

# **TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI GELİŞME, STRATEJİ, HEDEFLER**



**Mayıs 2004**



**TSPAKB**

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI  
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ**

---

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI  
GELİŞME, STRATEJİ, HEDEFLER**

**Mayıs 2004**

Yayın Adı : Türkiye Sermaye Piyasası; Gelişme, Strateji, Hedefler  
Editör : Alparslan Budak  
Hazırlayanlar : Zeynep Emre, Ekin Fıkırkoca  
Basıldığı Matbaa: Printcenter  
Tel.: (212) 282 41 90  
Faks: (212) 280 96 04  
Basım Yeri : İstanbul  
Basım Tarihi : Mayıs 2004, İlk Baskı  
Yayın No. : 16

Bu kitap Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ("TSPAkB") tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Kitapta yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî değerler hazırlandığı tarih itibarıyle güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAkB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu kitapta yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.

ISBN-975-6483-10-5

# Sunuş

---



Türkiye Sermaye Piyasası'nın mevcut durumunu uluslararası karşılaşmalar çerçevesinde ortaya koymayı, sorunları ve eksiklikleri tespit edip çözüm önerileri geliştirmeyi amaçlayan bu raporümüz, Birliğimizin çok önem verdiği araştırma faaliyetlerine ilişkin çalışmaların bir ürünü olarak ortaya çıkmıştır.

Bilindiği üzere, mali sektörü para piyasası ve sermaye piyasası olarak ikiye ayırmak mümkündür. Bu ayrimın en belirgin özelliği yatırımın veya fonlamanın vadesidir. Para piyasası kısa vadeli, sermaye piyasası uzun vadeli araçların kullanıldığı piyasa olarak tanımlanmaktadır.

Makroekonomik büyümeyenin temelini real sektör yatırımları oluşturmaktadır. Genelde uzun vadede geri dönüşü olan yatırımların finansmanı için kullanılacak kaynakların da uzun vadeli olması yatırım risklerini ve kırılganlığı azaltmaktadır. Bu sebeple, sermaye piyasasının real sektörre uzun vadeli fon aktarma işlevi, ekonominin sağlıklı büyümeye çok önemli katkılarda bulunmaktadır.

Sermaye piyasası, fon arz ve talep edenlerin şeffaflık ve güven içinde buluştuğu bir platformdur. Küçük tasarruflarla büyük

yatırımlar finanse edilebilmekte, yatırımlardan elde edilen katma değer geniş kitlelerle paylaşılmaktadır. Böylece, sermayenin tabana yayılması ve gelir dağılımına olumlu katkıda bulunulmasının yanı sıra, piyasa ekonomisi kültürünün yaygınlaşması da sağlanmaktadır.

Şirketler sermaye piyasası aracılığı ile geniş kitlelerden fon sağlayabilmek için faaliyetlerini şeffaflık içinde ve paylaşımçı bir anlayışla yürütmek durumundadır. Bu da kayıtdışı ekonomi ile mücadele, bilgi paylaşımının artırılması ve küçük yatırımcıların şirket yönetiminde söz sahibi olabilmeleri gibi toplumsal faydayı artırıcı yönde bir etki yaratmaktadır.

Ülkemizde 1980'li yıllarda temelleri atılan sermaye piyasamızın gelişiminin arzu edilen seviyelere ulaşamadığı görülmektedir. Uluslararası kıyaslamalar baz alındığında da sermaye piyasamızın derinlik ve genişliğinin, potansiyelinin oldukça altında olduğu gözlenmektedir.

Makroekonomik ve politik istikrarsızlık, kayıtdışı ekonomi, devletin yüksek iç borçlanma gereği ve bunların sonucu olarak yüksek reel faizler sermaye piyasasının gelişimini engelleyen dış faktörler olarak sıralanabilmektedir. Fakat, bunların dışında sermaye piyasasına özgü sorunlar da mevcuttur. Raporumuzda ağırlıklı olarak sektöré özgü sorunlar dile getirilmiş ve çözüm önerileri geliştirilmiştir.

Sermaye piyasasının temel sorunları, yatırımcı tabanı eksikliği ve sermaye piyasası araçlarının çeşidinin azlığı olarak özetlenebilmektedir. Yatırımcı tabanı, etkin bilgilendirme ve güven unsuruna yönelik düzenlemelerle genişletilebilecektir. Makroekonomik istikrar anlamında son yıllarda sağlanan ilerlemelerle beraber, vergisel teşvikler sağlanması süreci hızlandıracaktır.

Menkul kıymet çeşidinin ve ihracların artırılmasına dönük çalışmalar ise, öncelikle vergisel teşvikler ve çeşitli mevzuat düzenlemeleri ile kolaylaştırılabilecektir.

Sermaye piyasamız uluslararası normlara uygun hukuki çerçevesi, eksiksiz kurumsal altyapısı, gelişmiş teknolojilerin yaygın kullanımı, eğitimli ve nitelikli işgücü ile gelişmeye en açık sektörlerden biridir. Yapılacak iyileştirmeler ve düzenlemelerle çok kısa sürede verimli sonuçlara ulaşabilecektir.

Özetle, sermaye piyasamızın büyütülmesi, makroekonomik büyümeye, sermayenin tabana yayılıp gelir dağılımının dengelenmesine, açıklık, şeffaflık ve piyasa ekonomisi kültürünün yaygınlaşmasına katkıda bulunmaktadır. Sermaye piyasasının gelişimi, Türkiye'nin gelişimi olacaktır.

Saygılarımla,



Müslüm DEMİRBILEK  
BAŞKAN

# **İçindekiler**

---

<b>MEVCUT DURUM</b>	<b>1</b>
<b>Türkiye Sermaye Piyasasının Gelişimi</b>	<b>1</b>
Menkul Kıymet Stokları	1
Menkul Kıymet İşlem Hacimleri	2
Hisse Senedi Endeksi	3
Piyasa Değeri	4
Borsaya Kote Şirket Sayısı	4
Halka Arzlar	5
Yatırım Fonları	5
Aracı Kuruluşlar	6
Yatırımcılar	6
<b>Uluslararası Sermaye Piyasaları ve Türkiye</b>	<b>7</b>
Borsaya Kote Şirket Sayısı	7
Borsaların Ülke Ekonomilerindeki Yeri	8
Hisse Senedi İşlem Hacmi	9
Yatırım Fonları	10
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	10
<b>Sonuç</b>	<b>12</b>
<b>PLAN VE PROGRAMLARA UYUM</b>	<b>13</b>
<b>VIII. Beş Yıllık Kalkınma Planı Uygulamaları</b>	<b>13</b>
<b>VIII. Beş Yıllık Kalkınma Planı Çerçevesinde Sürdürülen Çalışmalar</b>	<b>14</b>
<b>Avrupa Birliği Yasalarına Uyum</b>	<b>15</b>

<b>GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLER</b>	<b>16</b>
<b>Güçlü Yönler</b>	<b>16</b>
<b>Zayıf Yönler</b>	<b>17</b>
<b>Fırsatlar</b>	<b>18</b>
<b>Tehditler</b>	<b>19</b>
<b>AMAÇLAR VE STRATEJİLER</b>	<b>20</b>
<b>Stratejik Amaçlar</b>	<b>20</b>
<b>Hedefler ve İlkeler</b>	<b>21</b>
<b>Stratejik Amaç ve Hedefleri Gerçekleştirecek Faaliyetler</b>	<b>22</b>
Menkul Kymet Talebinin Geliştirilmesi	22
Menkul Kymet Arzının Geliştirilmesi	30
Sermaye Piyasası Altyapısının Geliştirilmesi	33
<b>SERMAYE PİYASASINDA VERGİ VE TEŞVİKLER</b>	<b>38</b>
<b>Genel Vergileme Sistemi</b>	<b>41</b>
<b>Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Hisse Senetleri</b>	<b>42</b>
<b>Kurumsal Yatırımcılar</b>	<b>43</b>
<b>Özel Sektör Borçlanma Araçları</b>	<b>47</b>
<b>Diğer Hususlar</b>	<b>47</b>
<b>SONUÇ VE DEĞERLENDİRME</b>	<b>49</b>



## MEVCUT DURUM

---

Sermaye piyasaları, gelişmiş ülkelerde ekonomik büyümeye ve gelişmenin önemli dinamiklerinden birini oluşturmaktadır. Serbest piyasa ekonomisi modelinde sermaye piyasaları, girişimcilere uzun vadeli fon sağlayarak, ekonomik kalkınmaya ve sermayenin tabana yayılması suretiyle de sosyal barışa önemli katkılar sağlamaktadır.

Günümüzde sermaye piyasalarından yoksun bir mali sistemi düşünmek imkansızdır. Para piyasası ve sermaye piyasası birbirini tamamlamakta ve ekonomiye işlerlik kazandırmaktadırlar.

## TÜRKİYE SERMAYE PIYASASININ GELİŞİMİ

Ülkemizde sermaye piyasasının temeli 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile atılmıştır. Aynı yıl Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ise 1986 yılında faaliyete geçmiştir.

Bu bölümde, sermaye piyasamızın uzun dönemli gelişimi ile beraber uluslararası karşılaşmalar çerçevesinde ülkemizin bulunduğu konum ortaya konulmaya çalışılmıştır.

### Menkul Kıymet Stokları

Menkul Kıymet Stokları*						
Trilyon TL	1990	1995	2000	2001	2002	2003
Hisse Senedi	14	224	6,867	10,516	13,177	18,808
Haz.Bon./Dev.Tah.	24	1,143	36,421	122,199	149,870	194,387
Diğer	3	131	383	732	1,069	1,617
<b>Toplam</b>	<b>42</b>	<b>1,498</b>	<b>43,670</b>	<b>133,447</b>	<b>164,115</b>	<b>214,012</b>

Kaynak: SPK

\*: Toplam nominal değer üzerinden.

Menkul kıymet stokları, Türkiye'de çeşitli piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin toplam nominal değerini göstermektedir. Menkul

kiymet stokundaki artış, hisse senetleri için yeni halka arzlarla ve sermaye artırımları ile, hazine bonosu-devlet tahvili için ise Hazine'nin ihraç ettiği iç borçlanma senetlerinin artmasıyla gerçekleşmektedir.

Sermaye piyasasının ilk yıllarından itibaren menkul kıymet stoku içinde hazine bonosu-devlet tahvili ağırlıklı olarak yer almaktadır. Ancak zaman içerisinde kamunun iç borçlanma gereğinin yüksekliği ve bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması çerçevesinde son dönemlerde kamu ve TMSF bankalarına sağlanan devlet tahvili ve hazine bonoları, kamu menkul kıymetlerinin hacim olarak artmasına neden olmuştur. Aynı dönemde, hisse senetleri piyasasında işlem gören şirket sayısı düşmüştür. Böylece, 1990 yılında menkul kıymet stoku içinde hazine bonosu-devlet tahvillerinin payı %59'dan 2003 yılı itibarıyle %91'e yükselmiştir.

Hisse senetlerinin toplam menkul kıymet stoku içindeki payı 2000 yılındaki yoğun halka arzlarla beraber azami seviyesi olan %16'ya çıkmıştır. 2003 yılına gelindiğinde ise, bu payın %8,8'e gerilediği görülmektedir.

Verilerden kamunun özel sektörü piyasalardan dışlama etkisi oldukça çarpıcı bir biçimde görülmektedir. Bunun haricinde Türkiye'de menkul kıymet olarak sadece iki adet yatırım aracı kaldığı görülmektedir; kamu tahvil/bonoları ve hisse senetleri. 1997 yılına kadar varlığını sürdürmüş olan Özel Sektör Tahvili, Finansman Bonosu, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler gibi özel sektörün finansman ihtiyacının sağlanmasıına yönelik, "Diğer" başlığı altında izlenen, yatırım araçları piyasası yok olmuştur.

## **Menkul Kıymet İşlem Hacimleri**

İkincil piyasa işlemlerinde de kamu menkul kıymetleri ön plana çıkmaktadır. 2000 yılına kadar artış gösteren hisse senedi işlem hacmi 2001 yılında yaşanan ağır finansal krizlerin etkisiyle düşüş göstermiştir. Gayrisafi Yurtıcı Hasila'ya oranı 2000 yılında %89'a kadar çıkan hisse senedi işlem hacmi 2003 itibarıyle %41 olan payıyla oldukça düşük bir seviyededir.

<b>Yıllık İşlem Hacimleri</b>						
<b>Trilyon TL</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
<b>Hisse Senetleri</b>	<b>15</b>	<b>2,374</b>	<b>111,165</b>	<b>93,119</b>	<b>106,302</b>	<b>146,645</b>
Tahvil Bono	100	21,420	479,189	136,317	235,119	362,457
Repo-Ters Repo	0	5,782	1,569,820	1,486,869	1,150,577	1,418,459
<b>Toplam SGMK</b>	<b>100</b>	<b>27,202</b>	<b>2,049,009</b>	<b>1,623,185</b>	<b>1,385,695</b>	<b>1,781,416</b>
HS Hacmi/GSYİH	4%	31%	89%	52%	39%	41%
SGMK Hac./GSYİH	25%	350%	1,645%	910%	502%	394%

Kaynak: İMKB

Tahvil-Bono işlem hacmi genel ekonomik büyülüğün çok üstünde olmasına rağmen, yıllar boyunca izlediği seyir hisse senedi işlem hacmine benzer şekildedir. 2000 yılındaki rekord düzey, finansal krizler nedeniyle 2001 yılında azalmıştır. 2001 yılında yaşanan krizde kamu sektörü senetlerine olan güven azalmış, kısa vadeli yatırımlar daha cazip hale gelmiştir.

