tempoya bakıyoruz.

Ama hisse senedi piyasasına baktığımız zaman bu diğer iki önemli alandaki gelişmeleri pek göremiyoruz. Çünkü Türkiye’de son 10 yılda yapılan ciddi uluslararası halka arz sayısı bir elin parmakları kadar. Bence sırf bu rakam bile seçimlerden bu yana fixed-income piyasalarında 2,6 milyar dolarlık satış yapmış olan bir Türkiye’nin belki tarihinde uluslararası hisse senedi piyasalarından böyle bir rakam elde etmemiş olması burada bir sorun olduğunu gösteriyor.

Zaten anekdotal olarak son birkaç aylık olaylara bakarsak bütün Türkiye’deki yabancı kurumlarında Türkiye’ye odaklı research departmanlarını güçlettiğini veya kapattığını veya bunları başka yörelere bakan departmanlarla birleştirdiğini görüyoruz. Ama bu gösteriyor ki demek ki hisse senedi piyasası, Türkiye’nin ekonomisi hakkında çok çok olumlu bir hava olmasına rağmen, fixed-income piyasaları ve mergers-and-acquisitions piyasaları hakkında çok olumlu görüşler olmasına rağmen, hisse senedi piyasaları konusunda bu görüşler yabancı kuruluşlar tarafından paylaşılmıyor.

Tabii Türkiye’nin geçmişte de çok iyi dönemleri oldu hisse senedi piyasasında, 2000 yılı bunun bir örneğidir. Ama o yıllarda dahi rakamlara dikkatlice bakarsak pekte yatırımın aslında dışardan gelmediğini göreceğiz. Hisse senedi piyasasının çok aktif olduğu bu dönemlerde aslında alıcılar genellikle yerli alıcılardı.

Şimdi burada ilginç bir denklem var. Bence Türkiye ile bize benzeyen ülkeleri ve benzemeyen ülkeleri de burada ele alacağım. Türkiye’de ilginç bir servet denklemi var. Çünkü bir ülkenin sermaye piyasalarında en önemli faktörlerden biri o ülkedeki fundamental long ve short pozisyonlardır. Bu da nedir, Türk yatırımcılarının toplam serveti ile Türk assetlerinin toplam miktarı arasındaki ilişkidir.

Yani Türkiye kapital bakımından long bir ülke midir short bir ülke midir? Tabii burada enteresan bir durum var Türkiye’de. Türkiye’nin de içinde bulunduğu bir grup ülke ki bunların içinde belki Japonya, Rusya, İtalya ve Güney Afrika gibi ülkeleri sayabiliriz. Bu ülkelerde benim gözlemim, ülkenin bütün vatandaşlarını toplam serveti, ülkedeki bütün assetlerin üzerinde. Yani bunlar genellikle net long ülkeler esasında.

Buna karşılık bazı başka ülkeler, örneğin Hollanda, Macaristan, İsviçre, Polonya, Malezya gibi, burada o ülke vatandaşlarının toplam serveti o ülkedeki assetlerin miktarından daha az. Yani fundamentally bu ülkeler short ülkeler.

Şimdi bu temel denklem o ülkelerdeki siyasi irade ve ekonomi politikalar üzerinde çok önemli bir etki yaratıyor. Fundamental olarak short olan ülkelerde dışarıdan gelen sermaye tarafından işletmelerin önemli bir bölümüne sahip olunduğu için, o ülkedeki fiyatlar, yani sermaye piyasalarındaki fiyatlar, yabancı yatırımcı ağırlıklı olarak belirleniyor. Aynı zamanda regülasyonlarda yabancı yatırımcı ağırlıklı olarak belirleniyor.

Buna karşılık Amerika ve Japonya gibi ülkelere baktığımızda, Güney Afrika gibi Rusya gibi emerging ülkeleri de bu kategoriye koyabiliriz. Durum böyle değil. Bunun ne gibi bir etkisi oluyor. Tabii ki Türkiye iyiye gitmekte olduğunda Türk yatırımcıları Türkiye riskini yabancı yatırımcılardan daha iyi değerlendirdiği için fiyatlar konusunda daima yabancıların üzerinde kalıyorlar. Türkiye iyiye giderken bile alımı genelde Türkler yapıyor. Çünkü Türklerin kanaati daha çabuk olumluya dönüşüyor Türkiye hakkında. Türkiye kötü giderken zaten yabancı yatırımcı talebi olmuyor. Onun içinde aslında yabancı yatırımcının Türkiye’ye girebileceği bir zaman dilimi olmuyor büyük ölçüde bu da bence Türkiye’nin fundamental denkleminin bir parçası. Yani Türk vatandaşlarının dünyadaki toplam assetlerinin Türkiye piyasasındaki assetlerin daha üzerinde olmasının bir fenomeni.

İşin uluslararası felsefesini ve uluslararası perspektiften bakısına geldikten sonra Türkiye’deki piyasayla ilgili bazı parametrelere de bakmamız lazım. Şimdi burada söylenecek ilk şey şu, bu kadar tesvike rağmen hisse senedi piyasası Türkiye’de cazip değil. Demek ki tesviklerin ötesinde burada temelde yapılanma ile ilgili bazı konulara değinmemiz gerekiyor.

Bunları ben birkaç kategori içinde değerlendirmek istiyorum. Birinci kategoride bürokratik zorlukları görüyoruz. İkinci kategoride Türkiye’deki yüksek reel faiz ortamından bahsedebiliriz. Üçüncü kategoride toplumun sosyal güvenlik yapısından bahsetmek gerekir, yani sosyal güvenlik sorumluluğunun kime ait olduğu meselesi. Son olarak da, Türkiye’deki piyasanın veya halka açık şirketlerin genel yapısıyla ilgili genel şeyler söyleyebiliriz.

Şimdi bu dört konuyu tek tek ele almak gerekirse, bürokratik zorluklardan başlayalım. Türkiye’de tabii ki bürokratik zorluklar sadece hisse senedi piyasası için geçerli değil. Hani Türkiye’de ticaretin hemen hemen bütün alanlarında çok ciddi sorunlarımız var. Ve sorunlar daha ziyade makroda değil de detayda yatıyor. Türkiye’deki sorunları çözmede eğilimi de maalesef istisnalar yaratma ve tesvikler verme şeklinde oluyor genelde. Yalnız bunun getirdiği sıkıntı Türkiye’de çözümlerin daima perakende çözümler olması. Burada bile, Türkiye’de hisse senedi piyasasıyla konuşulduğunda bile, genelde daha fazla tesvik mi versek hisse senedi piyasası üzerine dönüşüyor.

Fakat burada bir anekdot söylemek istiyorum 1953 senesinde zannediyorum. İlk yabancı sermaye yasası geçtiği zaman o günlerdeki önemli Türk iktisatçılarından bir tanesi, ki maalesef ismini şimdi hatırlayamadım. Bu yasa, Türkiye’de yabancı sermaye teşvik yasası çıkıyorsa Türkiye’ye 50 yıl sermaye gelmez diye iddiaya girmiş o dönemin diğer ileri iktisatçılarıyla. Bunun bugün gerçek olduğunu görüyoruz.

Ve burada da tekrar vurgulamak istediğim teşviklerin verilme ihtiyacı duyulması bir piyasada o piyasada önemli fundamental problemler olduğunu gösterir. Bence de öncelikle bunlara egilmemiz gerekiyor. Şimdi Türkiye’de bürokratik olarak fundamental zorluk nedir? Benim kanaatimce bu Türkiye’de serbest olan şeylerle yasak olan şeyler arasındaki genel felsefeden geliyor. Türkiye’de belki 1930’lardan kalma bir gelenek içinde hala “açıkça serbest olmayan her şey yasaktır” eğilimi hüküm sürüyor. Onun içinde yeni bir şey yapmak isteyen herkes gidip bir şekilde devletle istisare etmek veya izin almak zorunda kalıyor.

Tabii ki dünyanın çoğu kapitalist ülkesinde taktir edersiniz ki durum böyle değil. Siz bir iş yapmak istiyorsanız bunu yaparsınız, bu iş pek çok insan tarafından belli seviyede yapıldıktan sonradır ki o işin regülasyonu gelir. Ama Türkiye’de yeni bir işe başlamanın ilk adımı genelde o işin regülasyonunu düşünmek oluyor. Bunun da sebebi bence bu yasakçı genel zihniyet.

Şimdi bu genel yaklaşımı çözmeden kanaatimce teşviklerle Türkiye’de hisse senedi piyasasına bir katkı yapmak mümkün değil, çünkü hisse senedini çözsük bonoda sıkıntı yaşayacağız. Onu atlatsak convertible’da sıkıntı yaşayacağız. Yani genel olarak Türkiye’de yaratıcı kişilerin veya tecrübeli kişilerin bir takım şeyleri değiştirmelerinin önündeki felsefi ve yasal engelleri bence kaldırmak esas odakımız olmalı. Hisse senedi piyasasına yönelik teşvikleri ikinci sırada düşünmeliyiz.

İkinci genel konu olarak yüksek reel faiz konusuna gelirsek Türkiye’de aslında yüksek enflasyon ve volatiliteden dolayı aslında retail yatırımcı kesiminin dahi oldukça sofistike hale geldiğini görüyoruz. Hatta mart 2003’teki gelişmeler gösterdi ki, örneğin Türkiye’de retail piyasa bankaların traderlarından çok daha iyi trade ediyor bazı kağıtlar. Şimdi demek ki bizim aslında oldukça sağlam bir nihai yatırımcı grubumuz var.

Tabii bu sofistike nihai yatırımcı reel faizlerin ne olduğu konusunda da oldukça sofistike. Türkiye’de reel faizler yüzde 20-25 oranında iken ve yüzde 20-25 reel faiz alınan bir enstrüman enflasyonla mukayese edilirse aslında risksiz bir enstrüman iken buradaki arbitrajı görüp iyi değerlendiriyor. Hatta Türkiye’deki makro ekonomik durumun düzelmesi bir bakımdan Türkiye’deki hisse senedi piyasası üzerine çok negatif bir etki yapıyor. Çünkü yüzde 20 reel faiz alınan hazine bonosunu çok daha az riskli bir enstrüman haline getiriyor.

Tabii bu durumda insanlar dolardan çıktığı gibi Türkiye Cumhuriyeti’ndeki hisse senetlerinden de çıkarak fixed-income enstrümanlara geçmeyi tercih ediyor. Peki bu Türkiye’deki bir anormallik mi, bence kesinlikle Türkiye’deki bir anormallik değil. Dünyada da zaten bu durum böyledir. Kimse mecbur kalmadan hisse senedi almaz dünyada da.

Yani fixed-income yatirimlari imkani varken hisse senedi alınmaz. Neden hisse senedi alır insanlar, çünkü bu nesiller arasi kaynak transferiyle ilgili bir meseledir, ki zaten ona bu sosyal güvenlikle ilgili konusmanın bölümünde daha detaylı değineceğim. Ama insanların dünyada dahi hisse senedi almaları için tek sebep reel faizlerin düşük olmasıdır. Ne zaman bir ülkede reel faizler yükselirse, zaten o ülkede hızlı bir şekilde hisse senetlerinden fixed-income enstrümanlara olan transfer yaşanır.

Şimdi burada tabii Türkiye Cumhuriyeti devletinde su andaki sürdürülen yüksek reel faiz politikasının hem lehinde, hem aleyhinde söylenecek pek çok şey var. Bu çok hararetli bir tartışma. Belki enflasyonla faizler arasındaki ilişki akademik olarak da çok çözümlenmiş bir ilişki değil. Bu kadar yüksek reel faiz gerçekten bu kadar yüksek enflasyonu düşürücü etki ne kadar yapıyor. Biraz daha az reel faiz olsa enflasyon yine düşmez mi, e tabii çok detaya girmek istemiyorum bugün vaktimiz olmadığı için, ama belki su söylenebilir, Türkiye’de tabii reel faizle ilgili alışkanlıklar da Türkiye’nin faiz öncesi ciddi bir bütçe açığı verdiği dönemlerde oluştu. Elbette ki eğer devlet faiz öncesi ciddi bir bütçe açığı veriyorsa yüksek reel faiz olmadan kur dengesi kurulamaz. Ama Türkiye’nin eksi yüzde 5 faiz öncesi bütçe dengesinden artı yüzde 7 faiz öncesi bütçe dengesine döndüğü bir ortamda yüksek reel faizin hala gerekli olup olmadığını kanaatimce sorgulamamız gerekir.

Üçüncü ana konu olan nesiller arasi kaynak dengesi ve sosyal sigortalar sorumluluğu konusuna gelince, bence burada söylenecek en önemli şey insanların gelecekteki insanların gelecekteki sosyal güvenlik ihtiyaçlarını karşılama sorumluluğunun kimde olduğudur. Eğer bu sorumluluk devlette ise tabii ki insanlar uzun vadeli yüksek getirili tasarruf ihtiyacı duymayacaklarından hisse senedi piyasalarına olan ilgileri azalıyor, bu sorumluluk devletten insanların kendilerine geçtiği zamanda hisse senedi alma ihtiyacı artıyor.

Fakat tabii isin bu yönüne bakmak oldukça büyük bir dizayn gerektiriyor. Çünkü pek çok ülkedeki tecrübeye gösteriyor ki bir ülkedeki devlet tarafından fonlanan sosyal güvenlik sistemlerinden piyasaya dayanan sosyal güvenlik sistemlerine geçiş aslında o ülkenin bankalar sistemini, bono piyasasını, borsalarını, sigorta sistemini ve sosyal güvenlik sistemini ve hatta kamu maliyesini birlikte ve çok ciddi olarak etkileyen bir faktör ve bu değişimi bütün tasarruf sisteminin teferruatlı bir yeniden tasarımı yapmadan gerçekleştirmek çok kolay değil. Yani bu yola girilecekse isin çok basından alıp çok detaylı bir çalışma yapmamız gerekecek.

Şimdi konuşmamı kapatırken belki bir özet yapmaya çalışayım. Kanaatimce Türkiye’de hisse senedi piyasalarında çözümleri tesviklerde aramak doğru değildir. Çözümleri tesviklerde aramak aslında rüsvetle iş yapmaya benzeyen bir olaydır. Onun yerine bunun gereğini ortadan kaldırmamız gerekir. Perakende çözümleri yerine toptan çözümlere gitmemiz gerekir, toptan çözümlerinde önemli noktaları makroda yüksek reel faizlerin bir an önce Türkiye’de devletteki hazine diğer kurumlar ve merkez bankasının işbirliğiyle indirilmesi. Mikroda ise vergi ve bürokrasi konusunda sadece hisse senedine özgü değil, genel de yaşadığımız sıkıntılarının çözülmesidir.

Beni dinlediğiniz için çok teşekkürler.

Yavuz CANEVI
Türkiye Ekonomi Bankası
Yönetim Kurulu Başkanı

Çok teşekkürler Sayın Kumcuoglu, gerçekten iyi bir giriş yaptınız. Ama aklımda kalan tek cümle halka açık demek halk şirketi demek değildir. Bu bir slogan, yani bence özü konuşmanın bu olması gerekir. Bu beni notlarımda aldığım bir konuyu size aktarmayı da gerektiriyor, sizi desteklemek için. Gelmeden önce okuduğum bir raporda bu bize has bir olgu değil. Polonya'da mesela en son yapılan, 2002 yılında yapılan bir araştırmada halka açık şirketlerin yüzde 85'inin en az yüzde 25 ve daha fazla çoğunluk hisselerine sahip şirketler olduğu, buna karşın İngiltere'de bunun tam tersi, yani yüzde 5 toplam halka açık şirketlerin ancak yüzde 5'i yüzde 25 ve daha fazla çoğunluğa sahip şirketler. Yani bu biraz önce sizin bahsettiğiniz olayın başında olduğumuzu gösteriyor, ama yalnız olmadığımızı da gösteriyor. Burada Meksika, Polonya gibi emerging market dediğimizi kategorilerdeki ülkelerde de durum aynı. Bence bu olayı zannediyorum önümüzdeki saatlerde, dakikalarda biraz daha irdedeceğiz. Yani halka açık olmak ne demektir, kapımız açık ama hakikaten ev sizin mi, bizim mi tartışması. Özetle azınlık hisseleri olayı herhalde gündeme oturacak biraz sonra. Şimdi izin verirseniz Can Verdi'ye sözü veriyorum.

Can VERDI
Türkiye Garanti Bankası A.S.
Genel Müdür Yardımcısı

Saygıdeğer Başkanlar, kamunun ve özel sektörün değerli yöneticileri hepinizi saygıyla selamlıyorum. Sayın panelistlere ayrıca başarılar diliyorum. **KoteDER**'in düzenlemiş olduğu bu panel sivil toplum örgütlerinin toplum hayatına nasıl katkı yapabileceğini göstermesi açısından çok önemli bir çaba. Ayrıca kendilerine teşekkür ediyorum.

Sermaye Piyasaları malumunuz kaynak sağlayıcılar ile kaynak talep edenleri bir araya getiren bir platform ve bu platform devletin bir yandan iktisadi, bir yandan da sosyal ödevlerini ifa ederken kullanmak durumunda olduğu bir araç. Benden önceki panelist Ümit Kumcuoglu lütfen alınmasın ama, mevcut yüksek faiz ortamı ve bugünkü makro ekonomik koşulları sıralayarak bir anlamda sermaye piyasaları için sanki bu ortamın düzelmesini beklemekten başka yapacak bir şey yok gibi anlam çıktı sunumundan, ben buna rağmen sermaye piyasalarının önemini

mevcut kosullara ragmen vurgulamakta fayda görüyorum. Hatta bu yüzden de bunun felsefi tarafina da biraz girme geregi duydum, daha önceden de konusmam da bu konuda hazirlik olmamasina ragmen.

Devlet bir yandan iktisadi anlamda aktif olarak yer alacagi alanlari gerek anayasal düzenlemeler gerekse sair düzenlemelerle belirlemek durumundayken, bir yandan da aktif olarak yer almayacagi alanlarda da iktisadi faaliyetlerin ekonomik ve sosyal önceliklere göre yapilandirilmesini temin etmek durumundadır. Sermaye piyasalari iktisadi kaynaklari kaynak talep edenler arasinda herkese esit uzaklikta oldugu bir platform olarak hizmet görmesi sebebiyle bir yandan devletin iktisadi ödevlerini yerine getirirken kullandigi çok önemli bir araçken, diger yandan da sermaye mülkiyetinin tabana yayilmasinda oynadigi rol nedeni ile devletin sosyal alandaki görevlerini ifa ederken kullandigi en önemli araçlardan biridir. Kisacasi sermaye piyasalari devletin ekonomik ve sosyal durusunu belirleyen önemli öğelerdendir.