2002 yılı boyunca ise, makroekonomik dengelerin yeniden tesis sürecinde kesin alım-satım işlem hacmi artış gösterirken, Merkez Bankası'nın para politikası neticesinde hızla gerileyen faizler ve artırılan stopaj oranları ile birlikte repo-ters repo hacmi önemli bir düşüş sergilemiştir.

## **Hisse Senedi Endeksi**

<b>Hisse Senedi Endeksi</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
İMKB-100 (TL)	33	400	9,437	13,783	10,370	18,625
İMKB-100 (ABD\$)	642.63	382.62	817.49	557.52	368.26	778.43

Kaynak: İMKB

Hisse senetleri piyasasının önemli bir göstergesi olan İMKB-100 endeksi ABD\$ bazında 2000 yılındaki rekord seviyesinden sonra 2001 ve 2002 yıllarında düşüş göstermiştir. 2003 itibarıyle ise, ABD\$/TL kurlarındaki gerilemenin de etkisi ile, İMKB-100 endeksi 2002 yıl sonuna göre ABD\$ bazında %111 oranında artış göstermiştir.

## Piyasa Değeri

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri						
	1990	1995	2000	2001	2002	2003
Trilyon TL	55	1,265	46,692	68,603	56,370	96,072
Piy. Değ./GSYİH	14.1%	16.3%	37.5%	38.5%	20.4%	26.7%

Kaynak: İMKB

İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri 2000 yılına kadar halka arzların ve değer artışlarının etkisiyle artmıştır. Ancak 2000 ve 2001 yıllarındaki iki finansal kriz, ve bu krizlerin sonucunda İMKB endekslerindeki düşüş, sınırlı sayıdaki halka arzlar ve İMKB kotundan çıkarılan hisse senetleri nedeniyle toplam piyasa değeri düşüş göstermiştir. 2003 yılında ise piyasa değerinin GSYİH'ya oranı tekrar yükselme trendine girmiştir.

## Borsaya Kote Şirket Sayısı

Borsaya Kote Şirket Sayısı						
	1990	1995	2000	2001	2002	2003
Sirket Sayısı	110	205	315	310	288	285

Kaynak: İMKB

Borsaya kote şirket sayısı 2000 yılına kadar hızla artış göstermiş, 2000larındaki yoğun halka arzların ardından gerilemeye başlamıştır.

2000 yılında 35 adet halka arzla beraber, hisse sırası işleme açılan 1 şirkete karşın 6 şirket Borsa kotundan çıkarıldığı için toplam şirket sayısı 30 adet artarak 315'e çıkmıştır.

2001 yılında ise 1 adet halka arza karşın 6 adet şirket kottan çıkarılmış ve toplam işlem gören şirket sayısı 310'a inmiştir.

2002 yılında işlem gören şirket sayısı 288'e inmiştir. 2002 yılında 4 adet halka arz ve 1 adet hisse senedinin sırası işleme açılmıştır. Buna karşın 13 şirketin Borsa Dışı Pazar'da işlem görmeye başlaması ve 14

şirketin de Borsa kotundan çıkarılması nedeniyle kote olan halka açık şirket sayısı toplamda 22 adet azalmıştır.

2003 yılında ise 2 halka arz gerçekleşmiş, 2 şirketin hisse senetleri yeniden işlem görmeye başlamış ancak 7 şirketin de borsa kotundan çıkarılmasıyla toplam işlem gören şirket sayısı 285'e inmiştir.

## Halka Arzlar

### Birincil Halka Arzlar

	1990	1995	2000	2001	2002	2003
Top. Hacim (myr.TL)	2,575	10,698	1,720,622	386	76,218	18,395
Şirket Sayısı	35	29	35	1	4	2
Top. Hacim/GSYİH	0.66%	0.14%	1.38%	0.00%	0.03%	0.01%

Kaynak: İMKB

Halka arzlar 2000 yılına kadar sayı ve hacim olarak artış göstermiştir. 2000 yılının ise sayıca ve halka arz büyüğü olarak rekor yıl olduğu görülmektedir. Ancak 2001 ve 2002 yıllarında genel olarak sermaye piyasalarında görülen gerileme, halka arz piyasasında da etkisini göstermiştir. 2001 yılında tek, 2002'de dört, ve 2003 yılında sadece iki halka arz gerçekleşmiştir.

## Yatırım Fonları

### Yatırım Fonu Büyüklüğü

Trilyon TL	1990	1995	2000	2001	2002	2003
A Tipi Yatırım Fonu	0	4	520	569	435	781
B Tipi Yatırım Fonu	2	27	1,417	4,187	8,912	18,847
<b>Toplam Yatırım Fonu</b>	<b>2</b>	<b>31</b>	<b>1,938</b>	<b>4,756</b>	<b>9,347</b>	<b>19,628</b>
Toplam YF/GSYİH	0.4%	0.4%	1.6%	2.7%	3.4%	5.5%

Kaynak: SPK

Yatırım fonu pazarı yıllar itibarıyle hızlı bir büyümeye göstermiş ve milli gelire oranını %0,4'ten %5,5'e çıkarmıştır. A tipi fon büyüğü 2001 yılından itibaren reel bazda düşüş gösterirken B tipi fonların portföy büyüğü hızlı bir artış göstermiştir. Yatırımcı tercihlerinin B tipi

fonlardan yana olduğu çok açık biçimde görülmektedir. B tipi fonlardaki hızlı büyümeye ağırlıklı olarak yatırımcıların repoya alternatif gördükleri likit fonlara yöneliklerinden kaynaklanmıştır.

## Aracı Kuruluşlar

Faaliyet Gösteren Aracı Kuruluş Sayısı						
	1990	1995	2000	2001	2002	2003
Aracı Kurum	48	103	129	126	119	118
Banka	51	62	73	58	48	44
<b>Toplam</b>	<b>99</b>	<b>165</b>	<b>202</b>	<b>184</b>	<b>167</b>	<b>162</b>

Kaynak: TSPAkB

Sermaye piyasasında faaliyyette bulunmak üzere yetki belgesi almış olan banka ve aracı kurumlar aracı kuruluşları oluşturmaktadır. 1997 yılına kadar hisse senedi piyasasında işlem yapma hakkına sahip bankalar bu tarihten sonra sadece SGMK işlemleri yapabilmektedirler.

Banka ve aracı kurum sayısı 2000 yılına kadar artış göstermiştir. Ancak daha sonra, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması çalışmaları çerçevesinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna devredilen ve tasfiye olan bankalar sebebiyle faaliyyette olan aracı kuruluş sayısı giderek azalarak 2003 sonunda 162'ye inmiştir.

## Yatırımcılar

Yatırımcı Sayısı					
	1997	2000	2001	2002	2003
Bakiyeli Hesap Sayısı		250,849	1,383,526	1,227,731	1,204,914
Bakiyeli Hesap/Toplam Nüfus	0.39%	2.05%	1.79%	1.73%	1.56%

Kaynak: Takasbank

Takasbank nezdindeki bakiyeli hesap sayıları menkul kıymet yatırımı olan yatırımcı sayısının bir göstergesidir. Piyasamızdaki yatırımcı sayısı 2000 yılından itibaren düşüş göstermekte, yatırımcı tabanı

daralmaktadır. İMKB endeksi ve işlem hacmindeki gerilemeler, özellikle küçük ölçekli yatırımcıları piyasa dışında kalmaya yönlendirmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, yatırımcıların toplam nüfus içerisindeki payı da 2000 yılındaki %2 seviyesinden 2003 yılında %1.6'ya düşmüştür.

## **ULUSLARARASI SERMAYE PIYASALARI VE TÜRKİYE**

Sermaye piyasamızın kendi içindeki uzun dönemli gelişimini incelemek tek başına yeterli olmamaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin giderek hızlandığı bir dönemde piyasamızın diğer ülkelerle kıyaslanması, ülkemizin global ortamda bulunduğu konumunda ortaya konulması gerekmektedir.

Kıyaslamalarda sağlıklı sonuçlara ulaşabilmek için, AB'ye üye, veya incelenen dönemde AB üyeliğine aday bazı ülkelerle, gelişmekte olan benzer ülkelerin sermaye piyasaları dikkate alınmıştır. Türkiye'nin diğer ülkelere kıyasla konumunu görebilmek için yanısıra, uzun vadeli gelişimini de izleyebilmek için 1995 ve 2003 yılları incelemeye alınmıştır. Böylece, zaman içinde sermaye piyasamızın diğer ülkelere kıyasla görelî olarak ne ölçüde geliştiğinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

### **Borsaya Kote Şirket Sayısı**

Borsaya kote şirket sayısı, zaman içerisinde hisse senedi ihraç etmek suretiyle sermaye piyasasından kaynak sağlayan şirket sayısını göstermektedir. Azalışlar ise çeşitli sebeplerle borsa kotundan çıkan veya çıkarılan şirketleri ifade etmektedir.

Ekonomik sıkıntılar yaşayan Arjantin, Brezilya gibi ülkelerle İsrail, Güney Kore borsalarındaki halka açık şirket sayısı incelenen dönemde azalmıştır. Tayland'da ise hemen hemen aynı seviyede kalmıştır.

Yunanistan, Polonya, İtalya, Meksika, Macaristan ve Türkiye'de ise artış olmuştur. Polonya yeni kurulan bir borsa olduğu için artış doğal olarak diğer ülkelere göre daha hızlı gerçekleşmiştir.

<b>Borsaya Kote Şirket Sayısı</b>		
	<b>1995</b>	<b>2003</b>
Güney Kore	721	684
İsrail	654	577
Tayland	416	418
Brezilya	544	369
Yunanistan	186	340
<b>Türkiye</b>	<b>205</b>	<b>285</b>
İtalya	254	279
Meksika	185	237
Polonya	65	202
Arjantin	149	110
Macaristan	42	51

Kaynak: WFE

## Borsaların Ülke Ekonomilerindeki Yeri

Borsaların, ülke ekonomisinin büyüklüğüne kıyasla yeri ve öneminin genel bir göstergesi olarak işlem gören şirketlerin piyasa değerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı kullanılmaktadır.

Tayland, incelenen ülkeler içerisinde %83 oranla borsanın ülke ekonomisine oranla büyüğünün en yüksek olduğu ülkedir.

Yunanistan, 8 yıllık dönemde bu oranın 4 kat artmıştır. Piyasa değeri söz konusu dönemde çok hızlı bir artış göstererek, 1995 yılında kendinden yüksek orana sahip olan birçok ülkeyi geride bırakmıştır.

Borsaları nispeten yeni olan Macaristan ve Polonya'nın ekonomilerinde borsanın payı gittikçe artmaktadır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ilgili dönemde ekonomideki ağırlığını arttırmış olan diğer bir borsa olmakla beraber benzer ülkelere oranla geride yer almaktadır.

<b>Piyasa Değeri/GSYİH</b>		
	<b>1995</b>	<b>2003</b>
Tayland	80.8%	83.1%
İsrail	39.0%	64.7%
Yunanistan	14.0%	61.3%
Güney Kore	37.2%	49.3%
Brezilya	21.0%	47.1%
İtalya	19.1%	41.8%
<b>Türkiye</b>	<b>16.3%</b>	<b>28.5%</b>
Arjantin	14.6%	27.0%
Macaristan	5.3%	20.1%
Meksika	31.7%	19.6%
Polonya	3.5%	17.7%

Kaynak: WFE, IMF

## **Hisse Senedi İşlem Hacmi**

<b>Hisse Senedi İşlem Hacmi/ Piyasa Değeri</b>		
	<b>1995</b>	<b>2003</b>
Güney Kore	102%	154%
Türkiye	245%	146%
İtalya	42%	134%
Tayland	44%	88%
Macaristan	15%	50%
Yunanistan	37%	38%
Brezilya	39%	29%
İsrail	26%	28%
Polonya	60%	26%
Meksika	39%	21%
Arjantin	85%	9%

Kaynak: WFE

Hisse senedi işlem hacminin piyasa değerine oranlanması bir borsanın hisse senedi devir hızını göstermektedir. Yüksek devir hızı, düşük likidite riskinin yanı sıra bu borsalarda kısa vadeli yatırımların daha ağırlıklı olduğunun bir göstergesidir. Güney Kore ve Türk

borsalarının yıllar itibarıyle devir hızı en yüksek borsalar olduğu görülmektedir.

## Yatırım Fonları

Yatırım fonları portföy büyüklüğünün GSYİH'ya oranı, ülkedeki kurumsal yatırımcı tabanının gelişmişliğinin göstergesidir.

Türkiye'de yatırım fonlarının GSYİH'ya oranı yıllar itibarıyla artmasına rağmen diğer ülkeler ile kıyaslandığında düşük kalmaktadır. Özellikle komşumuz Yunanistan'da yatırım fonlarının GSYİH'ya oranı 2003 yılında %23,1 olarak gerçekleşmiştir.

Yıllar itibarı ile düzenli bir artış gösterse de Türkiye'de bu oran 2003 yılında sadece %5,5'e ulaşmış olup, Macaristan ile aynı seviyelerdedir.

Yatırım Fonları/GSYİH		2001	2002	2003
İtalya		32.3%	35.2%	33.7%
Yunanistan		18.7%	23.4%	23.1%
<b>Türkiye</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.4%</b>	<b>5.5%</b>	
Macaristan		4.7%	6.9%	5.3%
Polonya		0.7%	3.4%	4.3%

Kaynak: FEFSI

## Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Sabit getirili menkul kıymetlerin başlıcaları devlet tahvili, hazine bonosu ve özel sektör finansman bonosudur.