Ülkemizde sermaye yaratmak, ya da sermaye piyasalarindan borçlanmak suretiyle kaynak yaratma seviyesi düşüktür. Bunun baslica sebepleri Ümit'inde konusmasinda belirttiği gibi genel anlamıyla istikrarsiz ortamın yarattigi sonuçlar ve kaynak talep eden özel sektörün hazine borçlanmasıyla rekabet etmek zorunda kalmasıdır. Hazine borçlanmasıyla rekabet etmek durumunda kalan özel sektör sermaye piyasalarindan sadece halka arzlarla sermaye temin etmek zorunda kalmis, ancak bu çabalar da piyasalardaki volatilité nedeniyle gerek yatirimcilerin talep göstermemesi gerekse sirketlerinde hak ettiklerini düşündükleri degerin de altinda halka açılmaktan endise etmeleri sebebiyle nakis kalmistir.

Sermaye piyasalarindan gerek borçlanmak suretiyle, gerek arz etmek suretiyle kaynak yaratamayan sirketler banka piyasalarindan borçlanmak durumunda kalmislardir. Aracilik maliyetlerinin bankacilik sektöründe son derece yüksek oldugu malumlarinizdir. Bankacilik sektöründen kaynak kullanmak durumunda kalan sirketler ekonomik daralmaların yasandigi dönemlerde sik sik finansal darbogaza düsmüsler ve rekabet avantajlarini baska ülkelerdeki rakiplerine kaptirmislardir.

Ekonomik istikrarın saglanması için ekonominin büyütülmesine ihtiyaç olduğu hususunda kusku yoktur. Ancak büyüme fiyatların kontrolsüz olarak artmasına sebebiyet vermemeli fiyatların kontrol altına alınabilmesinin en önemli araçlarından biri ise reel sektörün kaynak maliyetinin rekabetçi seviyelerde olmasıdır.

Ülkemizde reel sektörün en önemli sorunların biri finansman maliyetleridir. Sorun büyümeyi hangi piyasaların finanse edeceği sorunudur. Büyümenin finansmanini sermaye piyasalarına yaptırmak zorundayız. Sermaye piyasalarindan kaynak yaratmayı teşvik edecek düzenlemeler yapılma gereğinin yani sıra, sirketlerde globallesen piyasalarda rekabetçi kosullarda gerekli kaynagi bulabilmek ve kurumsallaşma sürecini hızlandırabilmek kendilerini iç ve dış yatirimcılara daha da iyi tanıtılabilmek için çaba sarf etmelidirler.

Ülkemizde bazı sirketler finansman ve likidite sağlamak, yurtiçinde ve yurtdisinda tanınmak ve kurumsallaşmak için halka açılmayı tercih etmelerine ragmen, bazıları sermaye piyasalarının denetim mekanizmasının seffalık ilkesinin

ortakların ve kamunun düzenli olarak bildirilmesini SPK ve IMKB denetimlerinin şirket kontrollerini ellerinden alacağı düşüncesi ile halka açılmaya sıcak bakmamaktadırlar. Geçmiş yıllarda halka arzlar ekonominin seyrine paralel bir gelişim sergilemiş 2000 yılında 35'i birincil olmak üzere toplam 44 halka arz gerçekleşmiş. Bu rakam 2001'de 3, 2002'de ise 5 sevişinde olmuştur.

Türkiye'de özellikle özel sektörde yapılan halka arzlar 2000 yılında geçen on yılın en yüksek sevişesine gelmişse de istenilen sevişelere ulaşamamıştır. 1999'da ISO 500 şirketler arasında yapılan anket çalışmasında halka açılmayı çeşitli nedenler ileri sürerek olumsuz karşılayanların sayısı çoğunluktadır. Katılımcıların yüzde 42'si halka açılmaları durumunda sermayelerinin yüzde 11 ile 20'sini açmayı düşünmektedir. Özetle Türkiye'nin önde gelen şirketleri olmalarına rağmen şirketlerin büyük bir kısmı halka açılma ve sermaye piyasalarına kayıtsızdırlar. Sayın başkanımızda konuşmasında IMKB'nin toplam piyasa değeri hakkında bilgi verdi. O konuda da tabii ki gidilecek uzun bir yolumuzun olduğu asıkar.

Nasıl geliştireceğiz bu piyasaları. IMKB'deki kurumsal bazlı yatırımcı tabanının geliştirilmesi konusunda ihtiyaç olduğu konusunda bir tereddüt yoktur. Kurumsal bazlı yatırımcı tabanının geliştirilmesi tabii ki düzenlemelerle olacaktır. Ümit'in konuşmasında bunların teşvik edilmesinin rüşvet şeklinde adlandırılması belki panel arasında bir tartışma konusu olacak ancak şahsen katılmadığımı bu teşviklerin sürdürülmesi gerektiği kanaatinde olduğumu söylemek ihtiyacı içindeyim.

Nereden başlanacaktır. Özelleştirme bunun en kestirme yollarından biridir. Sermaye piyasaları özelleştirilmesi söz konusu olan şirketlerin sermaye mülkiyetlerinin tabana yayılmasında en önemli araç olarak kullanılması gerekir . Bunlarla başlanılmalıdır kanaatindeyim. Büyüme için daha fazla yurtdışı sermaye girişi daha fazla yabancı yatırımcı gerekmektedir. Sadece yurtiçi piyasalardaki sermayenin pesinde değil, yurtdışındaki sermayenin de pesinde olmamız gerekmektedir. Kamu borçlanma gereksinimini azaltmamız gerekmektedir. Fakat bugünden yarına olmayacak bir konudur. Maalesef yine vurgulamak istiyorum bütün bunlar sürerken Türkiye'de halka arzı, sermaye piyasalarından borçlanmayı teşvik etmek durumundayız. Bu teşvik Türkiye'de makro koşulların düzeltilmediği sürece elde veya elde olmayan sebeplerden dolayı sermaye piyasalarının gelişimi için gereklidir ve yapılmalıdır.

Temennimiz yakın gelecekte siyasi ve ekonomik istikrarın sağlanmasıyla halka açık şirketlerin sayısının artması bu sayede de kaynakların ekonomide daha verimli alanlara kaydırılmasıdır. Tesekkür ediyorum.

Yavuz CANEVI
Türkiye Ekonomi Bankası
Yönetim Kurulu Başkanı

Çok teşekkür ediyorum sayın Verdi. Böylece konuya giriş yapmış olduk. İzin verirseniz bir çay kahve molası verelim, ondan sonra diğer üç konuşmacimizi da dinleyelim. Çok teşekkür ederiz.

Panelimize yogun programlarindan dolayi katilamayan Devlet Bakani ve Basbakan Yardimcisi Sayin Abdüllatif Sener, Maliye Bakani Sayin Kemal Unakitan ve Türkiye Odalar ve Borsalar Birligi Yönetim Kurulu Baskani Sayin Rifat Hisarciklioglu telgrafla tebriklerini iletmişlerdir. Arz olunur.

Yavuz CANEVI
Türkiye Ekonomi Bankasi
Yönetim Kurulu Baskani

Tesekkür ederiz. Toplantimizin ikinci bölümüne hosgeldiniz. Bu bölümde üç konusmacimiz var. Soner Gedik arkadasimiz Dogan Yayin Holding Baskan Yardimcisi, bize bir borsaya kote bir sirketin temsilcisi ve yöneticisi olarak adeta bir case study gibi kendi konularini takdim edecek. Bu bize degisik bir boyut getirecek. Ondan sonra tekrar Emre Derman'a dönecegiz. Derman Ortak Avukat Bürosu Partneri Emre Bey'de bize olayin hukuk açısından hukuk penceresinden nasil göründüğünü anlatacak ve son olarak da hepimizin elini yakan vergi konusuna Sayin Saban Erdikler bu sefer vergi sapkasiyla, yabancı sermaye derneği baskani sapkasiyla degilde, Arthur Anderson veya yeni adiyla Ernst&Young, Arthur Anderson Ernst&Young dönüşümü de zannediyorum bu konumuzla zannediyorum biraz yakindan ilgili o konuya da biraz deginecek corporate governance açısından. Böyle bir giriste yapacak. Saklimiz gizlimiz yok. Burasi seffaf bir ortam. Evet çok tesekkür ediyorum. Simdi Soner Bey'e sözü veriyorum.

Soner GEDİK
Dogan Yayin Holding
Baskan Yardimcisi

Sayin baskanlar, sayin dernek yöneticileri ve sevgili katılanlar hepimizi tekrar saygilarimi sunuyorum. Ben Dogan Yayin Holding'te Baskan Yardimcisi olarak çalışıyorum. Yönetim kurulu üyesiyim. Sirketimizin 4 tane halka açık sirketi var. Dogan Yayin Holding'in kendisi, Hürriyet Gazetesi, Milliyet Gazetesi ve Dogan Burda Magazin.

Uzun yillar önce bünyemize kurduğumuz sermaye piyasasi koordinatörlüğü vasitasi ile özellikle uluslararası yatirimcileri baz alarak seklendi, konferans bunlar, iste yilda yedi sekizi bulan road-show'lar, onların karsi ziyaretçileri gibi bire bir ve yakin temas halindeyiz.

Burada ben iki konudan bahsetmek istiyorum. Bu iki konuda son günlerde gündeme gelen yabancı yatirimcilerimizin, yani uzun vadeli fon yöneticilerinin bir anlamda talebi bir anlamda da beklentisi diyebiliriz. Yani iki tane yeni trend. Yeni degil ama onlar için Türkiye'de görmedikleri trend.

Birincisi temettü. Nakit kar payi ödemesi. Bilindigi gibi Amerika'da baslayip tüm dünyayi etkisi altına alan resesyondan kurtulmak için, bir anlamda restorasyonu için, yeni tanımlar yapiliyor. Yatirimciler yeni beklentiler içine giriyor. Ve orta vadede islerin biraz daha düzelmesine ve talep dogurmasını bekliyorlar. Piyasaları

uzun vadede kurumsal yatirimcileri çekmek, her ülke sermaye ve borsa kurumlarının baslica amaci. Bunun içinde bir çok tool var.

Bunlardan biri de biraz önce bahsettigim nakit temettü dagitimi. Nakit temettü dagitimini yapabilmek, bu islemleri mümkün oldugunca yalinlastirmek ve tabiri caizse vergi maliyetini düsürerek cazip hale getirebilmek ise borsanın ve sermaye piyasasinin bir amaci olmasi gerektiğinin inaniyorum.

Bize anlatilan bir çok fon yöneticisinin beklentisini su sekilde. Simdi diyorlar ki bir uzun vadeli 15 yillik bir emeklilik fonunu düşünelim. Biz bir sekilde fonlarımızin bir kismini fixed-income'a ayiriyoruz. Iste ne bileyim bir kismini az gelismis ülkelerin seylerine ayiriyoruz, eurobond aliyoruz, devlet tahvili aliyoruz. Bir kismini ise equity degerine oynuyoruz, yani sermaye piyasalarinda var olan var olan sirketlerin hisse senetlerini aliyoruz.

Simdi burada double efekt yaratacak bir sey yapabilir miyiz? Nedir bu, Türkiye'de uzun yillardir çok da nakit temettü dagitilmadigini ben de biliyorum. Bizim sirketlerimiz de dagitamadi maalesef. Burada beklentileri iste Amerikan Hazine Bonosunun getirisi 3'tür 4'tür 5'dir. Bu oranda bir temettü getirisi bir sekilde o firmada görebilse, o sirketlerde görebilse, ayrıca bunlarin uzun vadeli yapisal veya pazar degerlerine göre büyümelerinden yararlanacak faydayi alacaklar.

Dolayisiyla sürekli sürdürülebilir bir temettü dagitilan sirketler onlar için tercih nedeni olacaktır. Ben eski hesap uzmani kökenliyim, eski hesap uzmaniyim. Burada tabii ilk aklima gelen nasil bir sey olur. Vergilemeye bakıyorum. Vergilemede eskiden nakit temettü dagitimi gerçekten almasaniz daha iyi olacak bir gelir unsuruydu. Ben mesela kendimden biliyorum. Bir hisse senedim varsa temettü dagitilacaksa, vergi kaçırma degil de vergiden kaçınma ugruna, iki gün önce o hisseyi satardim ki temettü gelirini alip da beyanname kapsamina girmeyeyim. Vergiydi vs ile ugrasmayayim diye. Bir de kazancimdan vergi vermeyeyim diye.

Simdi yeni düzenlemelerle gelir vergisi kanununun 94'üncü maddesine göre yeni düzenlemeler yapildi. Fakat bu düzenlemelerin yerli bacagi uygun, çokta takdire sayan, fakat yabancı ayagi ise maalesef daha da kötüye gitti. Kisaca deginmek istiyorum. Tam mükellef dedigimiz yerli kisilerin veya kurumların halka açık sirketlerdeki stopaj nakit sermaye dagitimindeki stopaj oranı yüzde 5,5'di. Bu 11'e çıktı. Tamam bu iyi devlet daha çok gelir vergisi alıyor gibi fakat vergi alacagi sisteminin kaldırilmasi yüzde 50'sini nakit temettü alan sirket yüzde 50'sini ayiriyor. Yüzde 50'sini vergiye tabi tutuyor. Ondan da sirketlerden ödenen vergi düsürülüyor.

Dolayisiyla bu yıl için yüzde 11 fon dahil, 2004'ten itibaren yüzde 10 olarak uygulanacak bu vergi temeliyle bunu alan gerçek kisi yüzde 11 bu yıl vergi veriliyor, kaynaktansa stopaj kesiliyor. Bunu belli oranları açıkladıktan sonra beyan ediyor. Yaklasik 1 trilyon alan yani yüzde 45 vergi dilimine ulasan bir kisi ekstra yüzde 11,5 gibi vergi ödüyor. Ve beyanname veriyor. Ama bu oran geçen yillarda yüzde 46'ydi. Yani benim gibi herkesin kaçınmasi gereken bir boyuttaydi.

Yerli kurumlara daha da avantaj geldi. Yüzde 5,5 olan halka açık sirketlerdeki vergi oranı sifira geldi, bu da güzel bir uygulama. Fakat maalesef dar mükellef diye vergi kanunlarında tabir edilen yabancı kisi ve kurmalardaki vergi oranı

halka açıklarda 5,5 iken yüzde 11'e çıkartıldı. Bu vergi kanunlarının içinde bir hiza olabilir. Çünkü halka açık olmayanlar vergi oranı 16,5'tu halka açık olanlarda 5,5'tu. Dediler ki hepsini 11 yapıyoruz. Fakat burada borsamızı sürükleyecek olan en önemli oyuncular olan uluslararası kurumsal kişilerin ve yatırımcılara sanki bir ceza geldi, 5,5'tan 11'e geldi.

Simdi baska ülkeleri taradim neler var diye. Bir de tabii vergi de, vergi çok enteresan bir konu nakit temettü üç tane vergi geliyor. Birincisi kurumun kendi içinde yapılan vergi oranı yüzde 30 gibi kurumlar vergisi oranı vs., arkadan nakit dağıtılırken yüzde 11 dedigimiz stopaj yapılıyor, arti küçük oranlar olduğu için herkes için beyanname veriyor, alıyor bir de onu beyan ediyor, üçüncü vergi.

Birçok ülke bunu çözmüş nasıl çözmüş, bakıyoruz. İşte bakıyoruz Romanya, Polonya, Macaristan, Bulgaristan gibi Türkiye benzeri liberalleşme çabasında olan ülkeler ana oranları küçük tutmuşlar, vergileme oranlarını. Baska bir örnek bakıyorum Yunanistan, Hollanda, İngiltere, Amerika gibi temettü dağıtılan yerlerde stopaj yok. Yani sıfır stopaj ile temettü dağıtılıyor. Üçüncü bir uygulama Belçika gibi, İsveç gibi ülkelerde bunu alan kişilerde beyan etmiyorlar. İşte ana şartlar, oranı yüzde 25 yabancı ortaklığı varsa vs.

Amerika mesela iki gün önce açıklanan ekonomiyi canlandırma paketinde stopaj yok ama alan kişinin beyanname vermesini engelleyecek vergi oranını sıfıra indirecek bir düzenleme içinde tasarıya teklif koydular. Demek ki vergi kanunlarında yabancı uluslar arası kurumsal yatırımcıları özellikle teşvik edecek hükümler konulması lazım.

İkinci olarak bunun sürdürülebilir ve sürekli hale gelmesi. Hatırladığım kadarıyla 3 veya 4 yıl öncesine kadar var olan ve sonra yasaların kaldırılmış olan zorunlu temettü veya nakit kar payı uygulaması. Kaldırılma nedenlerini veya Türkiye nedenlerini bilmeme rağmen yine de yüzde 25 gibi bir oranda halka açık şirketlere nakit sermaye dağıtma zorunluluğunu getirmesinin prensip olarak iyi olacağını düşünüyorum.

Zaten yüzde 25 dediginiz oran bastan gelip sona geldiginizde yüzde 7,5'a düşüyor. Vergi öncesi kardaki yüz liradan otuz lira vergi ödüyorsunuz, arkadan yüzde 11 stopaj yapılıyor. Daha önceden pardon yedek akçe gibi yüzde 15 gibi rezervler şirkette kalıyor. Şirketin elde etmesiyle karı dağıtması mayıs ayını buluyor. Para değeri vs. rakam zaten 1/3'e düşüyor. 1/3'ünde yüzde 25'ini dağıtırsınız yüzde 7,5 gibi bir oran düşüyor.

Birinci vurgulamak istediğim bu. Yani vergilerde düzenleme yapmak ve nakit temettü dağıtımını teşvik etmek bir borsaya ivme kazandırır ve yahu global piyasada Türk piyasasına ayrı bir ayrıcalık getirir bir ivme yaratır kanısındayım.