Sabit getirili menkul kıymet (SGMK) stokunun ülkemiz ekonomisindeki ağırlığı yıllar içerisinde artış göstermiş olup, benzer ülkelere göre yüksek seviyelerdedir.

Kamu borçlanma gereğinin fazla olduğu ülkelerde devlet tahvili ve hazine bonosu öne çıkarken, bu bakımdan daha dengeli olan ekonomilerde özel sektör tahvil ve bonolarına talep artmaktadır.

<b>Toplam SGMK/GSYİH</b>		
	<b>1995</b>	<b>2003</b>
İtalya	139%	132%
Yunanistan	74%	90%
Güney Kore	46%	71%
Brezilya	33%	58%
<b>Türkiye</b>	<b>16%</b>	<b>54%</b>
Macaristan	26%	45%
Tayland	9%	38%
Polonya	19%	29%
Meksika	8%	24%
Arjantin	10%	14%

Kaynak: BIS, IMF, Hazine, DİE

Ülkemizde, kamu kesimi borçlanma gereğinin iyice arttığı son yıllarda SGMK'lerin tümü kamu kesimi tarafından ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonolarından oluşmaktadır. 1995 yılında toplam SGMK içinde %6 oranında ağırlığı olan finansman bonosu, VDMK gibi özel sektör borçlanma senetleri son altı yıldır ihraç edilememektedir.

<b>Kamu SGMK/Toplam SGMK</b>		
	<b>1995</b>	<b>2003</b>
Polonya	100.0%	100.0%
<b>Türkiye</b>	<b>94.4%</b>	<b>100.0%</b>
Yunanistan	96.5%	99.6%
Macaristan	97.5%	95.7%
Meksika	81.7%	86.8%
Brezilya	64.9%	81.3%
İtalya	76.0%	66.8%
Tayland	11.0%	57.7%
Arjantin	77.4%	34.1%
Güney Kore	18.2%	26.2%

Kaynak: BIS, Hazine

Polonya ile beraber Yunanistan da, ülkemiz gibi SGMK'leri tümüyle kamu kesimi tarafından ihraç edilen ülkeler arasındadır. Ancak,

Polonya'da toplam kamu SGMK stokunun milli gelirdeki payı %30'un altındadır.

Öte yandan, zaman zaman ekonomik zorlukları dolayısıyla Türkiye ile karşılaşılırılan Arjantin'de kamu kesiminin toplam SGMK stokundaki ağırlığının %34 gibi bir seviyede olduğu gözlenmektedir. Güney Kore'de ise, kamunun SGMK'lerdeki payı %26 ile ülkemize kıyasla hayli düşüktür. Bu durum aynı zamanda bu ülkelerde gelişmiş bir özel sektör borçlanma piyasasının varlığını göstermektedir.

## **SONUÇ**

Sonuç olarak, Türkiye sermaye piyasası 2000'li yıllara kadar hızlı bir gelişim göstermiş, fakat son üç yılda makroekonomik olumsuzlukların etkisi ile daralma sürecine girmiştir. Sermaye piyasamızın gelişmişliği ile ilgili, borsaya kote şirket sayısı, şirketlerin piyasa değeri, işlem hacimleri gibi pek çok göstergesi neredeyse 1995 yılı seviyelerine gerilemiştir.

Piyasamızda menkul kıymet çeşitliliği azalmış; temelde hisse senedi ve devlet iç borçlanma senetlerinden ibaret kalmıştır. Özel sektör borçlanma senetleri başta olmak üzere diğer menkul kıymet ihraçları durmuştur. Bu da reel sektörün sermaye piyasasından borçlanma yolu ile yararlanamadığına işaret etmektedir.

Yatırım fonlarının büyülüğu, potansiyeline göre çok düşük kalmaktadır. Kurumsal yatırımcı büyülüğünün ve çeşitliliğinin, yatırım fonlarının yanı sıra risk sermayesi ve özel sermaye ortaklıklarını ile pekiştirilmesi gerekmektedir.

Uluslararası kıyaslamalar açısından Türkiye, benzer ülkeler arasında işlem gören şirket sayısı ve piyasa değeri açısından orta sıralarda, likidite açısından ise iyi bir konumdadır. Menkul kıymet çeşitliliği ve kurumsal yatırımcı tabanı konusundaki eksiklik uluslararası kıyaslamalarda daha belirgin olarak ortaya çıkmaktadır.

## **PLAN VE PROGRAMLARA UYUM**

---

Sermaye piyasamızın mevcut durumu ve temel büyülüklüklerinin incelenmesinin ardından bu bölümde, piyasanın gelişimi için planlanan kamusal önlemler ve gelinen aşamalar özetlenmektedir.

27 Haziran 2000 tarihinde T.B.M.M.'de kabul edilen Uzun Vadeli Strateji ve Sekizinci Beş Yıllık (2001-2005) Kalkınma Planında Para, Kur ve Mali Sisteme İlişkin Politikalar bölümünde sermaye piyasasına ilişkin hükümler bulunmaktadır. Plan çerçevesinde öngörülen bazı konularda ilerleme kaydedilirken, bazı politikalar uygulanamamıştır.

### **VIII. BEŞ YILLIK KALKINMA PLANI UYGULAMALARI**

Mali piyasalarda şeffaflığın teminine yönelik olarak, Muhasebe Standartları Kuruluna etkinlik kazandırılacağı programda yer almaktadır. Sermaye piyasasında uluslararası muhasebe standartlarına uyumlu bir sistemin oluşturulması amacıyla çalışmalar SPK tarafından hazırlanmış ve 15 Kasım 2003 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Mali sistemde faaliyet gösteren kuruluşların ihtiyaçlarına uygun risk yönetimi ve iç denetim sistemlerinin kurulmasının sağlanması da programda yer almaktadır. Sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kurumlarda uygulanacak iç denetim sistemine ilişkin esaslar SPK tarafından yayımlanan bir tebliğ ile belirlenmiştir.

Mali piyasalarda aracılık faaliyetinde bulunan kurumların sermaye yapılarının güçlendirilmesi amacıyla, birleşme ve devralmaların desteklenmesine dair planlanan düzenleme SPK tarafından aracı kurumlar için yapılmıştır.

Sermaye piyasası araçlarının kaydileşmesi yönündeki çalışmalar ise sürdürmektedir. Konuya ilgili olarak Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) kurulmuş ve çalışmalarına başlamıştır. Kaydî sistem için bilgi işlem

altyapısı kurma çalışmaları ise sürdürülerek 2004 yılının ikinci yarısında faaliyete hazır hale gelmesi planlanmaktadır.

Beş Yıllık program, sermaye piyasasının arz yönünden gelişmesini ve kurumsal yatırımcılar vasıtasiyla piyasalarındaki derinliğin artırılması için önlem alınmasını da öngörmektedir. Bu yönde tek gelişme bireysel emeklilik sisteminin hukuki altyapısının oluşturularak, sistemin hayata geçirilmesi olmuştur.

Mülkiyetin tabana yayılması için azınlık hisselerinin haklarının korunmasına yönelik Birikimli Oy Sistemi uygulaması için de hukuki altyapı oluşturulmuştur.

## **VIII. BEŞ YILLIK KALKINMA PLANI ÇERÇEVESİNDE SÜRDÜRÜLEN ÇALIŞMALAR**

Programda öncelikle, yatırım araçlarının vergilendirme açısından nötr bir konuma çekilmesinin planlandığı yer almaktadır. Ancak, vergi sisteminde bu konuda bir değişiklik yapılmamış olup, hisse senetleri ile yatırım fonları, devlet tahvilleri ile hazine bonoları ve repo işlemleri farklı vergileme sistemlerine tabidir. Mevcut durum devlet tahvilleri ve hazine bonoları lehinedir.

Öte yandan, Sekizinci Beş Kalkınma Planında mali sistemde ayrı düzenleyici kurumların görev alanlarından kaynaklanabilecek boşlukların önlenmesi amacıyla Mali Sistemi Düzenleme ve Denetleme Üst Kurulu oluşturulması öngörmektedir. Kurulun, bankacılık, sermaye piyasası, sigortacılık, leasing ve faktoring alanlarının düzenleme ve denetiminden sorumlu olması planlanmaktadır. Esasen çok farklı işleyişe ve işlevlere sahip olan bu sektörlerin her biri ayrı bir uzmanlık gerektirmektedir. Örneğin, özel finans kurumları ile portföy yönetim şirketlerinin, leasing şirketleri ile yatırım fonlarının denetim ve düzenlemesinin aynı çatı altında yürütülmesi çeşitli sorunları beraberinde getirecektir. Bu sektörlerin düzenleme ve denetiminin tek merkezden yürütülmesinde beklenen verimin ve etkinliğinin sağlanamayacağı endişesi mevcuttur.

Mali piyasalarda manipülasyon, içerenden öğrenenlerin ticareti gibi konularla mücadele amacıyla, program doğrultusunda SPK çalışmaları halen devam etmektedir. Ancak, programda öngörülen bu alanda ihtisas mahkemelerinin kurulması hususunda henüz adımlar atılmamıştır.

## AVRUPA BİRLİĞİ YASALARINA UYUM

Öte yandan, Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı çerçevesinde Avrupa Birliği üyeleri perspektifinde müktesebatın benimsenmesine yönelik tedbirlere ağırlık verilmesi planlanmıştır. Bu bağlamda hazırlanan Ulusal Program, ülkemiz mevzuatının AB ilkelerinin tam olarak üstlenilmesi konusunda ciddi bir engel yaratmadığını belirtmektedir. Yine de, üyelik aşamasına gelindiğinde bazı düzenlemelerde değişiklikler gerekecektir.

Türk yatırım fonlarının tek izin prensibinden yararlanabilmesi için, düzenlemelerde yatırım fonlarının portföylerine alabilecekleri araçlar arasından altın ve kıymetli madenlerin çıkarılması gerekecektir. Ayrıca bankaların sermaye piyasası faaliyetinde bulunabilmeleri konusunda değişiklik gerekebilecektir.

Bunlardan başka, borsa kotasyonunda gereken asgari halka açıklık oranı ve kamu yararı aydınlatma yükümlülüklerine bazı durumlarda istisna getirilebilmesi gibi konularda bir takım değişiklikler gerekmektedir. Ayrıca, aracı kuruluşların sermaye yeterliliği konusunda, mevcut düzenleme AB düzenlemeleriyle temelde uyumlu olmakla birlikte, üyelik aşamasında tam uyumun sağlanması için bazı düzeltmeler yapılmasına ihtiyaç duyulmaktadır.

# **GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLER**

---

## **GÜÇLÜ YÖNLER**

### **Hukuki altyapı**

Sermaye piyasamızın hukuki altyapısı uluslararası normlara uygun, AB mevzuatı ile büyük ölçüde uyumludur.

### **Kurumsal altyapı**

Sermaye piyasamızın hızlı, düzenli işleyişini sağlayan köklü kurumlar ve yatırımcının korunmasına dönük işlevsel mekanizmalar mevcuttur.

### **Teknolojik altyapı**

Sermaye piyasamızın tüm kurumları bilgi işlem teknolojilerini yoğun olarak kullanmaktadır. Aracı kuruluşlarımızda veya işlem platformlarında son derece gelişmiş teknoloji kullanımıyla işlemler hızlı ve güvenli bir biçimde gerçekleşmekte, kayıtları tutulabilmektedir.

### **İnsan Kaynağı**

Sermaye piyasası, genç, yüksek eğitimli ve yeniliklere açık bir çalışan profiline sahiptir.

### **Yönetim**

Sermaye piyasamızdaki kamu ile özel kesim kurum ve kuruluşları, global gelişmeleri takip eden, yenilikleri uygulamaktan çekinmeyen, uzun vadeli vizyon ve stratejileri oluşturabilen bir yönetim kadrosuna sahiptir.

## ZAYIF YÖNLER

### Yetersiz tasarruf akışı

Yurtçi tasarruf dağılımı incelendiğinde tasarrufların çok küçük bir bölümünün sermaye piyasası araçlarında değerlendirildiği görülmektedir.

### Yetersiz bireysel ve kurumsal yatırımcı tabanı

Bireysel yatırımcı tabanı ve portföy büyülüğu gelişmiş ülkelerdekine kıyasla oldukça düşük seviyelerdedir. Bireysel yatırımcı portföylerinin konsantrasyonu da oldukça yüksektir. 2 Ocak 2004 itibarı ile Takasbank nezdinde 904,030 gerçek kişi yatırımcının hesabında hisse senedi bulunurken, bunlardan 100,000 kişi bireysel portföylerin %85'ine sahiptir. Diğer bir deyişle, kalan 804,030 kişinin yatırımları toplam bireysel yatırımların sadece %15'ine denk gelmektedir. Bireysel hesapların yaklaşık yarısında çok sembolik miktarlarda hisse senedi bulunmaktadır.

Ülkemizde kurumsal yatırımcı çeşitliliği azdır. Bununla beraber, son yıllarda hızla gelişen yatırım fonları portföy büyülüğu, repoya alternatif olarak değerlendirilen likit fonlardan kaynaklanmaktadır.

### Sermaye piyasası kültürünün yerleşmemiş olması

Toplumsal bilgi eksikliği, risk-getiri analizi yapmakta güçlük çeken tasarrufçuların geleneksel yatırım araçlarını tercih etmesine yol açmaktadır. Öte yandan, benzer durum sermaye piyasasından fon sağlama konusundaki bilgi eksikliği ile de arz tarafına yansımaktadır.