İkinci önemli trend, bizden beklenen, bizim kurumumuza özgü olabilir veyahutta Türkiye'deki bir çok kuruma özgü olabilir. Burada özellikle büyümüş, pazardaki payını almış, fon fazlası olan, fakat bir şekilde de o fonlarını ülke koşullarından dolayı da uzun vadeli return'u geri dönüşü uzun sürecek, belki riski yüksek, belki karı marjı dar yeni alanlar yerine o fonu kendi hisse senetlerine yatırım yaparak, belirli bir dönem için yatırım yaparak, yani fonu o sektörde bilinen bünyede risksiz bir yatırım amacı olarak görmek şeklini ifade ediyorlar. Fakat bunu ifade

edenler Amerikalı yatırımcılar. Avrupa'daki bir trend de değil, Avrupa'dan böyle bir teklifte gelmedi.

Bize tabii burada Türk ticaret kanunundaki 329. maddedeki yasaklamaları biliyoruz. Orada tamamen yasaklanmış durumda, 329'uncu maddede yasaklanmış. 2994 sayılı sermaye piyasası kanununda ise herhangi bir düzenleme yapılmamış bu konuda. Dolayısıyla yasak, bir şirket gidip kendi hissesini satın alamıyor.

Diğer uygulamalara baktığımızda anglo Amerikan Hukukunun egemen olduğu özellikle Amerika'da bu iş serbest ve çok olgandır ve yaygın olan bir uygulama. Kara Avrupa'ya baktığımızda ise yine Türkiye gibi yasak, ama bazı yüzde 10'la sınırlı olmak gibi kaideler gibi bir takım sınırlamalar getirilerek uygulamaya yön verilmiş. Şimdi Amerika bu uygulamayı neden yapıyor ve yatırımcılar bizden bunu neden talep ediyor dediğimizde, bunların aslında bunların çok hassas ve nazik konu.

Ama oradaki uygulamalarının getirdiği neden yaptıklarıyla ilgili bir analiz yapmak istiyorum üç bes maddeden oluşan. Birincisi oradaki yasaya göre, geri satın almalar temettü dağıtmaya göre daha vergisel avantaj içeriyor, yatırımcı için daha avantajlı. Eğer şirket borçlanarak fonlarını alırsa, borç öz kaynak oranını dengeleyebiliyor. Üçüncüsü ortaklığın herhangi bir şekilde baskısından bir tehdit varsa eline geçirmesine yönelik, buna bir önlem teşkil ediyor.

Yani piyasalarda bunun yaygın olmasının nedeni, firmaların serbest nakit akımları varsa, bunlar değerlendirilmedi bu bir enstrüman olarak yer alıyor. Yani şirket eurobond'a yatırım yapabilir, devlet tahviline yapabilir, birde gidip borsaya yatırım yapabilir. Yani fon yönetimine giriyor.

Diğer bir önemli unsur, sermaye piyasalarına gerekli dönemlerde likidite ve sermaye piyasalarının önemini azaldığı, göreceli olarak önemini azaldığı dönemde bir motivasyon canlılık getirildiği düşünülür. Ayrıca hisse senedi opsiyon planlarını gerçekleştirme var. İşte orada daha yaygın olduğu üzere yöneticiler ve çalışanlara hisse senedi verilmesi, bunu belki piyasadaki toplayip karşılayabiliriz deniliyor. Hisse senedinde değistirilebilir tahvil ihraçları için hisse senedi ihtiyaç olabilir. Hisse senedini rehin verebilir bir kredi ilişkisinde, burada ihtiyaç olabilir. Türkiye'de kullanılmayan hisse senedi warrantları gibi enstrümanlarında gibi bu hisse senetlerine talep olabiliyor.

Burada hissedar açısından en önemli faktör aslında ortaklığın piyasadaki hisse senedi değerinin düşük olduğunun imajının verilmesi. Bir şirket çıkıyor diyor ki ben kendi şirketimi hisselerini alacağım, burada kamu oyununda yaratılan, verilmek istenen esas amaç, hisselerimin değeri düşük, ben bu hisselerimin yükseleceğine inanıyorum gibi bir gösterge olarak, pozitif bir gösterge olarak görülür.

Türkiye'de nasıl uygulanıyor. Türkiye'de dediğimiz gibi yasak. Türk Ticaret Kanunu 329 maddesine göre yapılmıyor. Ancak nasıl yapıyor. İşte holdingler yapabiliyor. Kendi iştirak hisselerini alıyorlar. Hakim hissedarlar yapabiliyor olabilir bireysel olarak. Yöneticiler yapıyor olabilir. Bunda hiçbir kural, bildiğiniz gibi çok tekrarlamak istemiyorum, hiçbir kural şart yok, sadece tek şey şeffaf olması adına yüzde 1'i edindiğinizde bunu açıklamamız. Ne aliminde, ne projeksiyonunda, ne satımında herhangi bir düzenleme yok.

Peki nasıl yapılabilir. Yani diyelim ki böyle bir şey tartisilir, ivme getirilir mi, bu hassas bir şekilde ele alınır. Nasıl yapılabilir diye baktığınızda, benim görebildiğim kadarıyla önce sermaye piyasası kanununun 22'inci maddesinin kapsamına özel bir hüküm getirilmeli. Yani yetki verilmeli. Şirketlerin belki esas sözleşmelerine yetki verilen bir hüküm konulabilir. Alimler spekülasyon seyleri engellemek için ve likiditeyi ve floating'ı de engellemek için belki halka açık kısmının yüzde 5-10 gibi bir kısmı degerde tutulabilir. Hisse senetleri belli bir süre elde tutulabilir, belli bir süre satılamayabilir. Ama belli bir süreden sonrada elden çıkarma şartı getirilebilir. Tabii bunların hepsinde de kamuya seffaf olarak da bilgi verilmesi gerekir. Ve bunların hepsinde alimden itibaren tanımlanır, projeksiyon haline getirilir, program haline getirilir, yönetim kurulunda kararı alınır, bildirimler yapılır. Kamuoyunun gözü önünde yapılır diye düşünüyorum.

Tabii dikkat edilmesi gereken hususları söylemistim. Birkaç tanesi, likitte ve floating oranının çok düşürülmemesi lazım. Mutlaka ve mutlaka seffaf olması lazım. Burada özellikle kamu idaresinin bu hisse senetlerinde manipülasyon olmadığını bir şekilde izlemesi lazım. Çünkü Amerika'da çok serbest, çok yaygın bir uygulama, fakat spekülasyona yol açmaması içinde belki en hassas olarak izlenen konu, bir şirketin kendi hissesini alması. Ama bütün düzenlemeleri yapmışlar ve bir şekilde ağır cezalarda olduğu için herhangi bir manipülasyon bir hareket görülüyor.

Hissedarlar bir zarara uğrarsa tazmin edilebilir. Uygulamalar dedim gibi belli bir süreyle sınırlanabilir. Bu hisselerle oy hakkı verilmeye bilir. Günlük satım veya alım sınırlamaları getirilebilir. Bunlar yapılan şeyler, iste son bir saate kapanıştan önce alım yapılmaması gibi.

Bize önerdikleri iki olay bu. Sürekli kar dağılımını taahhüt edin ve fon fazlasının bir miktarını kendi hisse senedi alimlerinde kullanın. Dogan Yayın Holding'e önerilen bu. Biz geldik bu özellikle Hürriyet ve Dogan Yayın Holding halka açık kısmının çok önemli bir oranı yüzde 75'ler gibi bir oranı yabancı yatırımcıların elinde. Tabii onları da dinlemek, degerlendirmek ve tartismakta zorunlu hissediyoruz kendimizi.

Biz gelince danıştik, yanlış bir şeyde yapmak istemedik. Bir uygulamayı başlattık 4 gün önce. Burada önce dedik ki, önce bir açıklamak yaptık burada sınırlarımızı belirledik. Dogan Yayın Holding olarak 2003 yılında yaratılacak olan faaliyet karının yüzde 10'unu tabii kendi Dogan Yayın Holding hisselerine değil, kendi istiraklerimiz olan Hürriyet, Milliyet ve Dogan Burda hisselerinin alimine bu fonu tahsil edeceğimizi söyledik. Bu alimi bir yıllık süreye yaydık. Bunu bize aylık da yapabiliydik ama bunun spekülasyon bir hareket olacağını söylediler. Belirsiz bırakmamızı önerdiler. Alınca hemen satmamamızı önerdiler. Çünkü bu trade ediliyor, iste bir fırsat kolluyor imajı verilmemesi için, belli bir süre ve mümkünse bu sürenin uzun olmasını öğütlediler, ve biz üç yıl boyunca bu alınan hisselerin dolayısıyla borsada satılmayacağını söyledik. Tek satılma şartı, yabancı uluslar arası kurumların uzun vadeli kurumlara blok halinde satışı. Bu blok satışlarda zaten borsada kurallar çerçevesinde satan belli, alanlar belli, fiyatlar belli. Sadece burada kullanılması. Her yüzde 1 alım gelince zaten mevzuatları alan hemen beyan edilmesi. Her üç ayda bir mali bilançolarımızla bunu ayrı şeyde göstermek ve seffaf olarak bütün bilgileri verebilmek. Ve yönetim kurulu kararımız olarak bu bildirim yaptık ve bu uygulamaya başladık.

Bu tabii ne Amerika'daki bir uygulama, ne de yatirimcilarimizin da çok da böyle tam dedigi bir uygulama degil. Çünkü kendi hissesini alamiyor Dogan Yayin Holding, ya da Hürriyet Gazetecilik kendi fon fazlasiyla kendi hissesini alamiyor. Burada bir amacimiz dedigimiz gibi uzun vadeli yatirimcilarimize sempati yaratmak açıkçası. Ikincisi fon ayirarak, çünkü o fonu her yerde degerlendirebiliriz, devlet tahvilinden 3,5 kazanabiliriz. Fakat biz burada piyasalari güveniyoruz mesajı vermek bu fonu ayirarak. Tabi küçük bir rakam ama sembolik degeri de olsa hissemize güveni ve fiyatın düşüklüğünü yansıtma, bu imajı verebilme buna da inaniyoruz. Canlilik ve motivasyon getirme piyasaya.

Fon degerlendirmesi içinde tabii Dogan Yayin Holding yatirimcisi aslında bu parayı Bloke ediyor. Bunda da bir avantaj saglamak yani ucuzken aldığımızı inaniyoruz. Buradan da bir fon getirisi düşünuyoruz. Fakat her asamada, basından itibaren ve üç yıllık periyotta da bütün bu işlemlerin seffaf olarak kurumsal yönetim ilkelerine corporate governance'ı kural demeyim ama prensiplerine uygun olarak sürdürmek niyetindeyiz. Tesekkür ederim.

Yavuz CANEVI
Türkiye Ekonomi Bankasi
Yönetim Kurulu Baskani

Çok tesekkür ederiz. Sistem kendi içinde kendi kurallarini koymaya baslamis. Yani biz sayin baskanin ifade ettigi gibi haziran sonunda ilk defa corporate governance prensiplerini resmiyete dökecegiz hazirligini yaparken bazi sirketlerimiz ihtiyaci duyup kendi kendilerine baglayici bazi prensipleri ilan ederek seffafliğin bir örneğın vererek bu yolu açmis oluyorlar. Umarız bu uygulama, genel prensipleri açıklandıktan sonra daha da rahatlıkla ve seffaflıkla devam eder. Simdi arkadasımız Emre Derman bize kendi sunumunu yapacak. Buyurun.

Emre DERMAN
(White & Case)
Derman Ortak Avukatlık Bürosu Partneri

Tesekkür ederim Sayın Başkan. Ben sunumuma bu adi verdim. "İyi Olani Daha İyi Yapmak" diye, çünkü sürekli olarak bu tür toplantılarda hep top hukukçulara ya da mevzuatçılara atilir. Ya mevzuat izin vermiyordur, ya müsait degildir, ya degismesi gerekir, ya da degistirilmesi için bir takım fikirler öne sürülüyordur.

Bence aslında sermaye piyasasi mevzuatımız gayet iyi. Öyle çok degismesine falan da ihtiyaç yok. İyi olduğu zaman isimiz daha zor, çünkü iyi olani daha iyi yapmak zordur. Olmayani yaratabilirsiniz, kötü olani tamir edebilirsiniz. İyi olani daha iyi yapmak zordur.

Niye iyi olduğunu düşünüyorum sermaye piyasasi mevzuatinin, çeşitli sebepleri var. Birincisi yeni, yani çok eskiden ticaret kanunumuz borçlar kanunumuz gibi 1920'lerden, 1950'lerden kalmis degil. Yeni fikirler sürekli olarak mevzuata islenmis durumda. SPK sürekli olarak mevzuatin üstünde, titizleniyor, mevzuati taze tutuyor. Bunu yaparken de gelismis piyasalardaki örnekleri izliyor. Yani Amerika'yi yeniden keşfetmiyor. Birçok ülkelerden mehz kanunlarına bakıyor izliyor. Daha önemlisi bunu uygulamacılar ile tartisiyor. Yani baska hiçbir kurumda görmediginiz kadar, kendi WEB sitesinde mesela yayinliyor. Taslak olarak, araci kurumlara gönderiyor, böyle bir sey yapmayı düşünüyöruz, görüşlerinizi bildirin diye, yazili olarak bu görüşleri aliyor. O yüzden çıkan mevzuat böyle büyük bir sürpriz olarak çıkmıyor.

Bence daha da önemlisi piyasamız mevzuati zorlamıyor. Simdi bu ne demek, ortada bir piyasa var ama mevzuati yüzde yüz kullanabilen bir piyasa degil. Piyasanın önünde gidiyor mevzuat hep. Halbuki biz de hep tersinden bir iki olay olur ardından istim arkadan gelsin misali bu da bir düzenlemeye tabii tutulur. Öyle degil bizde düzenlemeler, SPK mevzuatında genelde piyasadaki kosulların önünde gidiyor. Sonuç olarak bence iyi, ihtiyacin üzerinde bir mevzuat "over regulated" diyebileceğimiz bir piyasaya sahibiz biz hukuki açıdan.

"Over regulated" olduğunu nereden iddia ediyorum. Söyle bir kanitim var size. Bunların hepsi bizim mevzuatımızda var. Ama bugüne kadar benden kimse bunları yapmamı istemedi. Çünkü mümkün değil. Yani bunu kaldıracak bir piyasa Türkiye'de maalesef şu anda yok. Acaba piyasa olmadığı için mi bu ürünler yok yoksa çok iyi mevzuat olduğu için mi bu ürünler yok sorusunu sormamız lazım. Yani bence bazı elbiseler biraz fazla siki, dar dikilmiş olduğu için bu ürünlerin bir kısmı yok. Yabancı yatırımcılar arada sırada hisse senedine çevrilebilir tahvil yapalım diye geliyorlar soruyorlar. Hatta senede iki kere bunu konuşuyoruz. Ama diyoruz ki bizim mevzuatımızda şu kadar olması lazım, 7 senelik en fazla olabilir, söyle olabilir, bir süre sonra diyorlar ki olmaz yani bu piyasanın getireceği bir takım koşullardır. Siz bunları regüle etmeye çalışırsanız biz bunu yapamayız diyorlar yapmıyorlar. O yüzden bu mevzuatı olup da uygulaması olmayanlarda bizim mevzuatımız acaba biraz fazla mi iyi sorusunu da sormak gerekiyor.

Şimdi tabii mevzuatımızın iyi olması bugün burada mevzuata ilişkin bir iki tane değişiklik önerisi yapmamamızı engellemiyor. Çünkü çok iyi deyim gidebilirdim, ama yani bir iki tane şey söylemem lazım. Bunda iki tane değişik konu var. Birincisi halka açılmaları kolaylaştırmak için neler yapılabilir. Onu bugün konuşmak istemiyorum çünkü bulduğumuz ortam gereği zaten siz halka açıklısınız. Bir de halka açılmaları kolaylaştırmak için öncelikle makro ekonominin düzelmesi gerekir. O da benim konum değil. İkinci konu halka açık şirketlerin çok etkileyen hangi mevzuatlar var. Bu konuda hangi değişiklikler yapılabilir naçizane bir iki tane görüş ileri süreceğim.

Halka açık şirketleri etkileyen en önemli konulardan bir tanesi çağrıda bulunarak hisse senedi toplanması mevzuatı. Malumunuz bizim mevzuatımızda eğer bir halka açık şirketin doğrudan veya dolaylı olarak yüzde 25'ini ele geçirirseniz, geri kalan hisse senetleri için o hisse senetlerini ele geçirmede kullandığınız fiyat üzerinden çağrıda bulunmak zorundasınız. Şimdi burada bir iki tane değişiklik önerim var benim.

Mesela çağrının bedeli başka bir hisse senedi veya sair menkul kıymet olabilmeli. Çağrının yani bu çağrıda bulunduğunuz zaman ödeyeceğiniz değer illa Türk Lirası üzerinden sabit bir rakam olmak zorunda değildir. Bunun bir açıklığa kavuşması lazım bence.

İkincisi çağrının yürürlüğünü ben sarta bağlayabilmeliyim. Yani sadece bu çağrı neticesinde şirket kontrolünü ele geçirsem çağrıya devam etme yükümlülüğüm var. Yoksa bastan itibaren çağrım hükümsüz sayılır diyebilmeliyim. Bunun gibi çeşitli şartlara bağlayabilmeliyim çağrıyı. Bu da şu anda mümkün olmayan veya en azından bu konuda düzenleme bulunmayan bir konu. Bunun da açıklığa kavuşmasında bence fayda var.

Üçüncüsü ben bu çağrıyı yapıyor isem yani, ya da isteyerek hisse senetlerimi piyasadan toplamaya başlamış isem veyahutta SPK'nin getirmiş olduğu zorunluluk nedeniyle böyle bir çağrıda bulunuyor isem bunun sonucunun da belli olması lazım. Gerekiyorsa ben şirketi ele geçirebilmeliyim. Yüzde 95'ine sahip olup yüzde 5 nedeni ile hala halka açık kalmak zorunda olmamalıyım. Gelmiş piyasalarda biliyorsunuz bunun adına "squeeze-out" diyorlar. Ve birçok piyasada bu var.

Kimlerde var ufak bir karsilastirma yaptim ben, mesela Ingiltere’de yüzde 90 Almanya’da yüzde 95’i geçtiniz zaman o geri kalan yüzde 5 ya da 10 herhangi bir itiraz hakkı olmaksızın, bedeli karsiliginda tabii, hisse senetlerini satmak zorunda kalıyorlar. Böylece siz biliyorsunuz ki eger bu halka çağrida basarili oldugunuz takdirde sirketi halka açıklıktan uzaklastirmaniz mümkün. Simdi belki konumuza ters bir sey söylüyorum sirketi halka açıklıktan uzaklastirmek tabii sizin yapmak istediginiz bir sey olmaya bilir ama bir yatirimcinin böyle hakkı oldugunu en azından teslim etmek gerekiyor. ABD’de her eyalette farklı bir uygulama var. Delaware’de yüzde 95 olarak uygulanıyor. Biz de yok. Burada çağrida bulunma zorunluluğu bence Türkiye’de çok alçak belirlenmiştir. Yani yüzde 25 bence çağrida bulma zorunluluğunu getirmek için çok düşük bir rakamdır. Mesela Ingiltere’de yüzde 30 Almanya’da yüzde 30. Diyeceksiniz ki yüzde 25 ile yüzde 30 arasında çok büyük bir fark yok. Haklisiniz ama Ingiltere ve Almanya’da yüzde 30’la yapabileceğiniz ile Türkiye’de yüzde 25 ile yapabileceğiniz arasında çok ciddi farklar var. O yüzden Ingiltere ve Almanya’da yüzde 30 neredeyse en büyük hissedar kontrolü ele geçirmiş hissedar olarak ortaya çıktığınız bir asama olarak görüldüğünden bu oranlar konulmuştur.

Bir diğer konu, özel durumların kamuya açıklanması ki halka açık şirket yöneticileri olarak sürekli olarak karsilastiginizi tahmin ediyorum bu konuyla ilgili. Simdi bizde özel durumların kamuya açıklanması, çok efektif diyecektim, yanlış olur çok yoğun olarak çalışıyor. Neden çünkü neredeyse bir reklam aracı olarak kullanıyor. Kamuya açıklama bir reklam amaçlı olamaz. Ben su futbolcu transfer ettim gibi bir özel durum açıklamasının temelinde bir mevzuat, bir gereksinim, bir sey olması lazım. Veyahutta 6’inci tıgaydaki su subemi kapattım dediginiz zaman, yani neden niye bunu açıklama gereği duyuyorsun. Neden bunu basın yoluyla değil de IMKB ve SPK yoluyla açıklama ihtiyacı duyuyorsun diye sormak lazım bence.

En çok bilgi en iyi bilgi demek değildir. Bilgi kirliliği söz konusu olabilir. Verdiginiz bilgiler arasında hangisinin gerekli hangisinin gereksiz olduğunu yatirimcinin ayıklamak zorunda kalması bence doğru bir kriter değildir. Sap ile samani ayırmak kimin görevidir diye sorarken kastım su, birçok şirketin danismanlığını yapıyoruz, o şirketlerin elemanı olarak “in house” çalıştığımız meslektaşlarımızla arada sırada tartisiyoruz. Bunu açıklayalım diyorlar. Biz diyoruz ki açıklamak zorunda değilsiniz. Biz açıklayalım da hani vebali bizim üstümüzde kalmasın.

SPK böyle bir sey yapmıyor. IMKB’de SPK’da benim görebildiğim kadariyle genel özel durum açıklamalarını yazarak bildiriyor. O yüzden birisinin bu vebali üstlenmesi lazım. Hangi bilgi gerçekten açıklamaya değer, hangi bilgi kafa karıştırır veya reklama yöneliktir. Bunu da yapacak olanların halka açık şirketlerin kendi bünyelerinde olması lazım.

Ama SPK’nunda bu konuda çok esnek davranması lazım ki oraya geleceğiz. Zamanından önce bazı seyleri açıklamaya zorlanmak bence kabul edilemeyecek ticari bir risktir. Öyle ki bazen küçük yatirimcinin küçük yatirimcinin korunması amacı bile bu riskin alınmasını zorunlu kilmamalıdır bence. Sonuç olarak önerim. Şirketler sadece gerekli olanı niye açıkladığını da belirterek, yani bunu açıklıyorum su tebligın su maddesi uyarınca açıklamam gerektiğine inanıyorum, diyerek bir beyanda bulunarak açıklamak zorundadırlar.

Burada SPK'nin mevzuat çalismalarini çok övdüm, ufak bir elestiri getirmek istiyorum. Çok spesifik bir olay. Hepinizin bildigi bir ilke karardir bu. Çünkü çok tartisiliyor. Neyin açıklanmasi gerektiği konusunda, temel tartisimalardan bir tanesi. Simdi SPK'nin böyle bir ilke karari var, diyor ki su sayili tebligde belirtilen özel durumlarin ortayla çikmasi sonucunu doguracak islemlerin veya görüsmelere baslanmasi durumunda basladigim zaman açıklayacagim, görüsmeler boyunca her asamada açıklama yapacagim, bir de bittiginde açıklayacagim diyor.

Yani olay olmadan önce ben bir açıklamada bulunacagim, bence bu karar hasbelkader tebligin amacina aykiridir. Niye aykiridir çünkü ayni tebligin üçüncü maddesine baktigimiz zaman diyor ki asagida belirtilen özel durumlarin gerçeklesmesi halinde açıklamak zorunludur diyor. Gerçeklesmemis iken açıklanacak durumlar var evet, teblig onu da göstermis zaten altinci maddesinde diyor ki, eger yapmaya basladiginiz islem borsada büyük miktarda hisse senedi satisini doguracaksa bu islemlere baslanmasi veya bu konuda bir araci kurulusla anlasma yapilmasi durumunda daha henüz islem gerçeklesmeden açıklama yapmak zorundasiniz denilmis. Hangi durumlarda açıklanacak konu henüz olmadan önce açıklama yapmak zorunda oldugunuzu belirtmis durumda. Eger biz ilke karari ile bunu tebligde belirtilen tüm özel durumlara genisletir isek, o taktirde bu maddenin hiçbir anlami kalmiyor.

Peki söyle bir durum söz konusu degil mi, yani bazi islemleri bazen duyuyoruz, sagda solda gazetede ama bu konuda sirketten henüz hiç bir açıklama gelmiyor. Bu bizim analizimizi etkileyecek bir durum degil, çünkü buna iliskin zaten madde var, dogrulama yükümlülüğü ya da yalanlama yükümlülüğü, böyle bir madde var zaten. Eger ortaya böyle bir dedikodu çikmissa bu maddeyi kullanarak SPK'nin hayir bunu açıklamak zorundasiniz bir sey oluyor mu olmuyor gibisinden bir açıklama isteme hakki her zaman var. SPK neden böyle bir ilke karari aliyor veya nereden hangi güce dayanarak böyle bir ilke kararini çikariyor. O da kurulun yetkisi yine ayni tebligin maddesinde kamunun zamaninda aydinlatilmasini saglamak amaciyla SPK belirli açıklamalari istemeye yetkilidir.

Simdi bence, sayin baskandan özür dileyerek söylüyorum, bence SPK'nin yetkisi bu maddeye dayanarak her halükarda, her durumda, olayin olmasindan önce bir açıklama istemeye yani böyle bir ilke kararini çikartmak için yeterli degildir. Bu ancak spesifik bir olayda yapilan açıklama yeterli olmadiginda veya bir açıklamaya gerek duyulduğunda SPK'nin kullanmasi gereken bir yetkidir diye düşünüyorum. Simdi bu nedenle ben daha az "disclosure" daha az açıklama olmasini mi savunuyorum. Hayir ama yapilan açıklamalarin kaliteli, nitelikli, olmasi gerektiği düşünüyorum. Bu da tabii dünyadaki su andaki trende biraz ters. Malumunuz Enron, Worldcom vs olaylar sonrasi iste kurumsal yönetisim, corporate governance, daha çok açıklama, seffalik vs bu tür analizler çerçevesinde, mümkün olan fazla sayida bilgiyi yatirimcilar ulastirmak gibi bir çaba var. Ancak Türkiye'deki sermaye piyasasinda hareket eden sizler, zaten çok siki bir rejim içerisinde hareket ediyorsunuz. Yani bence sizin halka açık olmanizi tesvik edecek tesvik yok ortada.

Ümit üstadimizla orada çelisiyoruz. Bence öyle bir tesvik yeterli bir tesvik yok. O yüzden halka açık sirketleri daha da fazla sikacak, daha da onların günlük hayatini zorlastiracak adimlari atmadan önce çok dikkatli düşünmek lazim. Özellikle de bu adimlarin bence tepki adimlari olmaması lazim. mesela tepki adimlarina bir örnek vereyim size. Dünyadan en çok konusulan yasalardan bir

tanesi Sarbanes Oxley getigimiz yilin sonunda ABD’de ikartildi ve iste kurumsal yönetimin esasi olarak nitelendirilebilecek ve Amerika’da ortaya ikan halka aık sirketlerde ortaya ikan skandallari önlemeye yönelik olan bir yasa. Bir sene tartisildi. Getigimiz yilin sonlarında ikartılmadan önce, 2003 sonlarında tam anlamıyla efektif hale gelecek. nk su anda kendi i tebligleri konusuluyor. Yasada ok sey var, yani yöneticiler edinmis olduklari haksiz kazançlari iade edecek kredi aılması yasaklanacak, yönetim dis bağımsız danismanların vermiş olduğu tablolara ayrıca kendileri valla billa doğrudur diye imza atacak, bağımsız denetim kuruluslarını etkilemekten kaınacaklar. Sudur budur aslında hepimizin normal öngördüğü seyi yasa maddesi haline getiren seyler var.

Ama bunlari yaparken o kadar tepkili davranıyorlar ki ama beni en ok avukatlara iliskin olani ilgilendirdiği iin onu sey yapmak istiyorum, öyle ki mesela ben bir avukat olarak Amerika’da halka aık olan sirketin yatirimcileriyle olan muhaberatımda bir seyin doğru yansitilmediğini dsnyorsam bunu önce sirketin ilgili kanallarına, onlardan gerekli tepkiyi almadığımı dsnyorsam SEC’nin ilgili makamlarına bildireceğim, eğer sirket benim istediğim gibi tepki vermiyorsa onların avukatlığından ayrıldığımı beyan edeceğim, üstelik bu aıklamayı da yetkililere ihbar ederek yapacağım. Yani böyle profesyonel alısanlarının kabul etmesi g olan yükümlülükler de tasiyan tipik bir tepki yasasi getiriyor.

Benim ise tavsiyem, ki sayın başkanın konusmasından da bunun bu yönde olmasından ok memnun oldum. Benim ise tavsiyem bizim Türkiye’de tepki yasalarının özellikle yeterli makro ekonomik tesviklerin olmadığı, yeterli makro ekonomik piyasanın olmadığı bir yerde tepki yasalarıyla “over-regulated” bir mevzuat yaratmaktan kaınmamız. Anladığım kadariyle su anda teklif edilen kurumsal yönetim esasları, zorlayıcı olmaktan ok, eğer bu yönetim esaslarına uyarmanız siz süper liğdesiniz. Eğer uymuyorsanız diğer bir liğdesiniz. Baska bir endekstesiniz diye özendirici nitelikte olacak.

Bence sermaye piyasasında mevzuatındaki en önemli temel alabileceğimiz trendlerden bir tanesi de bu olmalıdır. Zorlamak yerine özendirmek iyi olanın kendisinin iyi olduğunu gösterecek vasıtaları onlara sağlamak en doğru yol olacaktır diye dsnyorum. ok tesekkür ederim efendim.

Yavuz CANEVI
Türkiye Ekonomi Bankası
Yönetim Kurulu Başkanı

Tesekkür ederiz Emre. İltifatlarla başladığı konuşmayı iyi bitirdi. Tabii gene de öyle diyelim. Gerçekten beni etkileyen tespitlerin bir tanesi eski bir bürokrat olarak en tehlikeli yasa tepki yasasıdır. O konuyu altını çizerek hepimiz düşünmeliyiz. Hakikaten söyle ileriye dönük düşündüğümüz zaman mali kanunlardan tutunda politik yasalara kadar her zaman sikinti çektiğimiz konu anayasa dahil tepki yasası ise mutlaka bir yerde toplumun basına bir çorap örmüştür. Onun için özellikle böyle bir konuda hassas bir konuda sermaye piyasası gibi globallesen bir konuda tepkiye yer yok. En az tepkinin olması gereken yer. Çünkü rakiplerimiz sizin gibi tepki göstermiyorlar, uyum sağlıyorlar en azından. Gelisen şartlara. Çok tesekkür ediyoruz o yüzden böyle bir kavramı tekrar gündeme getirdiğiniz için. Şimdi son konuşmacımız Saban kardesimiz Saban bey buyurun.

Saban ERDIKLER
(Ernst & Young)
Kuzey Y.M.M. A.S.
Yönetim Kurulu Başkanı
Türkiye Genel Müdürü

Efendim hepinizi saygıyla selamlarım. Doğrusunu isterseniz isim çok zor. Konu enine boyuna konuşuldu, herkes etegindeki tasları döktü. Sayın başkan da hangi alanlarda konuşmayacağımı, yabancı sermaye alanında konuşmayacağımı belirtti, diğer yandan vergi konusunu da zaten Soner Bey üstadımız anlattı. Emre Bey'de Enron olayına değindiği için bana konuşacak bir şey kalmadı. Toplantiyi burada kapatabiliriz.

Saka tabii ki bu, var konuşacak çok şey var. Gerçekten üzerinde durulması gereken çok husus var. Benim sunuşumda vardı, materyal olarak hazırlanmıştı, ama ondan ziyade şimdiye kadar ki gelişmelerin isigi altında ele alınmasında daha yarar gördüğüm diğer bazı konulara değineceğim. Kendi sunuşuma fazla isaret etmeyeceğim. Öyle yapalım, ilk önce Enron'u bir tarafa bırakalım. Şimdi efendim Enron konusu bir şeyi açıkça ortaya koydu, sayet kuralları doğru olarak ve yeterli açıklıkta koymazsanız kötüye kullanımlara mani olmanız çok da mümkün olmuyor.

Kurumsal yönetisim eger yöneticilerin iliklerine, genlerine, kanlarına, kan hücrelerine kadar bulasmamissa, bagimsiz dis denetim yoluyla oradaki aksakliklarin, oradaki noksanlarin önüne geçmek pek mümkün degil. Peki ne yapalim, böyle bir durumda bagimsiz denetimden vaz mi geçelim. Bir anlamda bagimsiz denetimi demokrasi gibi kabul etmek lazim, demokrasi kendi içinde bir sürü aksakliklari bir sürü noksanliklari olan bir yönetim biçimi ama buna ragmen insan aklinin buldugu en iyi yönetim biçimi, herkes bu noktada hem fikir.

Eger böyle ise, daha iyisini bulana kadar demokrasiyle yetinmek durumundayiz. Ayni sey bagimsiz dis denetim içinde söz konusu. Bagimsiz dis denetimin de kendi yapisindan kaynaklanan bazen kötüye kullanimdan ortaya çıkan noksanliklari aksakliklari vardir. Ama daha iyisini buluncaya kadar da bagimsiz dis denetimle devam etmek zorunlulugumuz bilgiye güvenilir bilgiye, dogru bilgiye ulasmak için en geçerli yolun bu oldugunu kabul etmemiz gerekiyor. Evet kötüye kullanimler her zaman olacaktır. Reel sartlarin getirdigi sikintilar, onlarin sonucu olarak yönetimin ihmali, bagimsiz dis denetçinin yanlis yorumlamasi yanlis degerlendirmesi gündeme gelebilecektir. En iyi niyetle bazen kötü davranislar da ortaya çıkabilecektir.

Örnek olaylar hepimizin ders almasına yeterli olsun. Ama tepki kanunlarında yol açmasin. Gerçekten "Sarbanes Oxley" düzenlemesi Amerika'nin bir iç düzenlemesine olmasına ragmen, dünyanın bir çok ülkesi tarafından da baz olarak alindigindan, profesyonel olarak çalisan insanlar için bir çok sikintilar yaratmaya baslamistir. Türkiye'deki duruma baktigimizda ise sermaye piyasasi kurulumuzun yayinlamis oldugu bir teblig vardir. Tebligini bugünkü sartlar içerisinde içinde yasanilabilir, kendimiz için söylüyorum bir ortamı olusturmaktadır.

Bunun tabii daha detayli düşünülerek, tepki biçiminde anlasilmaması için biraz daha bagimsiz düşünelim olgusuyla iç içe hazirlanmasını temenni ediyordu. Ama bu haliyle de, dedigim gibi içinde yasanilabilir bir ortamı bizlere saglamis durumda.

Somut bir soru gelmezse eger, dogrusunu isterseniz Enron'la ilgili açıklamalarimi bu noktada bırakmak istiyorum. Enron disinda kalan konularla ilgili olarak sunumla ilgili çok temel bir sorunum var. O da konulari birbirine nasıl bagdastiracagim konusunda çok net degilim. Sizlere öncelikle bugün içinde buludugumuz vergi rejimi hakkında bilgi sunmak istiyorum.

Aslinda sunacak bilgiler biraz kuru olacak ama paylasilmasi gereken bilgilerdir. Ondan sonra halka açık olmanın maliyetleri konusunda vergisel maliyetleri konusunda birkaç tane rakamdan bahsetmek istiyorum. Ve nihayet ülkemizde dogru bilginin üretilmesindeki çok temel iki sorundan bahsetmek istiyorum. Bir nebze açilis konusmasında **KoteDER** baskani sayin Eroglu degindiler. Bunlardan bir tanesi kayıt dışi ekonomi, bir diger de enflasyonun yarattigi sonuçlar.