### Yetersiz sermaye piyasası aracı çeşitliliği

Ülkemizde sermaye piyasası aracı olarak sadece hisse senetleri ve kamu borçlanma senetleri ihraç edilmektedir. Diğer sermaye piyasası araçları çeşitli sebeplerle ihraç edilemez hale gelmiştir.

## **Vergi sistemi**

Vergi rejimimiz sermaye piyasası yatırımlarını teşvik etmekten uzaktır. Benzer nitelikteki yatırım araçları arasında farklı vergilendirme sistemleri uygulanmakta, vergi kanunları sıkılıkla değiştirilmekte, tasarrufların verimli alanlarda değerlendirilmesini engelleyeceğinden düzenlemeler getirilmektedir. Sonuç olarak, tasarrufçuların ve ihraççıların geleceğe dönük uzun vadeli yatırım veya fonlama kararları almaları engellenmekte, sisteme duyulan güven zedelenmektedir.

## **FIRSATLAR**

### **Tasarrufların dağılımı yeniden şekillendirilebilir**

Uygulanmakta olan mevcut ekonomik program, enflasyonla mücadelede ve reel faiz oranlarının gerilemesinde önemli kazanımlar elde etmiştir. Bu durum alternatif yatırım olanaklarını değerlendirmek isteyen yatırımcı kitlesine yeni ürünler sunulmasını kolaylaştıracaktır.

### **Menkul kıymet ihraçları canlandırılabilir**

Makroekonomik stabilizasyon, geleceğe dönük belirsizliklerin azalması, reel faizlerin düşmesi gibi faktörler menkul kıymet ihraç maliyetleri konusunda yapılacak düzenlemelerle birleştirilirse, ihraççıların sermaye piyasasından fon sağlama imkanları artırılmış olacaktır.

### **Yatırımcı tabanı genişletilebilir**

Bilgilendirme kampanyaları ve toplantıları ile yerli ve yabancı yatırımcı ilgisi sermaye piyasalarına yönlendirilebilir.

## TEHDİTLER

### Makroekonomik ve politik istikrarsızlık

Enflasyonu düşürerek, sağlıklı bir ekonomik büyümeye yaratmayı hedefleyen politikaların dışına çıkılması piyasalardaki istikrarı zedeleyecektir.

Uygulanmakta olan ekonomik programın temel ilkelerinde sapma veya taviz belirtileri sermaye piyasamızı olumsuz yönde etkileyebilecek, yeni bir kriz ortamı doğmasına yol açabilecektir.

Öte yandan, yurtdışı kaynaklı ekonomik ve siyasi gelişmeler piyasamızda önemli dalgalanmalar yaratabilmektedir.

# AMAÇLAR VE STRATEJİLER

---

## STRATEJİK AMAÇLAR

Ekonomik büyümeye ile mali piyasalardaki büyümenin eş anlı olarak gerçekleştiği bilinmekle beraber, son dönemde yapılan araştırmalar mali piyasalardaki gelişmenin büyümeyi desteklediğini göstermektedir. İstikrarlı bir ekonomide ve uygun yasal düzenlemeler çerçevesinde, derinliği olan ve çeşitlilik arz eden mali piyasaların varlığı reel sektörün finansman ihtiyacının karşılanması açısından daha geniş bir seçenek imkanı yaratarak, ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır.

Özellikle sermaye piyasası, hem kamu kesimi, hem de şirketler için fon talebi ile arzının karşılaştığı rekabetçi, şeffaf ve güvenilir bir ortam sağlamaktadır. Böylece, ekonomide kaynakların verimli kullanımı açısından, tasarruflar harekete geçirilerek reel ekonomiye kaynak aktarımında önemli bir aracılık görevi göremektedir.

Ülkemizde 2000 yılından beri uygulanan programlar neticesinde başlatılan dönüşüm sürecine paralel olarak, sermaye piyasasının geliştirilerek ekonomik kalkınmaya daha etkin bir şekilde katkı sağlama büyük önem taşımaktadır. Fon ihtiyacı içinde bulunan şirketlerin klasik bankacılık kredi kanalı haricinde finansman olanaklarını daha etkin şekilde kullanması, ekonomik istikrarı destekleyen ve krizleri önlemeye yardımcı bir unsur da olacaktır.

Yaratılan büyümenin doğrudan katkısının yanı sıra, sermaye piyasasının varlığı sermayenin tabana yayılmasını da sağlamaktadır. Küçük tasarruf sahipleri şirketlere ortak olarak veya borç senetlerine yatırım yaparak, bu şirketlerin yarattığı katma değerden faydalananılmaktadır.

Öte yandan, etkin çalışan denetim ve bilgilendirme kanallarının mevcut olduğu ülkelerin sermaye piyasaları ayrıca yabancı yatırımcıları çekerek yurtdışı tasarrufları ülke ekonomisine yöneltmektedir.

Ülkemizde sermaye piyasası, ilgili kurumları, teknoloji kullanımı ve iyi yetişmiş meslek personeli ile altyapı açısından hayli ileri bir düzeyde bulunmasına rağmen, uluslararası kıyaslamaların gösterdiği üzere, hak ettiği büyülüğe ulaşamamıştır. Mevcut altyapının, ulusal politikalarla desteklenerek bu yapının en etkin ve verimli şekilde kullanılması tüm toplumun yararına olacaktır. Dolayısıyla stratejik amaç, sermaye piyasasının büyütülmesi olmalıdır.

## **HEDEFLER VE İLKELER**

Sermaye piyasası, reel sektörün fon kaynak çeşitliliğini ve ulaşılabilir fonların miktarını artırarak reel sektörün riskini azaltmakta, dolayısıyla finansman maliyetlerinin önemli ölçüde düşürülmesine katkıda bulunmaktadır. Böylece ülke kaynakları verimli alanlara yönlendirilebilmekte, yatırımlar artmaka, ekonomik büyümeye hızlanmakta ve gelir dağılımı daha dengeli bir hale gelmektedir. Dolayısıyla, sermaye piyasasının geliştirilmesi gereği bir ülkenin öncelikli ihtiyacı olarak ortaya çıkmaktadır.

Sermaye piyasasının gelişmişliğinin iki ana ölçütü vardır; derinlik ve genişlik. Sermaye piyasasının derinliği, mevcut sermaye piyasası araçlarının ihrac hacmi, işlem hacmi, tasarruflar içindeki payı vb. kriterlerle belirlenmektedir. Sermaye piyasasının genişliği ise mevcut sermaye piyasası araçlarının ve kurumlarının çeşitliliği olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye piyasasının derinliği ile ilgili olarak Mevcut Durum başlıklı bölümde sunulan göstergeler, ülkemizde sermaye piyasasının olması gerekenden çok daha küçük boyutta olduğunu göstermektedir. Uzun vadeli bir bakış açısı ile değerlendirildiğinde, gelişimin oldukça hızlı gerçekleştiği, fakat 2000 yılından itibaren bir duraklama ve gerileme yaşadığı gözlenmektedir.

Uluslararası karşılaştırmalar açısından değerlendirildiğinde, sermaye piyasamızın derinliğinin kıyaslanabilir kategorilerdeki ülkeler arasında orta sıralarda, gelişmiş ülkelere kıyasla ise oldukça gerilerde olduğu görülmektedir.

Sermaye piyasasının genişliğinin ölçütü olan menkul kıymet çeşitliliği açısından bakıldığında; ülkemizde hisse senetleri ve devlet borçlanma senetleri olmak üzere sadece iki yatırım aracı bulunduğu görülmektedir. 1997 yılına kadar varlığını sürdürmüş olan Özel Sektör Tahvili, Finansman Bonosu, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler gibi özel sektörün finansman ihtiyacının sağlanmasına yönelik yatırım araçları yok olmuştur.

Sermaye piyasasının gelişimi için hedeflenmesi gereken iki ana unsur derinliğin ve genişliğin geliştirilmesi olmalıdır. Aşağıda yer alan alt hedefler ve öneriler bu iki ölçüt açısından değerlendirilecektir.

İnceleme kolaylığı açısından sermaye piyasasının bileşenleri üç ana kategoriye ayrılabilir; arz, talep ve altyapı. Diğer bir deyişle, sermaye piyasası, fon arz ve talebinin belli bir hukuki, kurumsal ve teknolojik altyapı çerçevesinde buluştuğu platform olarak tanımlanmaktadır. Bu sebeple alt hedefler, menkul kıymet talebinin geliştirilmesi, menkul kıymet arzının geliştirilmesi ve sermaye piyasası altyapısının geliştirilmesi olarak ortaya çıkmaktadır.

## **STRATEJİK AMAÇ VE HEDEFLERİ GERÇEKLEŞTİRECEK FAALİYETLER**

### **Menkul Kıymet Talebinin Geliştirilmesi**

Menkul kıymet talebinin iki ana kaynağı vardır; bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar. Bunlar yerli ve yabancı yatırımcılar olabilmektedir. Menkul kıymet talebinin canlandırılması, tasarrufların menkul kıymetlere yönlendirilmesi anlamına gelmektedir. Yatırımcı tabanının genişletilmesinin yanı sıra, sermaye piyasasının toplam tasarruflardan daha yüksek oranda pay alması hedeflenmelidir.

Aşağıdaki tabloda banka dışı özel sektör tasarruflarının dağılımı sunulmaktadır. Tasarrufların %59'unun mevduat, %32'sinin devlet tahvili ve hazine bonosu, %9'unun ise hisse senetlerinden olduğu görülmektedir. Mevduatın yaklaşık yarısının yabancı para cinsinden olduğu dikkate alınmalıdır. Tahmini altın stoku da göz önüne alınırsa menkul kıymetlerin (sabit getirili menkul kıymetler ve hisse senetleri)

toplam tasarruflar içindeki payı %28'e gerilemektedir. Tasarruf sahiplerinin yatırım tercihleri arasında menkul kıymetlerin önemli bir boyutta olmadığı açıkça görülmektedir.

Yurtıcı Tasarrufların Dağılımı				
Trilyon TL	2001	2002	2003	
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	43.575	56.966	78.694	
Mevduat	103.768	131.018	147.351	
Hisse Senedi	16.504	13.394	23.590	
<b>TOPLAM</b>	<b>163.847</b>	<b>201.378</b>	<b>249.634</b>	
Tahmini Altın Stoku	81.317	104.679	109.429	

Kaynak: TSPAkB

### ***Bireysel Yatırımcı Talebinin Geliştirilmesi***

Bireysel tasarrufların sermaye piyasasına yönlendirilmesi için yapılması gerekenler; yatırımcının eğitimi ve bilgilendirilmesi, piyasaya duyuulan güvenin pekiştirilmesi, yatırımcı koruma mekanizmalarının geliştirilmesi ve vergi teşvikleri olarak ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcının eğitimi ve bilgilendirilmesi ilk aşamada ele alınması gereken bir konudur. Piyasayı, menkul kıymetleri, yatırım araçlarını, yatırım alternatiflerinin risklerini ve getiri potansiyellerini bilen, tasarruflarını değerlendirebileceği alanları iyi tanıyan yatırımcı, yatırım kararlarını daha sağlıklı alacaktır. Toplumsal olarak tasarrufların daha verimli alanlarda değerlendirilebilmesine olanak sağlanması, ekonomik verimin artırılmasına katkıda bulunulacaktır.

Toplumun yatırım alternatifleri konusunda asgari bilgi seviyesine sahip olmasını hedefleyen bir "Ulusal Bilgilendirme Kampanyası" çeşitli kurumların işbirliği ile başlatılabilir. SPK, İMKB, TSPAkB, Takasbank ve aracı kuruluşlar gibi sermaye piyasası kurumları yatırımcı bilgilendirmesi konusunda çalışmalar yapmaktadır. Fakat, erişebildikleri kitle belirli bir ölçekte sınırlı kalmaktadır.

Mümkün olan en geniş kitleye ulaşmak için düzenlenecek Ulusal Bilgilendirme Kampanyasının çerçevesi aşağıdaki şekilde belirlenebilir;

- Sermaye piyasası kurumlarının işbirliği ile Türkiye'nin çeşitli illerinde ve yurtdışında yaşayan vatandaşlarımıza yönelik olarak, halihazırda düzenlenen yatırımcı bilgilendirme toplantıları daha yoğun olarak düzenlenebilir.
- Aynı kurumlarca üniversitelerde tanıtım toplantıları düzenlenerek orta vadede tasarruf sahibi olacak veya bir kısmı sermaye piyasasına işgücü olarak katılacak kitlenin bilgilendirilmesi gerçekleştirilebilir.
- Eş anlı olarak, basılı ve görsel yayın araçlarında sermaye piyasası kurumlarını ve araçlarını tanıtan reklam, yayın ve programlar düzenlenebilir.
- Lise seviyesindeki okullarda kişisel tasarrufların değerlendirilmesine yönelik olarak hazırlanacak seminerler veya eğitim filmleri sunulabilir.
- Yatırımcı bilgilendirmesine dönük olarak hazırlanacak broşürler mevcut yatırımcılara ve potansiyel yatırımcılara gönderilebilir.

Kampanya ile sermaye piyasasının bir yatırım alternatifleri olarak değerlendirilmesi ve sermaye piyasasına yatırım konusunda ulusal bir biliç oluşması sağlanabilir. Bilgilenen ve eğitilen yatırımcının piyasaya duyduğu güven de artacaktır. Genç yaşıarda verilen eğitimlerle sermaye piyasasının uzun vadede gelişmesine dönük temeller atılmış olacaktır.