Isterseniz bu noktadan baslayalim. Bakalim nereye dogru gidecek. Yabancı sermaye konusuna deginmemek konusunda hususunda sözüm olmasına ragmen ve yahuatta baskanın o konuda isareti olmasına ragmen birazcik deginmek ihtiyaci var. Çok açık ve net bir sekilde Türkiye gibi gelismekte olan ülkelere yabancı sermaye ihtiyacini kabul etmek zorunlulugumuz var. Yabancı sermayeye gelmek

için ne sermaye piyasalarının ve ne de üretim hacminin üretim kapasitesinin makro ekonomik gelişmelerin istenilen seviyeye gelmesi istenilen etkinliğe ulaşması mümkün değildir. Çok basit bir rakamla Türkiye bakımından konuyu ortaya koymak gerekiyor. Türkiye'ye önümüzdeki 2023 yılına kadar olan dönemde her sene çalışma yasına gelen insanların sayısı 700 bin olarak tahmin ediliyor. Ve bir kişi için bir kişiye ek istihdam yaratmak için yapılması gereken yatırım tutarı da 35 bin dolar. Türkiye'nin en fazla yatırım yaptığı yıllarda yapmış olduğu yatırımın toplam yatırımın tutarı 50 milyar dolar. 2001-2002 yıllarında 40 milyar dolara ulaşamamış tutardan bahsediyoruz. Böyle bir ortamda gerek portföy yatırımı ve gerekse doğrudan yabancı sermaye anlamında mutlaka elverişli şartların oluşturulması zorunluluğu var. Dünyada 2000 yılında 1.3 trilyon dolara ulaşmış yabancı sermaye hareketlerinden Türkiye'nin 50 yılda sadece ve sadece 17 milyar dolar yabancı sermayeye ulaşmış olması kabul edilebilir değildir.

Unutulmaması gereken bir husus bir kıyaslama yapma imkanı verir diye söylüyorum. Çin'deki bir yılda gelen yabancı sermaye miktarı 2002 yılı için, bir yıllık 83 milyar dolar ve toplam stok olarak ulaşılan rakam 850 milyar dolar. Bu rakamların bize bazı şeyleri hatırlatması, bazı şeyleri doğru yapılması gereğini ortaya koyması gerekiyor. Buradan başlayarak Türkiye'de sermaye piyasaları alanında da yabancı sermayenin oynayacağı çok önemli roller bulunduğu söyleme imkanı var. Portföy yatırımları yoluyla Türkiye'de sermaye piyasalarının globalleşmesine Türkiye'de de gelişmiş olan ülkelerde de buna benzer derinlikte ve genişlikte sermaye piyasası oluşturulmasına imkan tanınmasının gerekliliği altı çizilerek ifade edilmeli.

Vergi bacağına geçeceğiz. Ama burada öncelikle vergilendirilecek karın tespiti konusunda üzerinde durmamız gerekiyor. Ve orada da biraz önce işaret etmeye çalıştığım gibi kayıt dışı ekonominin önce ele alınması gerekiyor. Ve daha sonra enflasyon olgusuna değinilmesi gerekiyor. Kayıt dışı ekonomi çeşitli ölçümlere göre kayıtlı ekonominin neredeyse yüzde 50 ile bir katında kadar ulaşan boyutlarda bir şey. Tabii sermaye piyasaları bakımından kayıt dışı ekonominin ayrı bir yeri var, kendi basına yarattığı kötülük tabii en basta söylenmesi o haksız rekabet olmakla beraber ondan sonra işletmelerin güdük kalmasına yol açması kayıt dışı çalışanlar büyümekten siddetle korkuyorlar. O zaman iplerin kontrolünü ellerinden kaçıracaklar. Ve kayıt dışından elde edilmiş kaynakların verimli kullanılması imkanı da yok.

Kayıt dışında oldukları için bu kaynaklar behemehal ölü yatırım veya ülke dışında yapılmış yatırımlar olarak karsımıza çıkmak zorunda. Bunların servete çalışma kapasitesine doğrudan katkıları bir anlamda kayıt dışı olmalarının önünde önemli bir engel. Veya kayıt dışı kalmaları takdirde bu tür yatırımlara girmeleri mümkün olmuyor. Bu ikisini bağdastırmak için bu ikisini kayıt içerisine alma zorunluluğu var, mevcut yapılara bakıldığında da kayıt dışıyla mücadele için çok fazla mesafe alındığını söyleme imkanı yok.

Gene yabancı sermaye bakımından biraz önemini işaret etmekte fayda var kayıt dışı ekonominin. Bir çok yabancı sermayeli kuruluşla yerli kuruluşlar arasında satın alma birleşme çalışmalarına katılmış bir kişi olarak bunu rahatlıkla söyleyebilirim. Çalışmalar belli bir aşamaya gelinceye kadar gayet güzel karşılıklı iş birliği anlayış içerisinde gidiyor. Bir noktada şirketin değerinin tespiti konusunda Türk tarafı açık olarak kendilerinin bir takım kayıt dışı faaliyetlerinin

oldugunu, buradan elde edilmiş kazançların bulunduğunu, bu kazançların da iste hisse senedi değerlerinin tespitinin nazar alınması gerektiğini söylüyorlar. O noktada zaten zincir kopuyor. Ölçülmesi mümkün olmayan bir şeyin yönetilmesi de söz konusu olamaz. Bu durumda da yabancı sermayeli kuruluşun böyle bir olguyu kabul etmesi, buna bir değer izafe etmesi bir çok hallerde tabii mümkün olmuyor.

Aynı şey enflasyon muhasebesi içinde söz konusu SPK'umuzun BDDK'muzun çabalarıyla en azından bu kuruluşların kontrolündeki şirketler bakımından 2001 yılından başlamak üzere 2003 yılında da SPK'ya tabi şirketler için uygulanmak suretiyle bir takım şirketler için, bir takım bankalar için, finans kuruluşları için enflasyon muhasebesi raporlama bilgilendirme anlamında zorunluluk haline geldi geliyor. Bunlar önemli çalışmalar ancak yeterli değil.

Enflasyon muhasebesini uygulayacak insanlara, katlandıkları ek külfetin doğru bilgi adına yapmış oldukları ek yatırımın mutlaka bir şekilde geri dönüşünün sağlanması gerekiyor. Bir diğer açık ve net ifadeyle söylemek gerekirse enflasyon muhasebesine göre fiktif olmaktan çıkarılmış reel karların vergiye tabii tutulması olgusunu artık hayata geçirme zorunluluğu var. Son zamanlarda bu konuda çok ümit verici mesajlar duyuyoruz. Sayın Maliye Bakanımız Haziran ayı içerisinde enflasyondan arındırılmış karların vergiye matrah olacağına ilişkin kanunun meclisten geçirileceğine ilişkin bir anlamda taahhütte bulundular. 2004 yılı başında yürürlüğe girecek bu kanun sanıyorum Türk mali sisteminde hem adalet, hem basitlik, hem verimlilik anlamında son zamanlarda çok kullanılmış, asınmış olmasını kabul etmiş olmakla beraber gerçek anlamda bir reform niteliğini taşıyacaktır.

Eğer Türk mali sisteminde Türk vergi sisteminde bir reformdan bahsedilecekse enflasyonda arındırılmış karların vergiye tabii tutulması reformundan bahsetmek gerekir. Tabii ümitle bekliyoruz bu sözler tutulsun. Tasarının hazırlandığını biliyoruz. Üzerinde hala çalışmalar yapıldığını biliyoruz. Haziran ayı sonunu da iple çekiyoruz. Çok fazla maliyetin olduğunu zannetmiyorum. Enflasyon muhasebesinin vergi gelirleri üzerinde elbette bir maliyeti olacaktır. Ama bu maliyet zaten doğrudan vergilerin Türk vergi sistemi içerisindeki payının oldukça aşağılara indiği bir dönemde ve ekonomik sıkıntılardan henüz çıktığı bir dönemde yapılırsa maliyetlerde oldukça aşağı düzeyde kalacaktır. Bunun maliye bakanlığı tarafından da ısrarla savunulması gerektiğini düşünüyorum. Çünkü maliye bakanlığı da artık haksız vergi alıyor olmaktan çıkmak istemek durumundadır. Artık ben olmayan karları vergilendiriyorum diyen maliye bakanlığına ne kendisinin daha fazla tahammülü olması lazım ne de vergi ödeyenlerin tahammülünün olması lazım. Vergilerini ödeyenler veya vergilerini noksan ödemek için kendilerine haklı sebep arayanlar bu fiktif karların vergilendirilmesi enflasyondan doğan karların vergiye tabii tutulmasını çok kuvvetle bir neden olarak ileri sürmektedirler. Bu nedenle ortadan kaldırılması herkesin yararına olacaktır.

Bir firma olarak bir çalışma yaptık. Sayet enflasyondan arındırılmış karlar vergiye tabii tutulursa ne olur. Bunu denetledik ve enflasyon muhasebesine göre gerekli düzenlemeleri yaptığımız 62 reel sektör kuruluşunda ve 10 finans kuruluşunda yaptık. Ve bunu 2001 yılı kazançları üzerinden gerçekleştirdik. Yapılan çalışma sonucunda şu sonuç ortaya çıktı, 62 reel sektör kuruluşundan 10 tanesinde enflasyon muhasebesinin uygulanması halinde karşı karşıya kalacakları

vergi yükünün klasik bildigimiz muhasebe sistemine göre yapılan vergilendirmeden daha yüksek vergi ödeme sonucuna yol açacağını gördük, 52 firmada ise fiktif karlar üzerinden enflasyon sebebiyle ortaya çıkmış karlar üzerinden vergi alındığını tespit ettik. Mutlak rakamlardan bahsetmek çok anlamlı değil. Özellikle enflasyon muhasebesinden bahsettiğimiz bir dönemde. Ama fiktif olarak ortaya çıkan fiktif olarak vergiye tabii tutulan karların diğer enflasyon muhasebesi uygulanması halinde ortaya çıkacak karlara kıyasla yüzde 4 bin oranında fazla olduğunu gördük. Bu bir anlamda maliye bakanlığının veya Türk vergi dairesinin karşı karşıya kalacağı maliyeti gösteriyor ama bir taraftan da şimdiye kadar yapılan haksiz vergilendirmenin de çok açık bir ispatı oluyor. Aynı çalışmayı 10 finans kuruluşu için yaptık. Finans sektöründe çalışan 10 kuruluş için yaptık. Bu 10 kuruluşun tamamında da enflasyon muhasebesinin uygulanmasından sonra ortaya çıkan karların bu muhasebe uygulanmasaydı ortaya çıkacak karlara kıyasla yine yüzde 14-15 bin oranından fazla olduğunu, aslında bu 10 finans kuruluşunda da enflasyon muhasebesinin uygulanmasından sonra vergilendirilecek bir karın marın olmadığını çok net bir şekilde gördük.

Buradan bir genelleme yapmaya çalışacak olursak. Sunu görebiliyoruz. Sayet vergiye tabii tutulacak kazançların tespitinde enflasyon muhasebesi uygulanırsa finans sektöründe çalışan kuruluşların hemen tamamında bilanço yapısı sebebiyle, bilanço yapısında enflasyon muhasebesinin uygulanmasından sonra ortaya çıkan değişiklikler sebebiyle vergi ödeme durumu ortadan kalkacak, karlar çok önemli miktarda aşağı çekilecektir. Reel sektöre baktığımızda ise konuyu belki hizmet kuruluşlarıyla reel sektörün üretim kuruluşları arasında iki ayrı bağlamda ele almakta fayda var. Hizmet kuruluşlarının bilanço yapılarına bakıldığında bunlarda da duran varlıkların sermayelerin ihtiyatların uzun vadeli kredilerin nispeten bilançoda daha düşük yer aldıklarını genel bir tespit olarak söyleyebiliriz. Böyle bir yapı içerisinde yine hizmet kuruluşlarında da enflasyon muhasebesinin uygulanmasından sonra genel bir tespit olarak da sadece karların aşağı ineceğini söyleme imkanı var.

Üretim sektörüne baktığımızda ise üretim sektöründe çalışan kuruluşların faaliyetlerini ne şekilde finanse ettikleri konusunun enflasyon muhasebesinden ortaya çıkacak sonuçları son derece önemli bir şekilde etkileyeceğini söyleyebiliriz.

Aynı şekilde bu kuruluşların özellikle borç kaynakları kullanmaları halinde borç kaynağının maliyetlerini ne şekilde muhasebeleştirdikleri konusunda enflasyon muhasebesinin uygulanmasından sonra karların artıp azalacağı yolundaki tespitte birinci derecede önem taşıyacaktır. Söyle bir örnek verme imkanı var, sayet bir üretim kuruluşu önemli miktarda kredi kullanıyorsa düşük bir sermaye ile çalışıyorsa ve bu kredinin maliyetlerini gider, kar/zarar hesaplarına yansıtıyorsa enflasyon muhasebesinin uygulanmasından sonra muhtemelen vergiye tabii kar anlamında söyleyeyim vergiye tabii kari artacaktır.

Sayet bu sabit kıymetlerin maliyetlerine ilave edilmisse nispeten daha düşük kredi kullanımı varsa, buna mukabil yüksek özsermayeli çalışma varsa, tam tersi bir çalışmayla karşı karşıya kalılabilecektir. Bir diğer ifadeyle üretim sektöründe çalışan şirketler için genel bir tespit yapma imkanı dahi yok, izlenen muhasebe politikaları izlenen finansman yöntemleri hatta finansmanın maliyetleri ve bu maliyetlerin tabii tutuldukları yöntemler firmanın enflasyon muhasebesi uygulamasından sonra karşı karşıya kalacağı sonucu belirlemede etkili olacaktır.

Bu iki konuya degindikten sonra, özellikle 24 Nisan 2003 tarihinde yürürlüğe girmis, 4842 sayili kanunumuzun getirdigi yeni vergi sistemimize ufakça deginmek gerekiyor. Soner Bey'in tespitlerine ilavelerde bulunmak adına söylemek lazim. Öncelikle konuyu sermaye piyasalarinda portföy yatirimcisi olarak faaliyet gösteren yatirimcilar bakimindan ele almakta fayda var, biliyorsunuz 2003 yilinin basindan itibaren Türkiye'de bu konuda iki tane düzenleme yapildi. Bir tanesi yilbasinda hemen yapılan düzenlemeydi, ve borsaya kayitli olan hisse senetlerinin elden çıkarilmasindan saglanan kazançlarin üç ay bu hisse senetleri elde tutulmak kaydiyla vergi disi kalmasini sagliyordu. 4842 sayili kanunla yapılan düzenleme üç aylık düzenlemeye ilaveten bir yildan uzun süre elde tutulan hisse senetlerinin Türkiye'de kayitli sirketlere ait olmasi sartıyla borsaya kayitli sirketlerin olup olmama sartina bakilmaksizin elde edilen kazancin gerçek kisiler bakimindan vergiye tabi tutulmaması imkanini getirdi.

Hemen bir yatirimci olarak üzerinde durulmaya deger görülen bir baska grup var, onlarda yabancı yatirimcilar. Yabancı yatirimcilar için uzun süredir mevzuatimizda yer alan kur farkindan dogan kazançlarinin vergiye tabii tutulmamasindan uygulaması 4842 sayili kanundan sonrada devam ediyor. 4842 sayili kanundan sonrada, daha önce de özel vergi sistemine alinmis olan yabancı yatirim fonlarının A tipi fonlar B tipi fonların vergilendirme sisteminde de hiçbir degisiklik yapilmadi. Yani bu fonlara yapılan kar dagilimlarında bu fonların hisse senetlerini elden çıkarmaktan sagladıkları kazançlarda bir ek vergileme gelmedi. Bunlara yapılan kar dagilimlarına stopaj yapılmayacak, hisse senetlerinin elden çıkarılması halinde iste A tipi fonlarsa hiçbir şekilde vergiye tabii tutulmaları söz konusu olmayacak, B tipi fonlarsa 2003 yılı için yüzde 11, 2004 yilindan itibaren de fon yükünün kaldırılmasıyla yüzde 10 oranında vergiye tabii tutulmaları uygulamasına devam edilecek.

Bu yatirimci bacagi itibariyle, öbür taraftan da halka açık sirketlerin vergi yüklerine bakmak gerekiyor tabii. Hatırlayacaksınız 4842 sayili kanundan önce sirketlerin genel vergi yükü yüzde 16,5 veya halka açık sirketlerde yüzde 5,5 stopajla beraber halka açık olmayan sirketler için 44-52 oranına denk geliyordu. 4842 sayili kanun halka açık olan sirketlerle halka açık olmayan sirketler arasindaki bu stopaj farkliligini tamamen ortadan kaldirdi. Halka açık sirketlerde aynı halka açık olmayan sirketler gibi nakit kar dagitimi yapmaları halinde bir stopaj yükümlülüğü ile karsi karsiya birakildilar. Açıkça söylemek gerekiyor, 4842 sayili kanunun hazirlanmasiyla alakali çalismalara, en azından kismen katilmis bir insan olarak, baslangıçta niyetimin bu olmadigini biliyorum. Onu çok rahatlıkla söyleyebilirim. Ama bir yerde ne oldugunu da çok fazla anlayamadigim bir şekilde halka açık olan sirketlerle halka açık olmayan sirketler arasında stopaj oranındaki farklilik ortadan kaldırildi, ve iki tür sirketin vergi yükü esit hale getirildi. Bugün 4842 sayili kanundan sonra bakildiginda halka açık olsun olmasın, bir sirketin vergi yükü kar payi dagitilmediği taktirde 30, karın tamamının dagitılması halinde de 37 olarak gerçekleşiyor. Çok açık ve net bir şekilde, sermaye piyasalarının gelistirilmesinin ihtiyacının üzerinde durulduğu bir ortamda, halka açık olan sirketlerle açık olmayan sirketlerin bu vergi farkliliklarının ortadan kaldırılması son derece talihsiz bir olaydır.

Biraz önce degindik, dogru bilgi, kurumsal yönetim, büyüme ve yabancı sermaye gelişimi mutlaka halka açık sirketler vasitasiyla gelişecektir, ve öyle olmasa bile halka açık sirketlerin gelistirilmesi için çaba sarf edilmesi gerekir.

Bunlar için kolayliklar getirilmesi, bana göre son derece gerekli, getirilmiş olan kolayliklari da ortadan kaldirilmesini anlamakta zorluk çekiyorum. Sirket bünyesine yapılan vergileme böyle olmakla beraber, ortak bünyesinde vergilendirme nasıl yapılıyor diye baktığımızda, eskisine göre daha kabul edilebilir bir durumla karşı karşıya olduğumuzu söyleyebiliriz. Hatırlayacaksınız 4842 sayılı yasadan önce toplam kisilerin tarafından elde etmiş oldukları kar payındaki vergi yükü kişinin kendi ödeyeceği vergi yükümlülüğü ile beraber gelir vergisi tarifisinin en yüksek oranından vergi ödendiği varsayımından yüzde 65'lere geliyordu. 4842 sayılı kanunun getirmiş olduğu sistemle vergi yükünün yüzde 45,75 oranında kalması imkanı elde edilmiş durumdadır. Bu oranda gelir vergisi tarifisinin en yüksek oranına tekabül etmektedir. Kar paylarının asiri vergilendirilmesi durumu önemli durumda hafifletilmiştir, burada da yigidin hakkını teslim etmek gerekiyor.

Getirilen yeniliklerin önemli zafiyetlerinden bir tanesi gerçekten halka açık şirketlerin ne şekilde çalıştıkları konusunda çok fazla bilgi sahibi olunamamasından kaynaklanıyor sanıyorum. Bugün halka açık şirket kar dağıtımını yaptığı takdirde karları kime dağıttığını bu kar dağıttığı kişilerin statüsünü tam mükellef mi, dar mükellef mi, kurumlar vergisine tabii mi, önce kurum mu, kurumlar vergisinden muaf mi, bütün bunları tespit etmek zorundadır. Binlerce ortaklı şirketlerden şirketleri istediğinde nerede şirketlerden bahsettiğinizde ortanın kurumun yönetimlerinin sağlıklı bilgi sahibi olduklarını düşünmek var saymak, bana çok gerçekçi gelmiyor. Kurumun kendi dağıttığı kar paylarının yani sıra bir holding statüsünde olduğunu var saydığımızda kendisine yapılan kar dağıtım bakımından da bu karların hangi yıl karlarından geldiği, efendime söyleyeyim, kurumlar arası vergilere tabii olup olmadığı tam ve sağlıklı bilgi sahibi gerekli kılıyor yapılan yeni düzenlemeler. Burada da bazı problemlerle karşı karşıya kalınacağını önceden kabul etmek gerekiyor.

Piyasalardan aldığımız bazı duyurular var, aracı kurumlar 4842 sayılı kanundan sonra bütün hisse senetlerinin kendi müşterilerine ait hisse senetlerini kendilerininmiş iddiasını öne süreceklermiş gibi, sağlamlığı tartışmalı ama, hayati kolaylaştıracak belki zorlaştıracak, çözümler üzerinde durduklarını düşündüklerini biliyoruz veya duyuyoruz.

Türkiye'de üzerinde sermaye piyasaları bakımından durulması gereken başka konu, birleşmeler ve satın almalar konusu, bölünmeler konusu. Burada da sermaye piyasamızın yapmış olduğu düzenlemelerin son derece sağlıklı olduklarını söyleme imkanı var. Konunun vergi bacasında da özellikle bölünmelerle alakalı olarak sağlanmış gelişmeler yeterlidir, tatminkardir. Ama ticaret kanunumuza konuya ilişkin düzenlemelerin henüz noksan bırakılmış olmasını anlamakta zorluk çekiyoruz. Ülkemizde rekabet şartlarının hazırlandığı verimliliğin artırılması üzerinde durulduğu bir ortamda ticaret kanunlarına gelen noksanlarında bu sene sonundan önce hayata geçirilmesini beklemek durumundayız.

Nihai konu olarak halka açık olmanın veya halka açılmanın yarattığı maliyetler üzerinde kısaca bilgi vermek istiyorum. Bazıları geçici olmakla beraber karşı karşıya kalınan vergi yükleri ve vergi yüklerinin yani sıra halka açık olmanın gerektirdiği zorunluluklar sebebiyle halka açık olunması maliyetli bir konu haline gelmiştir. Arkadaşlarım bir çalışma yapmışlardı. O çalışmayı daha önce aramızda dinlemiş olanlarda vardır belki ama benzeri çalışmaları sayet ödenmiş sermaye

500 trilyon olan 1 milyar dolar borsa degeri olan yüzde 50 oranında halka açılmaya tesebbüs eden bir şirket varsa bu kurumun halka açılma esnasında bizim gibi firmalara ödeyeceği ücretler bir tarafa aracı kuruluşlara ödeyeceği ücretler bir tarafa sadece yasaların ön görmüş olduğu zorunluluklar sebebiyle kalacağı maliyet 1 milyon 917 bin 500 USD'dir. Aynı firmanın her yıl, kote olarak kalmasının sadece ve sadece yasal maliyetleri 62 bin 550 USD'dir. Burada Türk Lirasını Amerikan Dolarına çevirirken kullandığımız kurda 1 milyon 500 bin Lira, gerçekçi olduğunu söyleme imkanı var. Bunlar tabii halka açılmanın önünde önemli engeller gibi görünüyor. İlk bakışta fikre soğuk bakılmasına yol açıyor. Bu olayda da bir kısım vergilerin yürürlükten kaldırılmasıyla ve mevzuatta da kolaylıkların sağlanmasıyla beraber daha elverişli ortamın oluşturulacağını bekliyoruz. Benim söyleyeceklerim ümit ediyorum konuyu fazla dağıtmadım bunlardan ibaret hepinizi en derin saygılarımla selamlıyorum.

Yavuz CANEVI
Türkiye Ekonomi Bankası
Yönetim Kurulu Başkanı

Evet Saban Bey'e çok teşekkür ediyoruz. Kapsamlı ve spontane olarak, hazırladığı teksten uzaklaşarak günün konularını da kavrayarak gayette güzel ilişkileri de kurarak verdiği ve yaptığı sunum için. En son yaptığınız gözlemi sanki yapmayacaksınız gibi bende notumu aldım.

Çünkü Emre'nin yaptığı bir tespitle de ilişki kurmak istiyorum. Emre biraz saka yollu belki de ciddi bilemiyorum, SPK mevzuatının biraz over-regulated olduğundan bahsetti. Kanaatimce over-regulated'den çok asiri ihtiyatli diyebiliriz. Yani hani biz de adettir ya, iki numara büyük alırız ayakkabıyı çocuğa elbiseyi çocuğa, ileride rahat edelim diyelim diye. Onun içinde bizim içinde bulduğumuz durum biraz böyle, asiri tedbirli bir mevzuatımız var, ve bence bunun da sakıncası yok.

Biz çok iyi niyetli bir toplum olduğumuz için hazır dursun bir kenarda ileride lazım olur diye yapıyorum. Ama asıl sorun mevzuatla ilgili bir sorunumuz varsa, Saban Bey'in ortaya koyduğu yavaş ve maliyetli işleyen bir yasal sürecimizi var. Yani birkaç konuyu gündüğünüz pek çok bu konuya girdüğünüzde basli basına bir tartışma konusu. Yani hepimiz biliyoruz yasal sistemimizin, hukuk sistemimizin nasıl yavaş işlediğini, nasıl ağır işlediğini, nasıl maliyetli olduğunu. Özellikle sizin getirdüğünüz sektörde ilave maliyetler falan bir tarafa, senelerdir konuşuyoruz bu konu bir ihtisas konusudur, bu konu teknik bir konudur, yani bu tür davalara ihtisas davaları olarak bakılması diye.

O konuda bir mesafe alamadık. Açıkçası Türk Sermaye piyasası finans piyasalarında bu tür daha pratik pragmatik, daha hızlı işleyen, maliyeti düşük olan yasal sisteme ihtiyacımız var. Bunu gerçekten kabul etmemiz lazım.

Bu bizi bir yerde tabi mevzuat deyince, bilgi yine Emre bilgi kirliligi diye ortaya koydu. Izin verirseniz ben yine oradaki karsi görüsümü de veya alternatif görüsümü de ortaya koymak istiyorum. Türkiye’de bilgi bollugu bilgi kirliligine sebep olabilir. ama bilgi kitligi Türkiye’de daha büyük bir seye sebep oluyor bilgi arbitrajina sebep oluyor. Bence en kötü sey bilgi arbitrajidir. Bilgi arbitrajinda en kit olan bilgidir, öyle bir bilgi yoksa yandiniz. Köseyi dönen bugün bir tüyo alan insanlar sizden önce bu isi halleder. Siz bilgisizlikten bittiniz mahvoldunuz. Onun için bilgi bollugundan sikayet etmeyelim, bilgi kitliginden sikayet edelim. Bilgi kitliginin da tabi herkese bilgi bollugunun herkese açık olması seffaf olması dogru olması. Bu ikisi arasindaki dengeyi mutlaka bulmak zorundayiz.

Bunun herhalde yolu sayin baskanin açilis konusmasinda ifade ettigi gibi bu haziran sonuna kadar yapılacak corporate governance prensiplerinin bir an önce mevzuatimizda yerini alması Kendileri de ifade ettiler, bunun bizim gibi ülkelerdeki uygulaması Ingilizce tabirle, yani ya uy bu mevzuata, uymuyorsan da niye uymadigini açıkla kardesim. Iste seffaflik orada basliyor. Ya hep kurallara uyarsiniz herkes bilir hangi çerçevede bu isi yapıyorsunuz, yok benim kendi gerekçelerim vardır buna uymak istemiyorum dedigin zamanda borsaya bir kere o açıklamayı göndermek zorundasınız. Bunu da bizim denetlememiz gözetlememiz lazim.

Bundan sonra ki asama seffaflik ve bilgi sorununu, bilgi kirliligini çözecek asama orada basliyor. Bunun üçüncü asaması tabii yine senelerdir söylüyoruz , maalesef sistemimiz o kadar sofistike hale gelmedi. Bu konulara zaman ayıramiyor. Rating sirketleri, rating sirketleri Türkiye’de kurulamaması bize bir üçüncü objektif özel sektör bünyesinde olusan bagimsiz bir göz yaratacaktır. Bütün bu konulara kurumsal yönetimdi, bilgiydi, iste seffaflikti vs’leri denetleyip gözetleyip ABC diye bir not verecek sirkete. Bunlari siz sirtinizi dayanacaksınız sandalyeye, bu sirket A rating almış. Nasıl bugün Türkiye ... rating olduğu zaman standart ... veya ... ratingler bizim için başlangıç noktası oluyor veya uluslar arası yatırımcı için başlangıç noktası oluyor. Elbette derinligini kendisinde yapıyor ama daha başlangıçta 3 eksi B alan bir sirkete gitmiyor veya ülkeye gitmiyorsunuz, 2 B artı alan ha iyi yatırım yapılabilir sirkete gel bakayım benim isime yarar mı diyorsunuz.

Bence bundan sonraki asama sayin baskan, baskanlara bir piyasa adamı olarak ricam özellikle sektör olarak işleri bittikten sonra, sonbahara dogruda bu rating sirketlerine bir el atmak ve bunu tıkayan yollar nedir bunun önünü nasıl açabiliriz. Önce Türkiye’nin ihtiyacı olan makro ekonomik istikrara da gittigimizi de var sayarak 2004 yılında itibaren bizi zorlayacaktır zaten bu.

Kendi kendine çıkmaya başlayacak onun için simdiden zararı yok bir numara büyük bir mevzuatı hazırlayabiliriz. İstedikleri zaman hazır olsun. Ben tekrar arkadaşlarıma çok tesekkür ediyorum. Böyle güzel bir platform ve konuyu çok dört dörtlük sunuyorlar. Elbette konu çok daha fazla tartışılabilir, çok daha değişik boyutları vardır. Izin verirseniz önümüzdeki yarım saatinde dinleyicilerimden bu boyutlara katkı bekleyelim. Yarım saat olmak zorunda değil 15 dakikada da bitirebiliriz ama biz yine bir numara büyük olarak yarım saat size veriyoruz. Sorusu olan görüşü olun, tenkidi olan, arkadaşımız varsa buyursun. Evet buyurun.

Sorular ve cevaplar :

Soru: Saban Bey'e sormak istiyorum. Seyden bahsettiniz, enflasyon muhasebesine göre hazırlanmış bilançolar üzerinden karlar üzerinden örnek olabilecek herhangi bir ülke var mı acaba? Bize benzer bizim karakterimize enflasyon açısından benzer olup da bu tip uygulama yapılmış bir ülke var mı? Tesekkür ederim.

Saban ERDIKLER : Simdi enflasyon olgusu uzun zamandır ekonomi literatürünün dışında kalmış konulardan bir tanesi, çok eski yılları hatırlıyoruz, hatta iste o yıllarda çeşitli ülkelerde yapılan düzenlemeleri Türkiye'ye getirmeye de çalıştık. TÜSIAD bünyesinde bazı çalışmalar yapıyordu. Onlara TÜSIAD'a gitmek babında Arjantin, Meksika onun gibi birkaç ülke daha oldukça eski olduğu için hatırlamakta güçlük çekiyorum doğrusunu isterseniz. O ülkelerde enflasyon muhasebesi tam adı o olmamakla beraber ama sonuçları itibarıyla yüzde 95 ölçütünde ya da daha ölçütte aynı sonuca ulaşan hükümler.

Genel fiyat düzenlemesi, genel fiyat seviyesi düzenlemesi adı altında bir düzeltmeyi mesela Arjantin'de uyguluyorlardı, Brezilya'da uyguluyorlardı. Türkiye'deki bu kısmi enflasyona karşı koruyucu önlemlere benzer değil de gerçekten bilanço bütünlüğünü ele alıp nispeten basit bir yöntemle tam enflasyon muhasebesi rakamları tam olarak yerine getirmeyi aramazsın onu yakın düzenlemelerde diğer ülkelerde karşılaşılan uygulamalardı. Vergi mevzuatı bakımından.

Yavuz CANEVI : Baska sorusu olan. Evet, orada bir arkadasimiz var.

Soru : Soner Bey'e soracağım. Mehmet Urcu TSKB Menkul Değerler. Kote şirketlerin hisselerini buy-back etmek konusuna değindiniz Amerika'da oldukça sık uygulanan bir yöntem. Siz çeşitli avantajlarını yatırımcılar ve şirketler açısından sıraladınız. olarak adlandırılıyor zaten ABD'de. Ben şimdi olayın bir de EPS, örneğin yönünden irdelemek istiyorum. Bu stock warrant larında ve convertible bir excersize ettiğin zaman, bunlar EPS'i download ettiği için EPS'i yukarı doğru götürür. Amerika'da ayrıca sermayeden düşüyorlar bu arbitrajı. Bu arbitrajı sermayeden düştüğü zaman toplam hisse sayısı azaldığı için EPS'i şirketin değerini artırıcı bir etkisi olarak kullanılabilir. Türkiye'de tabii su anda böyle bir uygulama yok. Bu konudaki görüşünüzü rica edeceğim.

Soner GEDİK : Bizim su anda yaptigimiz uygulama zaten Amerika'daki uygulama degil. Holding sirketimiz kendi sirketlerimizin hissesini aldı. Iste zaten bunu bir plan dahilinde yapmayabilirdi. Anons etmeyebilirdi. Kendi kurallarini koymayabilirdi. Yüzde 1'i geçtiği zaten belirtildi. Manipülasyona da açık hale gelebilirdi. Bizim burada tabii Amerika'da ürünü kullanırken çok farklı seyleri var. Ben burada 10 tanesini saydım. Sizde bir konuya değindiniz. Çok Türkiye'de seyde olmayan bir konu bahsettiniz. Veya gündemde olan bu isi bu amaçla yapılması gerektiğini itiraf edecek bir gerekçe degil diye düşünüyorum. Bizdeki boyutu sadece sey degil, yani Amerika'daki 15 tane yapılma nedeni kavrayacak sey degildi. Dedigim gibi yabancı yatırımcılardan gelen bir talep. Yapılırsa onları memnun eden bir talep. Tabii bizde anlattık Dogan Yayın Holding için yapamıyoruz ama diğer sirketlerimizde yaparız diye. Biz onların memnun olduğunu ve hisseye olan veyahutta sirkete olan güvenlerinin daha da arttığını inanıyoruz. Veyahutta o duyuları ve raporları da alıyoruz. Biz amacımıza ulaştığımızı düşünuyoruz. Burada tartışmaya getirmemizin amacı biz yaptık şeklinde degil de bunun artıları ve eksileri çok. Eksileri belki daha az, ama eksileri de var. Siki bir mevzuatla bunun bir şekilde gündeme gelip yapılmasında yararlarının artılarının daha fazla olduğunu ve globalleşmede ve veyahutta borsamızın içinde bulunduğu ortamda bunun bir canlılık getireceğini bir motivasyon getireceğini, bu bizim yaptığımız adımla olmaz. Genel olarak yapılırsa veyahutta bu olanak verilirse bir portföy etkisi olacağını düşünüyorum. Tesekkürler.

Soru : Sisecam Ahmet Polatkan, halka açık sirketlerin hisse senetlerinin kaydı sisteme geçirilmesiyle ilgili herhangi bir sey söylenmedi. Borsamız 1986'dan beri faaliyette. Halen kâğıtlar üretiyoruz, sermaye artırımında. Bununla ilgili olarak kuponlar kesiliyor. Bu kadar gelişmiş bir ortamda ve hakikaten bizim borsamızın da çok gelişmiş olduğu bir seyde niye bunu yapamıyoruz. Hayret ediyorum doğrusu. Ama basarmamız gereken bir şeyi çok kolay basarmamız gereken bir şeyi, basaramamış durumdayız. Çok önemli bir eksiklik bu kâğıtları ithal ediyoruz. Ondan sonra her sermaye artırımında tekrar hisse senedi basıyoruz. Bunlar çoğalınca birleştiriyoruz. Kuponlarını kesiyoruz. Yani bu isten bittik hakikaten. Ve bunun halledilmesini bekliyoruz.

İkincisi, Saban Bey'in biraz evvel söylediği bu temettü dağıtımıyla ilgili vergilemeye ilişkin esaslarda bir de bu kanunun geçici maddeleri var. Hakikaten bu yıl temettü geliri elde eden, gerçek kişilerin bunu gelecek sene bunu beyan etmeleri nasıl olabilecek. Bu vergiye nasıl hesap edecek, ilgili sirketin hem yatırım indirimi kazancı hem geçmiş yıl kazançları hem vergiye tabi kazançlarının olduğunu düşünürsek, bu konuyu birçok uzman arkadaşımınla konuştuk, ve basarılacak kadar zor olduğunu söylediler. Acaba sizin denetim sirketiniz bunu basarabilecek mi, ben bunu merak ediyorum. Bu kadar zorluğu nasıl yaratabildiler. Hayret ediyorum. Tesekkür ediyorum.