1996 yılında ABD'de yapılan bir araştırmada toplumun sadece %18'inin finansal konularda bilgili olduğu ortaya konulmuştur. Dünyada en gelişmiş sermaye piyasasına sahip olan ABD'de ortaya çıkan toplumsal bilgi eksikliğinin, yatırımcının korunması ile ilgili alınan önlemlerin ve oluşturulan mekanizmaların etkinliğini de önemli ölçüde engellediği sonucuna varılmıştır.

Özet olarak, bilgilenen yatırımcı, yatırım kararlarını daha sağlıklı olarak alabilmekte, tasarruflarını kendisi ve ülke ekonomisi için daha verimli alanlarda değerlendirebilmekte, piyasaya güven duymakta, olası riskleri değerlendirip yatırımlarının güvenliğini kontrol etmekte,

bu anlamda da kamunun denetim ve güvence mekanizmalarının etkinliğini artırmaktadır.

Yatırımcı güveninin pekiştirilmesine dönük olarak eğitim ve bilgilendirme faaliyetlerinin yanı sıra kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlık kazanması da önemli bir etki sağlayacaktır. Kurumsal yönetim ilkelerinin temeli olan, şirketlerin bilgi üretiminin, bilgi paylaşımının ve yönetime küçük ortakların da aktif olarak katılımının teşvik edilmesi, yatırımcı güvenini artıran unsurlar olacaktır.

Yukarıda özetlenen önlemler dışında, geçmişte yatırımcı güvenini önemli ölçüde sarsan TMSF'ye devredilen halka açık bankaların, imtiyaz sözleşmeleri iptal edilen enerji şirketlerinin ve bunların iştiraklerinin küçük ortakları olan yatırımcıların benzer uygulamalarla karşılaşmamaları için gerekli önlemler alınmalıdır.

TMSF'ye devredilen halka açık bankalar ve iştirakleri için Bankalar Kanunu'nun ilgili maddelerinde değişiklik yapılarak, ilerde yaşanabilecek benzer durumlarda küçük yatırımcıların mağduriyetlerinin önlenmesi gerekmektedir. Bununla beraber, halka açık bankaların mali durumları hakkında kamuoyunu bilgilendirmeye dönük uygulamalarda "bankacılık sırrı" kapsamı daraltılarak yatırımcının şeffaf bir biçimde bilgilendirilmesi sağlanmalıdır.

İmtiyaz sözleşmeleri iptal edilen enerji şirketlerinin küçük ortaklarının piyasa gelişmeleri dışındaki faaliyetlerden doğan zararlarının tazmini için Elektrik Piyasası Kanunu'nda yapılacak bir değişiklikle Elektrik Şirketleri Tazmin Fonu kurulması faydalı olacaktır.

Bankacılık alanında yaşanan son gelişmeler göz önüne alındığında, yatırımcıların hisse senetlerinin Takasbank nezdinde müşteri ismine saklanması zorunluluğunun, yatırım fonu katılma payları, hazine bonoları ve devlet tahvilleri için de genişletilmesi yatırımcı güveni açısından çok önemli bir gelişme sağlayacaktır.

Yatırımcı koruma mekanizmaları ile ilgili olarak ülkemizde kurumsal altyapı olarak bir eksiklik hissedilmemektedir. Uluslararası örneklerde yatırımcıyi korumaya yönelik tüm kurumlar ülkemizde de mevcuttur. Sermaye Piyasası Kurulu, İMKB, TSPAKB, Takasbank, Yatırımcıları

Koruma Fonu, Merkezi Kayıt Kuruluşu gibi kurumlar yatırımcının piyasa riskleri dışında doğabilecek risklerini en aza indirmektedirler.

Yatırımcı güvenini önemli ölçüde pekiştirecek bir diğer uygulama ise sermaye piyasasına ilişkin davaların hızla sonuçlandırmasını sağlamak üzere ihtisas mahkemeleri kurulması olacaktır. Mevcut durumda sermaye piyasası ile ilgili davalar, çeşitli sebeplerle uzun yıllar süreblimekte, adalet sisteme ve piyasaya olan güveni olumsuz yönde etkilemektedir.

Hisse senedi talebine olumlu etkide bulunabilecek bir diğer husus ise şirketlerin kendi hisse senetlerine belli koşullar çerçevesinde yatırım yapabilme imkanı getirilmesidir. Şirketlerin kendi hisse senetlerine yatırım yapabilmesi dünyada yaygın olarak kullanılan bir uygulamadır. Halka açık şirketler hisse senedi değerlerinin olağanüstü düşüşler göstermesi durumunda belli koşullar altında ve kamuya aydınlatma ilkelerine uygun bildirimlerle hisse senetlerini borsadan alabilmekte, böylece aşırı fiyat dalgalarını ve yatırımcı güveninin zedelenmesini engelleyebilmektedirler. Fakat Türk Ticaret Kanunu bu uygulamayı engelleyecek hükümler içermektedir. Ülkemizde de bu konuda uluslararası örneklerde uygun düzenlemeler yapılması güven artırıcı bir unsur olabilecektir.

Tasarrufların sermaye piyasasına yönlendirilmesinde kullanılacak en önemli araqlardan biri vergilendirme rejimidir. Vergi konusu bu raporun ilerleyen sayfalarında ayrı bir bölüm olarak ele alınmakla beraber, burada mevcut vergi sisteminin sermaye piyasası yatırımlarını özendirmekten uzak olduğunu belirtmek gerekmektedir.

### ***Kurumsal Yatırımcı Talebinin Geliştirilmesi***

Kurumsal yatırımcılar gelişmiş ekonomilerde sermaye piyasasının en önemli aktörlerinden biridir. Kurumsal yatırımcılar geniş kitlelerin küçük tasarruflarını büyük yatırım havuzlarına dönüştürmekte, profesyonel yönetim hizmetleri ile tasarrufların en verimli şekilde ve uzun vadeli olarak değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır.

Ülkemizde kurumsal yatırımcı tabanının önemli bir bölümü yatırım fonlarından oluşmaktadır. Yatırım fonlarında son yıllarda görülen hızlı gelişime rağmen, uluslararası kıyaslamalarda halen ülkemizdeki kurumsal yatırımcı büyülüğünün oldukça düşük seviyelerde olduğunu belirtmek gerekmektedir.

Öte yandan, yatırım fonlarında son yıllarda görülen hızlı büyümeyi sahili bir gelişmeden kaynaklanmadığını söylemek yanlış olmayacağı. Yatırım fonlarındaki büyümeye ağırlıklı olarak likit fonlardan kaynaklanmaktadır. 2001 yılında repo işlemlerinden alınan vergilerin artırılması ve çeşitli kısıtlamalarla beraber, repoya alternatif bir yatırım aracı olarak görülen likit fonlara olan talep artmaya başlamıştır. Yatırımlar kısa vadeli repo işlemlerinden çok基因 kisa vadeli bir yatırım aracı olarak görülen likit fonlara yönlenmiştir. Dolayısıyla, yatırım fonlarındaki büyümeye, menkul kıymet talebinin artırmaktan uzak kalmıştır.

2003 yıl sonu itibarı ile tüm yatırım fonlarının %96'sı B tipi yatırım fonlarından oluşmaktadır. A tipi fonların payı sadece %4 civarındadır. B Tipi fonların ise %63'ünü likit fonlar oluşturmaktadır. Diğer bir deyişle, ülkemizdeki yatırım fonu portföyünün %60'i likit fonlardadır.

Kurumsal yatırımcı tabanı, mevcut kurumların portföy büyülüğünü artırmayan yanı sıra, alternatif kurumsal yatırımcı türlerinin kuruluşuna ilişkin düzenlemelerle de geliştirilebilmektedir.

Kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesinde en etkin araç, vergilendirme sistemi olarak ortaya çıkmaktadır. Vergi dışında, kurumsal yönetim ilkelerinin geliştirilmesi, sermaye piyasası araçlarının çeşitlendirilmesi, kurumsal yatırımcı çeşitliliğinin artırılmasına yönelik düzenlemeler yapılması, ülkemizdeki kurumsal yatırımcı boyutunun gelişmiş ülkeler seviyesine ulaşması için gerekli adımlar olacaktır.

Kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaştırılması ve uygulanmasının teşvik edilmesi, kurumsal yatırımcıların şirket yönetimine katılmasını ve bilgilendirilmesini kolaylaştıracağından yatırımların daha güvenli bir şekilde değerlendirilmesine olanak sağlayacaktır. Küçük yatırımcılar kurumsal yatırımcılar aracılığı ile şirket yönetiminde etkin

olarak rol alabileceklerdir. Kurumsal yatırımcılar da yatırım yaptıkları şirketlerin faaliyetlerini, temsil ettikleri küçük yatırımcıların haklarını koruyacak şekilde yürütütmelerinde önemli bir denetim rolü oynayacaklardır.

Kurumsal yatırımcılar, profesyonel fon yöneticileri tarafından idare edildiklerinden yatırımcı bilgilendirmesi ve eğitime dönük faaliyetlerin kullanılmasına ihtiyaç bulunmamaktadır. Ancak, ülkemize yatırım yapan veya yatırım yapma potansiyeline sahip yurtdışı kurumsal yatırımcılara dönük olarak tanıtım faaliyetleri, yabancı sermayenin piyasamıza çekilmesi açısından çok yararlı olacaktır.

Bu kapsamda, SPK, İMKB, TSPAKB, Takasbank gibi sermaye piyasası kurumlarının yabancı kurumsal yatırımcılarla New York, Londra, Frankfurt gibi merkezlerde yıllık toplantılar düzenlemeleri, yabancı yatırımcılara verilen önemin bir göstergesi olarak, bu yatırımcılar nezdinde piyasamıza duyulan güveni artıracak ve yabancı sermaye girişini hızlandıracaktır.

Bununla beraber, İstanbul'da uluslararası sermaye piyasası kurumlarının ve yatırımcıların katılacağı konferanslar düzenlenmesi, piyasamızın uluslararası tanınırlığını artıracak, yabancı yatırımcı ilgisini çekebilecektir.

Uluslararası örneklerde kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesinde bireysel emeklilik sistemleri ön plana çıkmaktadır. Ülkemizde 27 Ekim 2003 itibarı ile faaliyete geçen bireysel emeklilik sisteminin, kurumsal yatırımcı tabanının genişletilmesinde önemli ölçüde katkıda bulunması beklenmektedir. Fakat, sistemin hızlı gelişimi için daha geniş vergisel teşviklerle desteklenmesi gerekmektedir.

Sermaye piyasasının gelişmesine verilen önemi göstermek açısından kamunun da somut adımlar atması diğer kesimleri teşvik edici olacaktır. Örneğin, İşsizlik Sigortası Fonu'nda toplanan primlerin belli bir kısmının yatırım fonlarında değerlendirilmesi sağlanabilir. Bunun için sadece İşsizlik Sigortası Fonu Yönetim Kurulu'nun karar alması yeterli olacaktır. Benzer şekilde, diğer kamuusal fonların belli bir kısmının sermaye piyasası araçlarında değerlendirilmesi piyasanın gelişimi için önemli bir adım olacaktır.

Yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, örneğin özel sektör borçlanma senetlerinin ihraç edilebilmesi, türev ürünlerin hayatı geçirilmesi, kurumsal yatırımcıların portföy çeşitlendirmesi ve yatırımcı tercihlerinin kurumsal yatırımcılar tarafından daha kolay karşılanabilmesine olanak sağlayacaktır. Yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi konusu Menkul Kıymet Arzının Geliştirilmesi başlıklı bir sonraki bölümde daha detaylı olarak incelenmektedir.

Yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi ile beraber kurumsal yatırımcıların da çeşitlendirilmesi sermaye piyasasının genişliğini artıracaktır. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, fonlara yatırım yapan fonlar, ağırlıklı olarak türev işlemleri kullanan fonlar gibi kurumların geliştirilmesi ve kurulması zamanla piyasanın derinliğine de önemli katkılarda bulunacaktır.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının (GSYO) gelişimi için Sermaye Piyasası Kurulu 2003 yılında tebliğ değişikliği yapmış, GSYO'ların kuruluş ve faaliyete geçmelerini kolaylaştıracak düzenlemeler getirmiş, halka arz zorunluluklarını kaldırılmış, halka arz edilmesi durumunda minimum halka açıklık oranlarını düşürmüştür. Mevzuat açısından GSYO'ların kuruluş ve faaliyetleri uluslararası örneklerle uyumlu hale getirilmiştir. Fakat, Güney Kore örneğinde olduğu gibi sermaye piyasasının gelişimini GSYO'lar aracılığıyla sağlayacak ve özellikle KOBİ'lerin fon kaynaklarını artırarak gelişimlerini hızlandıracak vergisel teşvik mekanizmaları ülkemizde kurulmamıştır.

Yatırım fonlarının çeşitlendirilmesi de ülkemizi kurumsal yatırımcı nitelikleri açısından uluslararası örneklerle uyumlu hale getirecektir. Öncelikle ele alınabilecek olan konu borsada işlem gören yatırım fonlarının hayatı geçirilmesidir. SPK, 2004 Nisan ayında Borsa Yatırım Fonları ile ilgili tebliğini yayımlamıştır. Bununla beraber, borsada işlem görecek yatırım fonlarının takas, saklama, işlem kuralları vb. detaylı teknik düzenlemelerinin oluşturulması gerekmektedir.