Yavuz CANEVI : Saban Bey cevap verecek misiniz? İkinci soruya biraz zor bir ama, evvel Allah altından kalkarız diyorsunuz.

Saban ERDİKLER : Soru zor degil soru zor degil ama cevabi yok. Gerçekten cevabi yok. 2003 yılında elde edilen hisse senetleri temettüleriyle alakalı, ortalıkta bir kaos var, hatta o kadar içinden çıkılmaz hale getirmek için gerekli her sey

yapildi. Altmis ikinci maddeden bahsettiginiz gibi kanunun yürürlük tarihi 24 Nisan, o zamana kadar kar dagitimi yapanlar, ondan sonra kar dagitimi yapanlar. Ondan sonra kar dagitimi yapanlar, efendim yatırım indiriminden faydalananlar stopaj yapilip yapılamayacağı konusundaki tereddütler bunların hepsi toplandığında gerçekten önümüzdeki dönem 2004 döneminde gelir vergisi beyannamesi düzenleyecek olanlara Allah yardımcı olsun diyeceğim. Ben düzenlemeyeceğim. Onun için rahatım doğrusunu isterseniz.

Yavuz CANEVI : Evet, müsavirler bu sene iyi para kazanacak demektir 2004'te. Buyurun efendim.

Soru : Ben Emre Bey'e bir soru sormak istiyorum. Kendisi de bahsetti bugün de önemli gündem maddesi oldu corporate governance konusu. Burada tabii pek çok düzenlemeler var bu çalışmalar çerçevesinde. Ancak benim dikkatimi çeken. Konulardan bir tanesi de bu çalışmalar çerçevesinde halka açık kuruluşların yönetim kurulu üyelerinden iki tanesini denetim komitesi olarak belirlemeleridir. Burada tabii malum halka açık bir şirket olduğunuz zaman iste TTK'dan kaynaklanan denetleme kurulumuz var, SPK'dan kaynaklanan bağımsız denetim kurumunuz var, kendi iç denetçiniz var, keza denetçi kurumlar olarak SPK ve IMKB var. Bir de bunlara ilave olarak yine kendi bünyenizden yönetim kurulu üyesi iki kişiyi atıyorsunuz. Belli sorumluluklar ve belli görevler bekleniyor bu kişilerden sizce siz danışmanlık yaptığınız firmalarda olduğu için soruyorum. Türkiye'de bu ne kadar hayata geçirilebilir bir uygulama ne kadar verim alınır ve bütün bu denetim birimleri varken böylesi bir düzenlemeye gerçekten gerek var mı? Mevcut piyasanın gelmiş olduğu koşullar çerçevesinde.

Emre DERMAN : Hayır bence yok. Yani çok net. Bence böyle bir gerek yok. Ama TTK bizim kanuni denetçiler diye bir kavram var. O kanuni denetçilik kavramına biraz işlerlik kazandırmakta, yani sadece halka açık şirketler için değil tüm şirketler için onları iş yapar hale getirmekte fayda var tabii. Ama onun ötesinde halka açık şirketler için bir denetim kurumuna ihtiyaç var mı? Bence Türkiye için kesinlikle yok. Yurtdışında da olup olmadığı yani Sarbanes Oxley kapsamında çok tartışılıyor. Ben Saban üstadla kesinlikle katılıyorum. Bu iyi yönetilmek mevzuat ile getirilebilecek olabilen bir şey kesinlikle değil, söyle olabilir, dersiniz ki eğer şu standartları tutturuyorsanız bu ödülleri alıyorsunuz şirket zaten kendiliğinden iyi yöne doğru gider. Ama yani daha fazla denetime Türk şirketlerde halka açık şirketlerde olduğunu düşünenlerden değilim ben.

Soru : (Müslüm DEMIRBILEK) Bir defa son şeyden başlayayım isterseniz. Esas olan benim kanaatime göre kurumsal yönetimde iç kontrol sisteminin çok etkin olarak kullanılması, SPK'nında böyle tavsiye niteliğinde bir çalışması var biz çok beğendik. Denetçi sayısını artırmaktan çok sistemin kendi kendini kontrol edebilmesi önemli. Benim katkım daha çok vergi konusunda olacak. Biliyorsunuz bende diyorum teşvik çok önemli, bütün dünyada bunu kullanıyor. Elimizde tek bir araç var o da teşvik. Vergi teşvikleri de fevkalade önemli. Geçen hafta sonu vergi konseyi ile ilgili bir toplantıya katıldım, inanılmaz derecede borsaya karşı bir hiddet gördüm. İtibar konusunda büyük tartışma var. Ya dedim ki, bu kadar çok üstadlar madem hesap uzmanlarının olduğu bir ortamda bile tepki varsa, olagan üstü bir şey bu kınıyorum dedim. Tek söylediğim şey kınıyorum.

Niye kinyorum, çünkü sundan bu sistem kapitalizmin en iyi sistemi tam rekabetin olduğu bir mekanizma, zaman zaman dünya da böyle dönemlerden geçiyor. 1997'den beri uluslararası piyasalarda gözüken aşağıya gidis, şirket karlarının azalması, iflaslar, pes pes gelen şeyler hepimiz bilirsiniz. Bizim ülkemizde de bunun etkileri var. Sermaye piyasamızda hiç arzulanmayan bir noktada bunu bir fırsat olarak kullanabiliriz ama, yani ucuz olması su anda hakikaten önemli bir olay. Madem öyle alt yapı çalışmalarına çok önem vermeliyiz. Böylesi bir dönemde insanlar para kaybettiği için ister istemez tartışmayı bu ceplerindeki eksilme nedeni ile siddetli bir şekilde yapıyorlar, ve bu konu IMKB'nin itibarına kadar uzanıyor.

O zaman bu alt yapı çalışmaları nedir, bu ahlaki düzeltilecek olan kurumsal yatırımcidir. Kurumsal yatırımcı konusunda ben buradaki vergi konseyinin çalışmalarını çok beğendim. Adımlar atıyor. Kanuna yansıyor. Temettüleri konusunda her ne kadar sorunlar varsa da şirketlerin yükleri azaldı. Bir başka konu bu biliyorsunuz bireysel emeklilik fonları konusunda bazı tedbirler aldılar. Ama burada o üst limit dedigimiz olayı mutlaka dört kat en az olması gerekiyor bu bir. İkincisi yeni doğan her Türk insanın sisteme bu sisteme girmesi gerekiyor, belli bir tarihten sonra zorunlu olması çok önemli.

İkinci bir olay 4369 sayılı yasamızdan önce vardı sistemimizde sans yatırım fonları diye biz adını koyuyoruz. Onu şöyle tanımladık bunu, tabii henüz bir öneri olarak tartışmaya açtık bunu. En az yüzde 25'i bir gerçek ya da tüzel kişide olan o gerçek kişi hem kurucu ve/veya yöneticisi olabilir ama en az yüzde 51'i halka açılan yatırım fonu tipi. Bunu siz yüzde 11 nihai vergi ile sonlandırabilirsiniz. Bizim ülkemizde özellikle sermaye piyasası mevzuatında kendi kurucunu kendi katılma belgenle satın almaması ile ilgili kısıtlamalar bunlardan vazgeçebiliriz. Yani hem finans kuruluşlarımız hem sanslılar hem gerçek kişiler hem tüzel kişiler tasın altına ellerini koyabilirler. Bu fon tipinin de cazip olabileceğini kayıt dışı ekonomiyi de kayıt içine almak noktasında bizim dışarı da kurulmuş olan fonlarımız için vergi demeti demeyelim de normaleştirme süreci yasatabileceğimize inanıyoruz bu bir.

Kurumsal yatırımcılar cephesine bir de doğrudan artık doğrudan hisse senedine tesvik istemeliyiz biz. Yani neden şey yapıyoruz, yani neden dolanıyoruz çevrede, hisse senedinin vergisini çok verimli değil, yani 2000 yılında beyan edilen matrah 27 trilyon lira. O matrah yani vergisi çok küçük biliyorsunuz ekseriyetle bundan bu böyle verimsiz olduğuna göre, 10 yıl süreyle bir daha tesvik etmeliyiz, çünkü biz sermaye piyasası kuruluşunun daha gerisindeyiz şimdi. Onu da görebiliyoruz.

Bir şey daha var, kar paylarından stopajlarda halka açık, açık olmayan açısından demiyorum. Kurumlar vergisinde bir farklılaşma arzuluyorum doğrusunu isterseniz. Çünkü halka açılmanın fazlalasabilmesi için eskiden vardı. Kurumlar vergisi içinde kurumlar vergisi yani şirket bünyesine ilişkin tesvik sisteminin gelmesi gerekiyor. daha çok halka açılma daha az vergi alma şeklinde.

Bir başka şeyde enflasyon muhasebesi tabii. Enflasyon muhasebesi bu işin temeli, o konuda müjde verdiler hakikaten orada bizde aldık müjdeyi. Bir iki ay içerisinde çözümlenecek, yani vergi açısından da enflasyon muhasebesi fevkalade önemli konular, bizim finans grubu aracılık maliyetlerinin azaltılması içinde çok detay. Yani banka sigorta muameleleri vergisinden damga vergisine kadar konuları ilettiler. Bir katkı mahiyetinde biraz uzun oldu ama katkımız tesekkür ediyorum.

Yavuz CANEVI : Tesekkür ediyoruz. İki soruya daha imkan vereceğiz. İzin verilerse başkanlar bir kapanis konusmasi yapacaklar. Evet buyurun. Sonra size geleceğim, sonra da size...

Soru : Ben soru degil ama kisaca bilgi vermek istedim. Türk Sisecam A.S. Sayın beyefendi özellikle bu sirketlerde halka açık sirketlerde kaydi sisteme neden geçilmediği konusundaki hususu vurguladi. Bende bu konu da aydinlatici bir bilgi vermek istedim. Biliyorsunuz 1994'deki kanun degisikligi ile kaydilestirme ilk defa kanun gündemine geldi ve 2001 yilinin mayis ayında merkezi kayit sistemi kuruldu. Bakanlar kurulu yönetmeliği çıktı. Sistemde sermaye piyasasi araçlarının ve buna haklarının kullanım esasları kayden izlenilmesine ilişkin yönetmelikler çıktı. Yani kisaca hukuki alt yapisi tamamlandı. Merkezi kayit kuruluşunu simdi yani bilgisayar ortamında bu haklar izleneceği için teknik alt yapı çalışmaları sürüyor. Piyasaya fazla maliyet getirmeden kısa sürede teknik alt yapı çalışmaları da tamamlandıktan sonra kurulca belirlenecek senet türünden başlanmak üzere kaydi sisteme hizla geçilecek. Hakikaten fiziki hisse senedi basimi kaldırılacak, bunda önce bir ihtiyarilik var, fakat bu kuruluşun kurulduğu tarihten üç yilin sonundan itibaren artık zorunlu olarak hisse senedi basimi ortadan kalkarak sisteme geçmiş olacak.

Yavuz CANEVI : Çok tesekkür ederiz bu aydinlatici bilgi için. Gerçekten borsamıza ve SPK'mıza bugünkü durum yakısmiyor açıkçası. Çok çünkü teknolojiyi en sonuna kadar zorladığımız bir dönemde süratle böyle bir sisteme geçme asamasında olduğumuz için çok memnun olduk. Tesekkür ederiz. Bir sorumuz vardı. Son sorumuz.

Soru : Bugra ..., ... Menkul Degerler. Benim sorum Saban Bey'e olacak. Simdi tabii enflasyon muhasebesine geçmek kurumsal yönetim için benim gözümde sirketlerin gerçek durumunu olabildigince yatirimciya veya üçüncü partiye yansitilmak için yapılan seyler ve olumlu seyler. Fakat bir 97 senesinde eger veya 2000 senesine kadar olan süreçte enflasyon muhasebesine geçilmiş olsaydi bence yarari daha yüksek olacakti çünkü su andaki iki gerçek var elimizde. Birincisi ekonomimizin dolarize olmus olması büyük ölçüde, su anda uygulanan kur rejimiyle de kur ve enflasyon arasındaki makasin gittikçe daha fazla dalgalanmaya açık olması yani gerçek durumun göstermek açısından iyi bir gelisme enflasyon muhasebesi ama yeterli degil. Benim bu noktada su ana kadar deginilmemis gördüğüm sey, mesela yurtdisında öğrenciyken sirketlerden faaliyet raporları istedigimizde bir ansiklopedi kalınlığında bir faaliyet raporları gelirdi ve bunların dip notları da asiri derecede zengin olurdu. Acaba o yönde Türkiye'de de belli bir çalışma yapılamaz mi seffalik ve yatirimciyi daha fazla bilgilendirmek açısından.

Saban ERDIKLER : Tabii mutlaka yapılabilir. Bu düzenlemelerde var, yani eger hacim bir ölçüyse Türkiye'de de faaliyet gösteren özellikle halka açık sirketlerin faaliyet raporlarında gerçekten her yıl bazı yeni ilaveler bazı yeni açıklamaların yapıldığını görüyoruz. Zaten denetleme mali tablolarla alakali dipnotları en azından hangi hususları içermesi gerektiği hususunda düzenlemelerimizi var. Bütün bunlar bir arada tutulduğunda iyiye doğru bir yöneldiğini söyleme imkanı var. Mikrofonu elime geçirmisken sayın başkanı, zamani iyi kullanmak adına belki ama sunu söylemek istiyorum. Ümit Bey'e katılma imkanı var. Tesviklerin

herhangi bir konuda ise yarayıp yaramadıkları konusunda çok farklı görüşler ileri sürülüyor. Teorik olarak bakıldığında teşvikler hiçbir katkı sağlamazlar maliyet yaratırlar. Özellikle yabancı sermayeye ilişkin çok açık bu konuda söylemler var, çok ünlü iktisatçılar tarafından ama bütün uygulamaya baktığımızda da yine yabancı sermaye kuralına değineceğim. Teşvik vermeyen, hatta gelişmekte olan ülkeler söyle dursun, gelişmiş ülkelerde teşvik vermeyen yok. Bir araştırma var elimizde 82 ülkede bir araştırma yapılmış, bunların 67 ülkede sadece vergi tatili var. 5-10 kadar vergi alınmama bu büyük yatırımlarda uygulaması 82 ülkenin 67'sinde karşılaşılan bir durum. Konumuzla alakası bakımından söyleyeyim, dünyanın gelişmiş 24 ülkesini ortalaması alındığında bu değer artışları sermaye kazançları menkul değer olarak üzerinde yarattığı kar payları hisse senedi üzerindeki alım satım kazançları üzerindeki ortalama vergi yükünün gerçek kişi üzerinde yüzde 14,8 olduğunu görüyoruz. Kurumlar üzerinde de yüzde 17,5. ortalama vergi yükleri bunlar. Türkiye'nin biraz önce değindiğimiz oranlarla karşılaştırıldığında özellikle Türkiye'de bir de sermaye piyasasına ihtiyacı göz önünde bulundurulduğunda Türkiye'de olsa olsa vergi sistemi bağlamında cezalardan bahsedildiğini söyleme imkanımız çok daha fazla gibi geliyor bana. Tesekkürler

Yavuz CANEVI : Çok teşekkürler, biraz fazla Ümit'in adı geçtiği için o da dedi ki acaba bende mikrofonu alabilir miyim? Buyurun.

Umit KUMCUOĞLU : Teşekkürler sayın başkan, ben kısaca bir şeye değinmek istiyorum. Sermaye piyasası ve halka açık şirketlerden bahsederken ufkumuzu çok dar tutmamakta yarar var. Türkiye'de kamusal sektör veya halk sektörü tabiri ettiğimiz bölümü teşvik edelim, ama belki de bu bölümün içinde neye konsantre olmamız gerektiğini de gözden geçirmemizde yarar var. Şimdi ben sadece şirketimin yüzde 10'unu halka açarım o kadar diyen örneğin bir kontrol hissedarının teşvik edip etmemek TC. Maliye Bakanlığı uğrasmalı mı, benim o konuda şüphem var. Şirketimin yüzde 40'ini, 50'sini, 60'ini, 70'ini, halka açacağım diyenlere tabii ki vakit ayıralım, ama belki bunun ölçüsünü öncelikle belki biraz çitayı yüksek tutmamız lazım. İkinci bir konuda sadece hisse senetlerine odaklanmamızda yarar olabilir. Türkiye'de çok önemli bazı enstrümanlara da ihtiyaç var, belki de borsamız ve sermaye piyasası kurumumuzun biraz o konularda destek olması iyi olabilir. Örneğin döviz ve bono future piyasaları. Bir örnekle ben bunun neden önemli olduğunu söyleyeyim. Türkiye'de bir söylem var bugün. Dolar çok düşük. Dolar nerede çok düşük spotta çok düşük. 1 milyon 450 bin liraydı biz buraya girerken. Bilmiyorum şimdi hala orada mı değil mi ama 6 ay vadede dolar 1 milyon 750 bin - 1 milyon 800 bin lira aralığında, şimdi altı ay vadeli dolar çok ucuz mu ? Şimdi dolar ucuz mu pahalı mı? Türkiye'de sadece spot piyasa olduğu için tabii ortada bir risk olduğundan bahsediyor herkes. Ama Türkiye'de insanlar 3-5 aracının insafına bırakılmayıp da Türkiye'de bugün borsada olduğu gibi veya bono piyasasında olduğu gibi çok zengin döviz future piyasası isliyor olsaydı, bugün bütün ihracatçılar spot kur riski ile karşı karşıya kalmak yerine bütün dövizlerini altı ay vadede satarlardı ve çok da iyi bir kur almış olurlardı. Bence bu konuda bir düzenleme yapmak veya teşvik yapmak veya bu enstrümanları borsamızda desteklemek yüzde 10'u halka açık şirketleri desteklemekten daha verimli olabilirdi.

İkincisi indeks üzerine olan options'lar. Şimdi Türkiye'de ciddi pozisyon almak isteyen küçük yatırımcılar bazen bazı fonlara veya tam kontrol altına alamadıkları

hisseleri options altına almak durumunda olabiliyorlar. Endekse genel olarak da options almakta daha saydam şekilde mümkün olsaydı belki de daha rahat bir ortam içinde olacak. Hatta bazı hisselerde pozisyon almak isteyenler hissede long pozisyonu alıp endeksi shortlayarak sade vatandaşta endeks pozisyonu olarak daha saydam bir şekilde borsamıza girme imkanına sahip olabilirdi.