Fonlara yatırım yapan fonlar, yurtdışındaki örneklerde özellikle GSYO'larının gelişimi için önemli bir faktör olmuşlardır. Bunların yanısıra, fonlara yatırım yapan fonların mevzuatının oluşturulması,

genel olarak yatırım fonu sektörünün gelişmesine katkıda bulunacaktır. Çeşitli kurumların yatırım fonlarına yatırım yaparak yönetici riskini dağıtan, portföyünün bir bölümünü GSYO'lardan, bir bölümünü borsada işlem gören fonlardan oluşan fonların kurulmasına ilişkin yasal altyapının oluşturulması, bu tür fonların hayatı geçirilmesini kolaylaştıracaktır.

## **Menkul Kıymet Arzının Geliştirilmesi**

Menkul kıymet arzının geliştirilmesi iki yönlü ele alınabilir. Birincisi, mevcut menkul kıymet stokunun artırılması, ikincisi ise menkul kıymet çeşidinin artırılmasıdır. Devlet tahvili ve hazine bonosu dışındaki en önemli yatırım aracının hisse senedi olduğu ülkemizde, mevcut menkul kıymet stokunun artırılması halka açık şirket sayısının ve halka açıklık oranlarının artırılması ile sağlanabilecektir.

Sermaye piyasasının temel işlevi reel sektörde uzun vadeli kaynak aktarımı sağlamaktır. Öte yandan, halka açık şirket sayısı ve bu şirketlerin toplam piyasa değeri, bir ülkenin sermaye piyasasının gelişmişliğinin ölçüsü olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla halka açık şirket sayısı, sermaye piyasasının o ülkede ne kadar etkin ve reel sektörde finansman sağlamaada ne kadar başarılı olduğunu bir göstergesidir.

Halka açılmanın şirketlere getirdiği avantajlar yanında, yüklediği sorumluluklar da vardır. Diğer bir deyişle, halka açılmanın şirket üzerinde yarattığı bir takım maliyetler söz konusudur. Örneğin, halka açılma, bağımsız mali denetim yaptırma, düzenli bilgi açıklama, sermaye piyasası kurumlarının denetimine tabi olma gibi yükümlülükleri de beraberinde getirir. Bu yüzden, özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu tür maliyetlere katlanmada zorlanabilecek olan aile şirketlerinin halka açılmasını teşvik etmek için çeşitli düzenlemeler bulunmaktadır. En önemli teşvik ise halka açık şirketlere doğrudan veya dolaylı vergi avantajları sağlanmasıdır.

Ülkemizde de bu amaçla benzer düzenlemeler yapılmıştır. Nitekim, bu doğrultuda Kurumlar Vergisi Kanunu Madde 25'te şirketlerin halka açıklık oranı artıkça kurumlar vergisi oranı gerileyen bir düzenleme getirilmiştir. Ancak, giderek bozulan kamu maliyesi çerçevesinde

1999 yılında yapılan bir düzenleme ile halka açık şirketlere tanınan sözkonusu Kurumlar Vergisi avantajları kaldırılmıştır.

Yürürlükteki mevzuata göre halka açık şirketler ile halka açık olmayan şirketler arasında kurumlar vergisi açısından bir fark bulunmamaktadır.

Halka açılmaların teşvik edilmesinin vergi gelirlerini azaltıcı değil, tam tersine artırıcı bir etki yaptığı TSPAkB'nın araştırmaları ile ortaya konulmuştur. Bu sebeple, şirketlerin halka açılmalarında 1999 yılı öncesinde var olan vergi teşviklerinin yeniden getirilmesi, halka açıklık oranı arttıkça kurumlar vergisi oranı azalacak şekilde düzenlemeler yapılması hisse senetleri piyasasını geliştirecek en önemli etken olacaktır.

Ülkemizde 2001 yılından itibaren uygulanmakta olan ekonomik program enflasyonla mücadelede önemli başarılar kazanmıştır. Enflasyon düşüşüne ek olarak reel faizler de gerilemiş, TL değer kazanmış ve yatırımcı tercihleri yavaş yavaş değişmeye başlamıştır. Bu durum tasarrufların değerlendirilmesi için yeni ve alternatif yatırım araçlarının geliştirilmesine uygun bir ortam sağlamaktadır.

Ülkemizde eksikliği hissedilen en önemli sermaye piyasası aracı özel sektör borçlanma senetleridir. Mevcut durumda özel sektör, sermaye piyasasından sadece hisse senedi ihracı yolu ile özsermaye finansmanı yaratabilmektedir. Fakat, gelişmiş ekonomilerde özel sektörün sermaye piyasası araçları ile borçlanmasının en az özsermaye finansmanı kadar, bazı ülkelerde daha da yaygın olarak, kullanıldığı görülmektedir. Sermaye piyasası borçlanma araçlarının hayatı geçirilmesi, reel sektörün fon maliyetini ve fonlama risklerini önemli ölçüde azaltacak, verimliliği, yatırımları ve büyümeyi artıracaktır.

Ülkemizde kamunun uzun yıllardır süregelen yüksek borçlanma gereği reel sektörün sermaye piyasasından dışlanmasına yol açmıştır. 2001 yılından itibaren uygulanan ekonomik program ile düzelmeye başlayan kamu mali dengelerinin, yakın bir gelecekte özel sektör borçlanma senetlerinin ihracına izin verir boyuta gelmesi beklenmektedir. Bununla beraber, özel sektörün borçlanma

enstrümanları ihraç etmesinde mevzuattan kaynaklanan çeşitli engeller mevcuttur.

Öncelikle, devlet tahvili ve hazine bonoları üzerinde uygulanmayan stopaj oranı özel sektör borçlanmalarında %10 olarak uygulanmaktadır. Bu durum ihraç maliyetlerini önemli ölçüde artırmakta, ve genelde banka kredisi maliyetlerinin üzerine çıkarmaktadır. Dolayısıyla şirketler menkul kıymet ihracı yerine banka kredisine yönelmek durumunda kalmaktadırlar. Fakat, ülkemizde mevduat ve kredi vadelerinin çok kısa, genelde bir yıldan az, olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla, şirketler uzun vadede geri dönüşü olabilecek yatırımlarını kısa vadeli banka kredileri aracılığı ile yapmakta, sonuça da ekonominin riskleri ve kırılganlığı artmaktadır.

Özel sektör borçlanma senetlerinin ihracını kolaylaştırmak ve bu piyasaların yeniden hayatı geçmesini sağlamak için öneriler aşağıda özetlenmektedir.

- Öncelikle, kamu borçlanma senetlerine kıyasla vergi yükleri eşitlenerek stopaj oranı %0 olarak belirlenmelidir.
- Özel sektör borçlanma senetlerinin ihraç limitleri üzerindeki kısıtlamaların gözden geçirilerek, daha esnek bir yapıya kavuşması sağlanmalıdır.
- Uluslararası örneklerde özel sektör borçlanma senetleri piyasasının doğal bir bileşeni olan derecelendirme sistemlerinin yasal altyapısının kurulması gereklidir. Fakat menkul kıymet ihraclarında derecelendirme mecburi olmamalıdır.
- Şirketlerin yabancı para cinsinden borçlanma senedi ihraç edebilmelerinin önündeki yasal engeller kaldırılmalıdır. Özellikle ihracatçı şirketlerin kur risklerini önemli ölçüde azaltabilecek bu uygulama, yatırımlarının bir kısmını döviz cinsinden varlıklarda değerlendirmek isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılardan da talep görecektir.

Mevzuat açısından, Finansman Bonosu, Özel Sektor Tahvili, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet, Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvil gibi ürünler kuponlu veya iskontolu, sabit veya değişken faizli, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden ihraç edilebilir hale gelmelidir. Bu tarz bir ürün çeşitliliği finansman ihtiyacı içinde olan şirketlerin ihraç edecekleri menkul kıymetleri kendi koşullarına en uygun şekilde

belirleme esnekliği sağlayacaktır. Öte yandan, değişmekte olan yatırımcı tercihleri, özellikle bireysel emeklilik sisteminin hayatı geçmesi ve gelişmesi ile beraber ortaya çıkacak menkul kıymet çeşitliliği talebi de karşılanacaktır.

Yukarıdaki ürünlerin yanı sıra, özellikle kurumsal yatırımcılardan ve şirketlerden talep görebilecek bir alan olan vadeli işlem ürünlerini çeşitlendirmeli, vadeli işlemlerin gelişimini engelleyen faktörlerde iyileştirmeler sağlanmalıdır.

Kuruluş çalışmaları biten fakat ürünlerin işlem görmeye başlaması anlamında henüz faaliyete geçmemiş olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda (VOB) çalışmaların hızla sonuçlandırılması için gerekli desteklerin sağlanması önem taşımaktadır.

İMKB içinde kurulmuş olan dövize dayalı vadeli işlem piyasasının gerekli derinliğe ulaşmadığı bilinmektedir. Özellikle dalgalı kur rejimlerinde yoğun olarak kullanılan dövize dayalı vadeli işlemlerin ülkemizde yeterli derinliğe ulaşmamasının en önemli sebebi olarak yüksek teminatlandırma sistemi ve kontrat büyülüğu gösterilmektedir. Dolayısıyla, VOB'un çalışmalarında esnek bir teminatlandırma sistemi kurulması ve daha düşük kontrat büyülüğünün gözetilmesi gereği ortaya çıkmaktadır.

Vadeli işlemlerin hayatı geçirilmesini kolaylaştırmak amacıyla, özellikle bu ürünleri kullanması beklenen şirketler kesiminin ve diğer yatırımcıların bilgilendirilmesi faydalı olacaktır. Bunun için, menkul kıymet talebinin geliştirilmesi ile ilgili bölümde açıklanan yöntemler kullanılabilir.

### Sermaye Piyasası Altyapısının Geliştirilmesi

Sermaye piyasamızın altyapısı uluslararası kıyaslamalar açısından da en güçlü olunan alandır. Bununla beraber yapılacak bazı iyileştirme ve düzenlemeler piyasamızın daha sağlıklı işlemesine ve derinlik kazanmasına katkıda bulunacaktır.

### ***Hukuki Altyapının Geliştirilmesi***

Plan ve Programlara Uyum bölümünde açıklandığı üzere, sermaye piyasamızın hukuki altyapısı Avrupa Birliği mevzuatı ile büyük ölçüde uyumludur. Türk mevzuatı AB ilkelerinin tam olarak üstlenilmesi konusunda ciddi bir engel yaratmamaktadır. Ancak, AB'ye üyelik aşamasına gelindiğinde bazı konularda yapılması gereken değişiklikler mevcuttur.

Türk yatırım fonlarının tek izin prensibinden yararlanabilmesi için düzenlemelerde yatırım fonlarının portföylerine alabilecekleri araçlar arasından altın ve kıymetli madenlerin çıkarılması gerekecektir.

Bunlardan başka, borsa kotasyonunda gereken asgari halka açıklık oranı ve kamuya aydınlatma yükümlülüklerine bazı durumlarda istisna getirilebilmesi gibi konularda bir takım değişiklikler gerekmektedir. Ayrıca, aracı kuruluşların sermaye yeterliliği konusundaki mevcut düzenleme AB düzenlemeleriyle temelde uyumlu olmakla birlikte, üyelik aşamasında tam uyumun sağlanması için bazı düzeltmeler yapılmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

Özet olarak, sermaye piyasamızın hukuki altyapısı konusunda köklü değişikliklere ihtiyaç duyulmaktadır. Bununla beraber, önceki bölgelerde açıklanan yeni sermaye piyasası araçlarının geliştirilmesine, hukuki altyapısının oluşturulması veya yeniden düzenlenmesine ilişkin düzenlemeler SPK tebliğleri ile yapılabilecektir.

### ***Kurumsal Altyapının Geliştirilmesi***

Sermaye piyasamızda, kurulmasına ihtiyaç duyulan yeni kurum anlamında bir altyapı eksikliği bulunmamaktadır. Geçmişte eksikliği hissedilen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, Merkezi Kayıt Kuruluşu gibi kurumlar oluşturulmuş fakat henüz tam anlamıyla faaliyete geçmemiştir. Bu kuruluşların sermaye piyasasının gelişimi için sahayayabilecekleri katkı düşünüldüğünde, altyapı eksikliklerinin bir an önce tamamlanıp faaliyete geçişlerinin hızlandırılması ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.

Uluslararası sermaye piyasalarının ayrılmaz bir parçası olan derecelendirme kuruluşlarının kurulması ve faaliyete geçmesi konusunda mevcut düzenlemelerin özendirici bir biçimde yeniden ele alınması faydalı olacak ve piyasamızdaki önemli bir eksikliği giderecektir. Özel sektör borçlanma enstrümanlarının ihraclarının canlanması ile beraber derecelendirme kuruluşlarına olan ihtiyaç artacaktır.

Yeni kurumların oluşturulması ihtiyacı görülmemesine rağmen mevcut kurumların altyapısına ilişkin düzenlemeler de sermaye piyasamıza katkıda bulunacaktır. Bu amaçla, öncelikle İMKB'nin etkinliğinin ve verimliliğinin artırılması için özelleşmesi gündemdedir.

Borsaların kar amaçlı şirketler haline getirilip özelleşmesi yurtdışındaki örneklerde giderek yaygınlaşan bir eğilim olarak görülmektedir. İMKB'nin de uluslararası rekabet gücünün artırılması için faaliyetlerinin gözden geçirilip yeniden yapılandırılması verimlilik artışına, sonuç olarak da sermaye piyasasında işlem maliyetlerinin düşürülmesine katkıda bulunacaktır. Fakat, bunun için izlenmesi gereken yol, öncelikle İMKB'nin özerkleşmesi olmalıdır.

Sermaye piyasası ile ilgili kurumsal düzenleme anlamında düşünülen bir diğer gelişme ise KOBİ'lere özgü ayrı bir borsa kurulmasıdır. Uluslararası örnekler incelendiğinde, genel eğilimin yerel borsaların birleşerek tek bir ulusal borsa oluşumuna doğru gitmeleri, hatta ülkelerarası borsa birleşmeleri yoluyla bölgesel borsaların oluşturulması olduğu görülmektedir. Ana borsadan ayrı bir şekilde yapılanmış borsaların büyük çoğunluğunun yeterli derinliğe ulaşamayıp başarısız oldukları, genel eğilimin ana borsa içinde bir pazar olarak örgütlenme şeklinde olduğu izlenmektedir. Buna rağmen KOBİ'lere özgü bir borsa kurulması isteniyorsa, bunun yalnızca orta ölçekli şirketlere değil tüm şirketlere hizmet veren, ulusal niteliğe sahip bir Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa şeklinde gerçekleştirilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Yurtdışı örneklerde sermaye piyasasının çok önemli bir parçası olan özdüzenleyici meslek kuruluşlarının ülkemizdeki karşılığı olan TSPAKB, 2001 yılında kurulmuş ve sektör için önemli faaliyetler yürüten bir kurum haline gelmiştir. TSPAKB'nin faaliyet ve yetki

alanlarının geliştirilmesi sermaye piyasamızın uluslararası normlara uygun olarak işlemesini sağlayacaktır.

Doğrudan doğruya bir sermaye piyasası kurumu olmasa da, sermaye piyasası davalarına ilişkin ihtisas mahkemelerinin kurulması, hem yerli, hem de yabancı yatırımcı nezdinde piyasamıza duyulan güvenin artırılmasında son derece etkili bir mekanizma olacaktır. Özel uzmanlık gerektiren sermaye piyasası suçlarına ilişkin davaların kurulacak ihtisas mahkemelerinde görülmesi, adaletin hızlı ve isabetli şekilde oluşmasını sağlayacaktır.

Örneğin, manipülasyon suçlamasına maruz kalmış bir kişinin yıllarca bu suçtan yargılanarak sonuçta suçsuzluğuna hükmendilmesi veya suçlu bir kişinin yıllarca hak ettiği cezaya çarptırılmadan piyasada faaliyette bulunması sermaye piyasaları ve adalet anlayışı açısından son derece sakıncalı sonuçlar doğurmaktadır.

### ***Teknolojik Altyapının Geliştirilmesi***

Sermaye piyasamızın ve kurumlarının teknolojik altyapısı pek çok gelişmiş ülke ile eşdeğer seviyededir. Menkul kıymet işlemleri, takas, operasyon ve muhasebe işlemleri tamamen elektronik ortamda yapılmaktedir. İMKB'de uzaktan erişim ile yapılan işlemlerin yaygınlaşması ile beraber, bir işlemin emrin verilişinden takasının ve muhasebeleşmesinin gerçekleşmesine kadar, arada hiç müdahaleye gerek kalmaksızın, tamamen elektronik ortamda gerçekleştirilmesine dönük bir sisteme geçişin adımları atılmaktadır.

SPK, İMKB ve TÜBİTAK-BİLTER işbirliği ile yürütülmekte olan Kamuya Aydinlatma Projesi (KAP) çerçevesinde, sermaye piyasalarında işlem gören halka açık şirketlerin ve aracı kuruluşların mali tablolara ilişkin olarak yapacakları periyodik bildirimler ile özel durum açıklamalarının, elektronik ortamda güvenli biçimde kamuya iletilmesi hedeflenmektedir. Projenin hayatı geçirilmesi ile birlikte kamunun aydınlatılmasında ve yatırımcı güveninin pekiştirilmesinde önemli bir aşama kaydedilmesi öngörmektedir. Fakat, Kamuya Aydinlatma Projesinin henüz oluşum aşamasında sisteme bilgi sağlayacak olan kesimlerin de bilgilendirilip, görüşlerinin alınması

sistemin hızlı ve sorunsuz bir şekilde hayatı geçirilmesini sağlayacaktır.

### ***Personel Altyapısının Geliştirilmesi***

Aracı kurum sektörü iyi eğitimli ve genç bir çalışan kitleşine sahiptir. Çalışanların %70'i bir yüksekokrenim kurumundan mezundur ve %75'i 35 yaşın altındadır. Fakat, sektördeki genel daralmaya paralel olarak 2000 yılından itibaren çalışan sayısı sürekli olarak gerilemektedir. 2000 yılı sonunda 8.336 olan toplam personel sayısı 2003 yılı sonunda 6.035'e gerilemiştir. Sektör, üç yılda işgücünün %28'ini kaybetmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun sektör çalışanlarının lisanslanmasına yönelik başlattığı uygulama, çalışan kalitesinin ve mesleki bilgi seviyesinin artırılmasına önemli katkıda bulunmaktadır. Sektör çalışanlarının lisanslanması ve tüm çalışanların sicillerinin tutulması uygulaması, çalışan kalitesinin artırılmasını ve gerektiğinde denetlenmesini sağlayacak, dolayısıyla sunulan hizmet kalitesi ve yatırımcı güveni açısından sektörü daha da ileriye taşıyacaktır.

Aracı kurum sektöründe çalışanların eğitim durumunun ve mesleki bilgi seviyesinin artırılması konusunda gerekli önlemlerin alındığı, fakat sorunun nitelikli iş gücü kaybında olduğu görülmektedir. Aracı kurumlar, faaliyet alanlarındaki daralmayı personel sayısına yansıtımak durumunda kalmışlardır. Yetişmiş ve kalifiye iş gücünün kaybı şu an için olmasa bile, orta vadede sektör için bir sorun haline gelebilecektir.

TSPAKB verilerine göre, sektördeki iş gücü kaybı öncelikle sektörde yeni giren, genç ve tecrübesi görece düşük kesimde olmaktadır. Bu durum, sektörde yeni mezun girişinin olmadığı, ve yeni girenlerin sektörde uzun süreli çalışmamadıkları şeklinde de yorumlanılmaktadır. Dolayısıyla aracı kurumlar istihdam yaratamamakta, orta ve uzun vadede ihtiyaç duyacağı iyi eğitimli, yeni mezun kesim için bir cazibe merkezi olmaktan çıkmaktadır. Bu durumun tersine çevrilmesi için aracı kurum sektörünün büyütülmesi, dolayısıyla sermaye piyasasının büyütülmesi, derinliğin ve enstrüman çeşitliliğinin artırılması gereği bir başka açıdan da ortaya çıkmaktadır.

## SERMAYE PİYASASINDA VERGİ VE TEŞVİKLER

---

Sermaye piyasamızın gelişiminde teşvikler, özellikle piyasanın başlangıç aşamalarında önemli olumlu katkılarda bulunmuştur. Fakat zaman içinde, yaşanan ekonomik kriz dönemlerinin etkisine ek olarak mevcut teşviklerin azaltılması ile sermaye piyasamız sağlıklı bir yapıya kavuşamamıştır. Sağlıklı bir ekonominin vazgeçilmez unsuru olarak görülen sermaye piyasalarının gelişimi için uygulanan teşvik tedbirlerinin başında vergi uygulamaları gelmektedir.

Bilindiği üzere, gelişmekte olan ülkelerin ortak sorunu yatırımların finansmanı için gerekli olan kaynağın sağlanmasıyla karşılaşılan güçlüklerdir. Ekonomik kalkınma için ihtiyaç duyulan bu fonların esas kaynağı ulusal tasarruflardır. Uygun koşulların sağlanması şartıyla dış ekonomilerden temin edilebilecek ilave fonlar, kalkınmanın hızlandırılması açısından önemli rol oynar.

Gelişme sürecindeki ülkelerde tasarrufların yetersizliği yanında ikinci bir sorun da bu birikimlerin ekonomik kalkınmaya hizmet edecek alanlara kanalize edilmesinde yaşanmaktadır. Zira, bir yandan yerleşik alışkanlıklarından vazgeçilememesi, diğer yandan da bu tür ülkelerde yeterli güven ortamının yaratılamaması, birikimlerin üretken olmayan biçimde, örneğin altın, yabancı para gibi araçlarda, hatta çok düşük getirilerle yurt dışı finans kurumlarında tutulmasına neden olabilmektedir.

Bu nedenlerledir ki, bugün, gelişme sürecini tamamlamış, ya da halen bu süreçte olan ülkelerin hemen hepsinde sermaye piyasası düzenlemeleri tasarrufların ulusal kalkınmaya hizmet edecek biçimde menkul kıymetlere yatırılmasını özendirici hükümler taşımaktadır.

Serbest piyasa ekonomilerinde Anonim Şirketler ekonomik kalkınmanın temel kurumunu, bu kurumların çökmiş olduğu ortaklık ve borçlanma senetleri de tasarrufların değerlendirilmesi ve toplumun

refahının yükseltilmesinin başta gelen finansal enstrümanlarını oluşturmaktadır.

Gerçekten de, sermaye piyasası bir yandan reel sektörde fon aktarırken, ayrıca, mülkiyetin toplumun çeşitli katmanları arasında yayılmasına ve böylece de sosyal barışın sağlanmasına önemli katkıda bulunmaktadır. Bu da, Sermaye Piyasası Kanunumuzun 1'inci maddesinde ifadesini bulan "Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılması..." anlamına gelmektedir.

Ülkemizde gerçek anlamda sermaye piyasası, 1980'li yıllarla birlikte başlatılan hukuki alt yapı düzenlemelerinin ardından, 1986 yılında İMKB'nin kurulmasıyla oluşturulmuş; söz konusu piyasa, aradan geçen yaklaşık 20 yıllık bir süreçte, ulusal ekonomimize 23 milyar dolar civarında kaynak aktarmayı başarmıştır.

Kuşkusuz bu miktar, Türkiye gibi, önemli bir potansiyele sahip ülke için yeterli sayılamaz. Zira, elimizde kesin veriler olmamakla birlikte, yaygın kanya göre, ülkemde 80 milyar ABD Doları değerinde altının tasarruf amaçlı olarak ziynet eşyası biçiminde muhafaza edildiği, eşdeğer miktardaki tasarrufların da güven eksikliği nedeniyle yurt dışı finans kurumlarında açılmış olan hesaplarda tutulduğu düşünülmektedir. Bu miktarlara yurtdışında çalışan vatandaşlarımızın ilgili ülkelerde tuttuğu kayda değer birikimin de dahil edilmesi gereklidir.

Çoğu uzun vadeli yaklaşımla plase edilmiş olan bu birikimlerin, uygun koşullar sağlanmak kaydıyla, sınırlı bir bölümünün dahi olsa sermaye piyasası araçlarına yöneltilebilmesi durumunda, ülkemizin kaynak sorununun çözümünde büyük katkı sağlayacağı kuşkusuzdur.

"Uygun koşulların sağlanması" deyimiyle amaçlanan, yukarıda da değinildiği gibi, öncelikle "güven" ortamının yaratılmasıdır. Bu da, yapılan yasal düzenlemelerin adil olması, sık sık değiştirilmemesi, geriye dönük uygulamalardan kaçınılması, şeffaflık, yatırımcı haklarının korunması gibi evrensel kabul görmüş ilkelerin egemen kilinması anlamına gelmektedir.

İkinci temel unsur, vergi uygulamalarıdır. Çok iyi bilindiği gibi, verginin birincil amacı devlet harcamalarını finanse etmek olmakla birlikte, bunlar kadar önemli diğer bir fonksiyonu da sosyal ve ekonomik hedeflere ulaşmada etkin bir araç olarak kullanılmasıdır.

Bu çerçevede, ekonomik kalkınmadaki işlevi göz önünde tutulduğunda, sermaye piyasasının geliştirilmesi için vergisel teşvikler, tek başına yeterli olmamakla birlikte, büyük önem arz etmektedir. Nitekim, en gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ABD'de bile, ekonominin canlandırılması amacıyla temettülerin 10 yıl süreyle beyan dışı tutulmasına ilişkin 2003 yılında yapılan düzenleme son derece dikkat çekici ve ülkemiz açısından örnek alınması gereken bir uygulamadır.

Aslında, ülkemiz vergi düzenlemelerinde sermaye piyasalarına dönük önemli vergi teşviklerinin var olduğu yadsınamaz. Ancak, bu teşviklerin amaca yeterince hizmet etmediği de bilinmektedir.

Görüşümüze göre, sağlanacak vergi teşviklerinin ve konuya ilişkin düzenlemelerin;

- Ekonomik program hedefleriyle tam bir uyum içinde bulunması,
  - Teşvik derecelerinin konular ve enstrümanlar itibariyle isabetli biçimde saptanması,
  - Mükellef yönünden basit ve anlaşılabilir, İdare açısından da denetlenebilir olması,
  - Yatırımcıların vergi planlamalarını sağlıklı ve güvenli şekilde yapabilmelerini mümkün kılmacı,
  - Çeşitli sermaye piyasası araçlarının hayatıyetlerini sürdürmesine olanak sağlamaşı,
  - Kısa süreli ve sık sık değişikliği gerektirecek nitelikte olmaması,
  - Kazanılmış hakları zedeleyecek uygulamalardan titizlikle kaçınılması,
- gerekmektedir.