Üçüncü bur konuda convertible bonolar. Burada ben Emre Bey'in dediklerine kesinlikle katılıyorum. Convertible bonolar konusunda Türkiye'de bir over-regulated durumu var. Belki de bu enstrümanlardan daha önce hiç çıkmadığı göz önüne alındığında şöyle alternatif yaklaşımimiz olabilir, convertible bonolarının şartlarının detaylarının koşullarının açıklanma kalitesi üzerine sermaye piyasası kurulumuz bir takım koşullar getirebilir. Yani bunlar enflasyona mı endeksli, dövizde mi endeksli, TL mi nasıl hangi şartlar bunların alıcıya doğru anlatılması konusunda bazı kriterler koymak şartıyla ne tip enstrümanın halka arz edileceği serbest bırakılabilir. O zamanda Türkiye'de kanaatimce önemli bir sorun çözülmüş olur.

Şimdi yine bugün hazır bu konunun uzmanları olarak bir araya gelmişken ben text-book'lara bakarak bir soru sormak istiyorum. Şimdi neden insanlar hisse senedi alır. Temettü almak veya kontrol etmek için. Türkiye'de hisse senedi piyasasında temettü de fazla dağıtılmazken, ki Soner Bey'ler sağolsun bunu değiştiriyorlar inşallah, kontrol de pek mümkün değilken Türkiye'de neden herhangi birisi hisse senedi alsın sorusunu sormamızda büyük yarar var.

Bunu mesela nasıl çözebilirdik. Piyasamızda enflasyona endeksli convertible bonolar yaygın olsaydı, bugün istediğimiz şartlarda bunları çıkarabilseydik, belki bir kurumsal yatırımcıya gidip bunu diyebilirdik. Şimdi kontrol almayacaksın, temettüde almayacaksın ama en azından enflasyona endeksli olarak parayı 2-3 yıl sonra geri alacaksın. En kötü ihtimalle belki de böyle bir minimumla karşı karşıya olan kurumsal yatırımcı daha fazla bunu düşünürdü. Çok teşekkürler tekrar ikinci kere vaktinizi aldığım için özür dilerim.

Yavuz CANEVI
Türkiye Ekonomi Bankası
Yönetim Kurulu Baskanı

Çok tesekkür ederiz. Bazi cevapları alırken kafamızda yeni sorularda olustu. Dogal olani da bu, bundan sonraki toplantılarda da bu soruların cevaplarını arayacağız. Simdi izin verirseniz bize bu salonu tahsis eden dernek adına ev sahibi borsamızın başkanını bir kapanış cümleleri söylemek üzere davet ediyoruz. Zaman kısıtı koymuyoruz ama o herhalde kendisi dikkat edecektir.

Osman BIRSEN
IMKB Baskanı

Simdi tabii salonun sahibi olmanın da bir avantajı olması lazım. Hem sonuçta mikrofonu almak hem de konulara değinme fırsatını da bu şekilde imtiyaz olarak kullanmak istiyorum.

Simdi Ümit kardesimiz haklı olarak Amerika’da bindiği Cadillac marka arabanın şeyi özlemi içinde köy yollarında niye kullanmıyoruz sorusunu bize soruyor. Bizde diyoruz ki, bizim yolda köy yolu Cadillac bazen çamura saplanıyor. İyi arabada netice itibarıyla patinaj yapıyor. Öbür arabalar yürüyor yani biz yürümeyi tercih ediyoruz .

Bazi olaylarımızı kendi gelişmişlik sınırlarımız içinde uygulamaya çalışarak gidiyoruz. Gerçekten bu ikilem bizim hem borsamızda görünüyor hem Türkiye’nin bütün olaylarında görünüyor. Yani bakıyoruz böyle eleştiriler böyle karşılaştırmalar ama hiçbir zamanda böyle iyi bir sonuç çıkartacak bir noktada olmuyor. Zaman zaman panellerde de oluyor mesela yani.

Ümit kardesimiz dedi ki bu tesvikler lüzumsuz dedi. Sahiden var öyle ekonomik araştırmalarda, öbür taraftan da diğer bütün, ki bende onlara katılıyorum, bir tesvik lazım. Niye, çünkü yolun basındayız bunu insanlara tesvik yapmadan bu insanları yönlendiremiyorsunuz. Gelistirmek için tesvik enstrümanının kullanmamız lazım. O bakımdan yani kuramsal yaklaşımları ve çevresel şartları dikkate almadan yapılan öneriler genellikle fayda getirmiyor zarar getiriyor.

Niye insan kendini daha güçsüz hissediyor. Mesela IMKB’nin olduğu gibi, IMKB’yi herkes çok güçlü olarak görüyor. Yurtdışına gidiyoruz herkes güçlü siz zayıf olarak görüyorsunuz. Böyle bir farklılık doguruyor.

Yine bu şekilde mesela Ümit kardesim biraz yükleniyorum çünkü babası arkadaşımız o bakımdan biraz rahat oluyoruz. Dedi ki yüzde 5-10-15-20-25 açılmaya ben açılma demem, borsada öyle açılma olmaz dedi. Isın içinde halbuki biz o öyle kurallarımızı esneterek şey yaparak su borsanın içine almak hem de kayıtlı ekonomiye geçirmek suretiyle bütün çalışmalarımızı bir anda siliverdi. Yani esas olan yüzde 90-95’i açık olan şirketler profesyonel yöneticiler tarafından da yönetiliyor. E dogrudu, bir kere soracağım burada da var bu kadar iyi profesyonel yöneticimiz var mı, yöneticilere soruyorum bu sorumlulukları alacak. Bana göre bu kadar zaman geçmesine rağmen hala o seviyede değiliz.

Tabii Ümit hatırlamaz ama babası hatırlar, Maliye Bakanlığı'nda müstesarken bende o zaman kambiyo ve bankacılık işlerine bakan genel müdür baş yardımcısıydım. Orada biz böyle yani mütesebbisi olmayan yüzde 90-95'i işçilere ait şirketlerin ne hale geldiğini biliyoruz. Sermaye piyasasının ilk denemelerinden olan bir şeyin denemenin bize ne acılar tattırdığını gayet iyi biliyoruz. Kastelli vs. onları da bir tarafa koymak istemiyorum onların hatırlanması lazım. Yani şu anda sermaye piyasamız, borsamız ulaşılan düzeyinin ne büyük bir imtiyaz, ne büyük bir gelişme olduğunu anlamamak zannediyorum biraz güneş körlüğüne benziyor. Güneşe bakarsanız tabii ki gözünü kamastığı için bu gerçekleri göremezsiniz. O halde Verdi kardeşimize katılıyoruz. Tesvik verilmeli niye çünkü o kendi grubunda çalışıyor bunu kendi yapısında reel sektör veya bankacılık sektöründe bir işletmenin nasıl geliştirileceği ile ilgili sorumluluğu var arkadaşımın ama diyor ki tesvik mesvik verin netice itibarıyla şu merdivenleri bir şekilde çıkaralım diyor, katılıyorum.

Sayın Soner Gedik arkadaşımız diyor ki biz gittik yatırımcılara sorduk bize tavsiye ettiler biz burada uyguluyoruz. Niye nakit temettü vermiyorsunuz verin, şahiden nakit temettü vermek aslında sermaye piyasasının ara şeyi. Yani ortak olmanın sonucu nakit temettü almak, değil mi, doğru. Bir de almışken biraz da kendi hisselerinizden alın, bu da ayrı bir tartışma konusu.

Şimdi tabii nakit temettü niye işlemiyor. Bizim borsada nakit temettü verilmesin diye bir kaidemiz mi var, veya SPK'nin. Bilakis bunu tesvik ediyoruz. Bunun nedeni üzerinde niye durmuyoruz bu kadar okuyan insan. Bu kadar yüksek enflasyonu dikkate almayan bir muhasebe sistemini bir sene sonra uygulayacağız dedikten sonra nasıl siz temettü dağıtılmasını bekliyorsunuz. Reel karların ne olduğunu bilmeksizin. Bu itibarla bu konuların birbirine geçişlerini de iyi bilmek suretiyle önerileri getirip bir şekilde eleştirileri yapmakta fayda var.

Şimdi hisse senetlerini alalım o da gelişiyor. Yani hem biz uğruşuyoruz ki halka açıklığı artıralım yüzde 20'ler düzeyinde doluyor. Halka açık şirket kendi hissesini alsın halka açıklığını azaltsın. Şimdi hangisi doğru. Yani bizi eleştiriyorlar halka açıklık az böyle şey olur mu, açın diyorlar, sonra herkes gitsin kendi hissesini alsın halka açıklığı azaltsın diyor. Şimdi bütün bunlar istisnai şeyler. ABD'nin uygulamalarını incelediğiniz zaman oradaki kayıtlı sermaye sistemi olduğu için tümü olarak ve nakit fazlası olduğu zaman yani dağıtılacakların bir kısmının kendi hisselerinin bir kısmının geri alınması ve sermayenin azaltılmasını ön gören bir sistemdir. Yani tamamiyle bizim sermayeyi artırıcı ve bizim sermayeyi ihtiyacını karşılayıcı ilkelerinin tam aksinedir. Oradaki şartlardır. Yine Cadillac yani o kadar kaynak var kar etmiş, kendi sermayesini azaltıyor. Hissedarlarına böylelikle bir şekilde temettü vermiş oluyor. Şimdi bunu getirip herkes borsada kendi hissesini alıp da fiyatı yükseltmiyor demek, borsaya inanmamak demek. Niye, çünkü borsanın amacı doğru fiyatı veya piyasanın likidite yapısına göre olan fiyatını doğru olarak göstermek. Bunun dışındaki tüm müdahaleler borsa sistemini yaralayacak sistemler. İfade ettikleri uygulama bu türlü uygulamada değil, yani onları bir şekilde karşılaştırmamak lazım.

Ne diyor, efendim bizim holding şirketimiz halka açık kendi grubumuzdaki şirketlerin hisse senedini alacak bunu da saydam olarak açıklıyor. Tamam. Bu ne demektir. Kendi sorumlulukları dahilindeki kaynaklarını borsada işlem gören şirketlerine yatırım yapıyorlar. Portföy yatırımı yapıyorlar. Kurumsal yatırımcı.

Bunu efendim bir şekilde açık olarak seffaf olarak gündeme getiriyorlar. Bu güzel bir şey. Daha güzel bir şey olabilir mi, olabilir.

Niye, söyle olabilir yani borsada en çok alınacak hisseler sadece sizin hisseler mi, değil. Yani daha çok kar getirecek hisselerde var. Yönetim kurulunun üyelerini ve yönetim kurulunu müdebbir bir tüccar olarak, ticaret kanunumuzda gösterilen şekilde çalışması açısından bu fırsatları da değerlendirmesi gerekir. Nitekim aslında genel kurullar yani o şirketin genel kurulu bunları sorgulamak zorunda. Niye daha karlı bir şirket hissesi varken daha kötüsünü tercih ettin denilebilir. Ve hatta sorumluluk bile isnad edilebilir. Netice itibarıyla bizim hukuk sistemimizin ve genel uygulamanın gerçeklerini ve yapısını iyi bilip ve ona göre değerlendirmekte yarar var.

Emre Derman kardesimize çok büyük bir bölüm itibarıyla katiliyorum. Kendisi iyinin daha iyi olma konseptiyle açıkladığı şeyi ben çok uzun zaman düşündüm aklıma gelmemisti. Kendisine teşekkür ediyorum. Ben daha basit tarzda söylemeye çalışıyordum, bundan sonra söylemek istiyorum izin verirse. Gerçekten bizim borsa sermaye piyasası iyidir. Daha iyi olamaz mı, olur. Nasıl olur, iste zamanla olur.

İsterseniz buraya kadar gelmişken, eğer baskanda müsaade ederse kısa bir şey anlatabayım. Şimdi Türk şimdi çim merakı var, çok da güzel çimler yetistiyor. Devamlı sunu yapıyor bunu yapıyor sonra bir gün Londra'ya işi düşünüyor. Londra'ya gidiyor. Bir bakıyor her taraf çim ve çok güzel kaliteli çim. Soruyor bu çimler diyor ki bu çimler kaliteli bizimkisi böyle olmuyor. Bir gideyim de konuşayım diyor. Kimdir bunun sorumlusu diyorlar ki parklar müdürü var İngiliz, iyi diyor gideyim görüseyim bende bizim çimleri de böyle yapmak istiyorum diyor. Neyse gidiyor soruyor çimleri gördüm çok beğendim diyor bende çime meraklıyım diyor bahçemi devamlı şey yapıyorum, çimde yetistiyoruz hayatta çimle uğraşıyorum. Bu çimi böyle yaparken ne yapıyorsunuz diyor. Valla diyor o çimi diyor yani diyor kuru falan olursa biz sularız diyor zamanında sularız diyor. Bizim ki bakıyor diyor ki valla biz de suluyoruz ama bizim ki böyle olmuyor. İngiliz hafif sinirleniyor ama diyor ki valla bunun bir de şeyi de önemlidir diyor. Zamanında diyor bunu kesmek lazım biçmek lazım diyor. E diyor bizde biçiyoruz diyor. E tabii zamanı geliyor bunu biçiyoruz diyor. Şimdi böyle İngiliz biraz daha sinirleniyor. İyi de diyor kardesim siz bunu ne kadar zamandır yapıyorsunuz, biz bunu yüzyıllardır yapıyoruz diyor. Şimdi bir takım doğru şeyleri yapmış olmak dahî hemen sonuçlarını alabilmek anlamına gelmiyor. Bu bakımdan ben önümüzdeki dönemde kurallar itibarıyla doğruları yapalım da hemen bunun sonuçlarına da beklemeye kalkmayalım diyorum.

O bakımdan da özellikle corporate governance konusunda böyle, yeni bir yapıya gitmemenin gerektiğine inanıyorum. Çünkü biraz beklesek belki Amerikalılar bu sonuca varacak. En son ben New York'tayken yaptığım temaslar da hep bundan bahsediyorlar. Hatta ilginç bir tarafı da var. Biraz bizi ilgilendirdiği için söyleyeceğim. Şimdi bu yöneticide biz bu yöneticiyi bulamıyoruz. Şimdi bağımsız yönetici var ya, Amerika bulamıyor bilsak da eskisinden üç misli daha pahalıya mal oluyor diyor. Onun için çok ağır sonuçları bulunuyor vs. Hatta hani oradaki yöneticilerin yıllık ücretleri, diğer hakları öyle az değil yani. Son zamanlarda açıklandı da yani 5-6 milyon dolar yılda bir yöneticinin, büyük şirket yöneticisinin yıllık ücreti.

Bu arada da biliyorsunuz New York borsasi baskaninin 5 milyon dolar aldigi açıklaninca ben biraz rahatladim. Çünkü birçok konuda tartistiriliyor da, sonra karsilastirirken bizim müstesar maasiyla karsilastiriyor. Yani bizim eskiden yaptigimiz isin maasiyla, yani birazda adil olmak lazim. Amerika'yla iste New York borsasi böyle sudur falan derken biraz da o taraflara bakmak lazim. Yani yöneticilerin efendim, degil mi gelirleriyle ve diger haklari vs gibi birçok konuda dikkate gelmesinde yarar var.

Bu vergi konusu çok önemli, vergi konusunda gerçekten net yatirimin net sonucunu okudunuz degil mi, hatta bizden çok okudunuz. Net sonucu vergi sonucu, elde kalan e simdi bu vergiye tesvik olmayınca elde kalan az oluyor. Yani elden kalanin az olmasi halka açık sirketlerde daha az olmasi niye kayitsiz kisim ve kayitsiz kismin kayitlilarla olan iliskileri bizim borsaya veya sermaye yapısına geldigi zaman devam ettirilemez olur. Onun için zaten adamin vergi yükü vs. artiyor. Maliyetleri artiyor o bakimdan bu halka açık sirketin vergi açısından daha vergilendirilir hale gelmesinde zaruret var, biz iyiyi kötü yaptik. Iyiyi daha iyi yapacagimiza son olay böyledir.

Neyse bir yillik seyi getirdiler de açilmaların yasak olma sartlarini ortadan kalkirdik. Kimse farkinda degildi. Eger bir yillik elde tutma yani 3 aydan sonra elde tutmalar vergiye tabi olsaydi. bütün sirketler enflasyon dolayisiyla yüzde 65'ini hazine vermek suretiyle halka açilmasi gerekecekti ki simdi oraya geliyorum, simdi bütün bunların tasarisini hazirlayan kanunu açtiran arkadaslarımız, sayin araci kurumlar baskaninin meslektaşlari benim de meslektaşlarim. Demek ki, bir kere kendilerinden özür diliyorum ama hiç borsadan anlamiyorlar. Yani anlasalardi degil mi bu daha önce raporlayip yaptiklari bu degil mi düzenlemeden çok kolay vazgeçmezlerdi. O itibarla yani sermaye piyasasinin borsanin en büyük sorunu ne dersiniz anlasilamamak derim hepinize tesekkür ederim.

Yavuz CANEVI
Türkiye Ekonomi Bankasi
Yönetim Kurulu Baskani

Sayin baskan biraz dolmuslar, onun için ayri bir seminer düzenleyecegiz. Efendim bütün panelistlere tesekkür ediyoruz. Sizlere ayrica tesekkür ediyoruz. **KoteDER** bizi bir evet buyurun sayin baskan daveti siz yapin.

Halil EROGLU
KoteDER
Yönetim Kurulu Baskani

Efendim mikrofon bana geldi. Önce salonun sahibi IMBK'ye salonu bize tahsis ettigi için tesekkür etmek istiyorum. Ben sayin baskan kadar uzun konusmayacagim. Uzun saatlerdir burada bize güç verdiginiz için hepinize ayri ayri tesekkür etmek istiyorum. SPK Baskani sayin Dogan Cansizlara da sahsen ve dernek adina çok tesekkür ediyorum. Müsaadenizle panelistlere küçük bir plaket takdimimiz olacak ondan sonra bir küçük kokteylimize geçecegiz. Birlikte olmaktan mutluluk duyacagiz. Tesekkür ediyorum.