Unutmamak gereki ki; benimsemiş bulduğumuz serbest piyasa ekonomisi modelinde, ağırlıklı olarak KOBİ'lerden oluşan girişimcilerimizin ihtiyaç duyduğu uzun vadeli kaynağı sağlama gibi son derece önemli işleve sahip sermaye piyasasının gelişmesi, her seyden önce;

- Büyüme hızının arttırılmasında,
- İstihdam sorunun çözümünde,
- Özelleştirme hamlelerinin başarıya ulaştırılmasında,
- Kamunun borçlanma sorununun çözümünde önemli rol oynayacaktır.

Bu bölümde, sermaye piyasasının mevcut vergi yükümlülükleri ile, piyasanın arz ve talep yönünün geliştirilmesi için dünya uygulamalarına da paralel olarak vergilendirme rejiminde yapılması gereken değişiklikler ele alınmış, öneriler geliştirilmiştir.

## **GENEL VERGİLEME SİSTEMİ**

Vergilendirmede en önemli unsur güven ve istikrardır. Çok sık değişen vergi mevzuatı gerek yerli gerekse yabancı yatırımcılar açısından sermaye piyasasına olan güveni zedelemeye, yatırım tercihlerinin suni olarak değişimine yol açmaktadır. Verginin yatırım kararlarında belirsizlik yaratan bir faktör olmaktan çıkarılmasına yönelik mekanizmaların vergi sistemi içerisinde yer alması gereklidir. Bu amaçla kurulacak vergileme sistemi hem enflasyondan arındırılmış gerçek geliri vergilendirmeli hem de yatırımcı kararlarını, aynı türden yatırım araçlarının herhangi biri lehine veya aleyhine yöneltmemelidir. Bu nedenle, sermaye piyasası araçlarının karakteristik özelliklerini ve yatırımcı tercihlerini dikkate alan, sermaye piyasasının gelişmesine yönelik düzenlemeler içeren bir vergi yapısına gerek bulunmaktadır.

Sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesinde “menkul sermaye iratları” için beyan sınırının aşılması durumunda tüm gelirin vergiye tabi olması, “değer artış kazançları” için istisna tutarını aşan kısmın vergilenmesi, aynı karakterdeki gelirlerin farklı vergi yüküne tabi olmasına yol açmaktadır. Bu nedenle, değer artış kazancı olarak yapılan vergilendirmelerde uygulanan beyan sınırına ilişkin istisna, menkul sermaye iratları için de getirilmeli ve mevcut beyan sınırı artırılmalıdır.

Dar mükelleflere avantaj sağlayan vergileme uygulamalarının, tam mükelleflere de sağlanması suretiyle yerli sermayenin yurt dışına

çıkışının önlenmesi ve tarhiyat sorumluluğunun sınırlanmasına ilişkin düzenleme yapılmalıdır.

## **HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLAR VE HİSSE SENETLERİ**

Bugünkü vergi mevzuatımıza göre, halka açık ortaklıkların kurum kazançları üzerindeki vergi yükü ile halka açık olmayan ortaklıkların kurum kazançları üzerindeki vergi yükü arasında herhangi bir fark bulunmamaktadır. Halen, ülkemizin 500 büyük sanayi kuruluşu içinde yer alan şirketlerin çok büyük bir bölümünün İMKB'de işlem görmediği dikkate alındığında, vergi teşviklerinin sağlanması, bu şirketlerin piyasaya çekilebilmesi için zorunlu olmaktadır.

Gerçekten de, sermaye piyasasının reel sektörle fon aktarım görevini yerine getirebilmesi ve derin bir piyasa oluşumunun sağlanarak manipülatif işlemlerin önüne geçilebilmesi, halka açık şirket sayısı ve halka açıklık oranları ile çok yakın bir ilişki içinde bulunduğuundan, bu noktada getirilecek vergi teşviki yoluyla üstlenilen maliyetin, sağlanacak yararın yanında son derece象征ik kalacağı düşünülmektedir. Bu nedenle, geçmiş yıllarda olduğu gibi, Kurumlar Vergisi oranının halka açıklık düzeyine bağlı olarak indirilmesi halka açılması teşvik edecek ve sermaye piyasasının istenen derinliğe ve verimli çalışma ortamına kavuşmasına yardımcı olacaktır.

Temettü gelirlerinin vergilendirilmesine ilişkin olarak; halka açık anonim ortaklıklarca gerçek kişi ortaklara dağıtılan temettüler üzerinden stopaj yapılması, uzun vadeli hisse senedi yatırıminın tek amacı olan temettü gelirlerinin azalmasına, sonuç itibarıyle de hisse senetlerine olan ilginin düşmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla halka açık ortaklıkların dağıtanları temettülerde stopaj oranı sıfır olarak belirlenmelidir.

Üç aydan kısa sürede elden çıkarılan hisse senedi maliyet bedellerinin TEFE endekslemesiyle artırılması pratik zorluklar içermektedir. Öte yandan, sermaye piyasamızın gelişmişlik düzeyi, diğer gelişmekte olan ülkelerin uygulamaları, ülkemizin ard arda yaşadığı krizler ve bu krizlerde en büyük zararı hisse senedi yatırımcılarının görmüş olması

hususları dikkate alınarak, bireysel yatırımcıların borsada işlem gören hisse senetlerinden elde ettiği alım satım kazançları, elde bulundurma süresi şartına bağlı olmaksızın en az 10 yıl süreyle vergiden istisna edilmelidir.

Halka açılmalardır şirketlerin düşük maliyetli finansman temini açısından önemlidir. Ülkemizin yaşadığı krizin, şirketlerin mali yapısına etkisi de dikkate alındığında, düşük maliyetli kaynak teminin önemi ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında, sermaye piyasalarının gelişimini tamamlaması için halka açılmalardır özendirilmesi ve bu çerçevede halka arz maliyetlerinin düşürülmesi önem taşımaktadır.

Sermaye artırımı suretiyle yapılan halka açılmalarda, nominal değerin üzerinde elde edilen satış hasılatı (TTK madde 466 uyarınca kanuni yedek akçelere ilave edilen emisyon primleri) Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK)'nın (8/5) maddesine göre, Kurumlar Vergisinden istisna olup, istisna olan bu kazanç üzerinden 31.12.2003 tarihine kadar KVK geçici madde (28/a) uyarınca GVK madde (94/6-b-ii) kapsamında Gelir Vergisi tevkifatı da yapılmamıştır. Sermaye artırımları yoluyla halka açılmayı özendirmek amacıyla emisyon primleri herhangi bir süreyle sınırlı olmaksızın vergi dışında bırakılmalıdır.

## KURUMSAL YATIRIMCILAR

Sermaye piyasasının en önemli sorunlarından birinin kurumsal yatırımcı eksikliği olduğu yukarıda belirtilmiştir. Bireysel emeklilik sisteminin bu eksikliğin giderilmesinde önemli rol oynayacağına inanılmaktadır. Ancak, bu sisteme dahil olacak kişilerin çoğunlukla orta ve üst düzey gelir grubuna sahip kişilerden oluşacağı ve katkı paylarının belirli bölümünün işverenlerce karşılanabileceği dikkate alındığında, matrahın indirilebilecek tutar olarak belirlenen miktarın son derece yetersiz olduğu sonucuna varılmakta, bu teşvikle sistemin başarılı olacağından ciddi endişe duyulmaktadır. Bu nedenle de söz konusu indirim tutarı asgari ücretin dört katı olarak belirlenmelidir.

Yatırım fonu katılma belgesi sahiplerinin yatırım tutarları incelendiğinde, A tipi fonların %89'unu, B tipi fonların ise %77'sini

beş milyar liraya kadar olan portföylerin oluşturduğu görülmektedir. Yatırım fonlarının, özellikle küçük tasarrufların sermaye piyasasına kanalize edilmesinde ve halkın menkul kıymetlere yatırım yaparak ekonomik kalkınmaya yaygın bir şekilde katılımında önemli rol oynadığı verilerle de ortadadır. Bu sebeple, bireysel yatırımcıların yatırım fonu katılma belgelerinden elde ettikleri kar paylarının süresiz olarak vergi dışı kalmasını sağlayıcı düzenleme yapılmalıdır.

Portföyün en az %25'i hisse senetlerinden oluşan ve katılma belgelerinin en az %25'i bir gerçek ya da tüzel kişiye ait olan ve katılma belgelerinin en az %51'i halka arz edilmiş bulunan yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançlarının hem gelir vergisinden hem de kurumlar vergisinden istisna edilmesi kayıtlısına ve yurtdışına, diğer bir deyimle vergi cennetlerine kaçan tasarrufların ülkemize çekilmesi ve kayıt içine alınması açısından son derece önemlidir. Bu yatırım fonları %10 oranını geçmeyecek şekilde stopaja tabi tutularak nihai vergileme yapılmalıdır.

Yatırım fonları, kuruluş ve tutar artırımı işlemleri sırasında fon içtüzüklerinde yer alan fon tutarları üzerinden binde 7,5 oranında bir damga vergisi ödemektedirler. Fon tutarlarının oldukça yüksek olduğu dikkate alındığında, ödenen bu vergi, önemli bir masraf kalemi olarak karşımıza çökülmektedir.

Damga Vergisi Kanunu'nun Mükerrer 30'uncu maddesinde, Bakanlar Kurulu'nun Sermaye Piyasası Kanunu'nun uygulanması ile ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulu'ca düzenlenmesi öngörülen kağıtların tabi olduğu damga vergisi oranını "0'a kadar indirmeye yetkili olduğu ifade edilmiştir. Bunun yanı sıra bireysel emeklilik sistemine ilişkin olarak yapılan vergi düzenlemeleri kapsamında, kurulacak olan emeklilik yatırım fonları için damga vergisinden muafiyet getirilmiştir.

Bu çerçevede, yatırım fonlarının kuruluş ve tutar artırımı işlemleri sırasında, Kurul tarafından düzenlenmesi öngörülen fon içtüzüğünde yer alan fon tutarlarına uygulanacak olan damga vergisi oranı %0 olarak belirlenmelidir.

Uzun vadeli kamu borçlanma araçlarını portföyüne alan yatırım fonlarını teşvik etmek için, portföyünün en az %80'i, ortalama vadesi

en az bir yıl olan kamu borçlanma araçlarından oluşacak yeni bir fon türü olan "Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Fonu" için A Tipi Fonlar gibi gelir vergisi stopajının %0 olarak belirlenmesi uygun olacaktır. Özellikle, uzun vadeli araçlara yatırım yapacak bu fon türünün ek riskler içereceği dikkate alındığında, yatırımcılar tarafından tercih edilebilmesi için vergi avantajı sağlanmasının zorunlu olduğu sonucuna ulaşımaktadır.

Vergi mevzuatımız yatırım fonunun gelirleri üzerinden yapılan stopajın fonun nihai vergisi olarak benimsemiştir. Kurumlar Vergisi Kanununun 8'inci maddesinin 4 numaralı bendinde, fon gelirleri üzerinden Gelir Vergisi Kanununun 94'üncü maddesine göre yapılan stopajın aynı maddenin 6-a bendine göre yapılan stopajdan mahsup edilebileceği, mahsup edilemeyen vergilerin hiçbir şekilde fona iade edilmeyeceği belirtilmiştir.

Bu düzenleme, GVK Madde 94/6-a'ya göre yapılan stopajın aslında fonun kendi vergisi olarak değerlendirildiğini ortaya koymaktadır. Halbuki yatırım fonları her ne kadar kurumlar vergisi uygulamasında sermaye şirketi olarak değerlendirilseler de diğer yatırım araçları üzerine inşa edilen kollektif yatırım aracı niteliğindedirler. Dolayısıyla yatırım fonlarını bağımsız bir gelir yaratan kurum olarak düşünmemek gerektiğinden, mahsup edilmeyen stopajlar fona iade edilmelidir.

Bilindiği gibi, ülkemizde yatırım fonlarının çok büyük bölümü B tipi olup, gelirleri üzerinden %10 oranında stopaj ödenmekte, A tipi fonlarda da repo şeklinde değerlendirilen bölüm için söz konusu oran %22 olarak uygulanmaktadır ve bu vergilerin iade veya mahsubuna imkan verilmemektedir. Dolayısıyla, bireyler mevcut sınırlar içinde doğrudan Hazine Bonosu ve Devlet Tahviline yatırım yapma alternatifini yerine fonlara yatırım yapmak suretiyle devlete ciddi boyutta vergi ödemektedirler. Bu durumda, bir yandan vergi geliri elde edilmesi diğer yandan da Hazine'nin daha uzun vade ve daha uygun koşullarda borçlanabilmesine imkan sağlayan yatırım fonlarının teşvik edilmesinde büyük yarar bulunduğu açıklıdır.

Geçmiş yıllarda sermaye piyasası mevzuatında A tipi fon tanımı için belirlenmiş olan, fon portföyünün %51'inin Türkiye'de kurulmuş

şirketlerin hisselerinden oluşması zorunluluğu, uygulama imkanı bulmaması nedeniyle kaldırılmıştır. Söz konusu dönemde vergi mevzuatına giren bu oranın sermaye piyasası mevzuatında halen %25 olarak uygulandığı dikkate alınarak ve nakitlerini bu türden fonlarda değerlendirmek isteyen kurumların risklerini asgari düzeyde tutma isteklerinin bir sonucu olarak, söz konusu oranın %25'e indirilmesi ve böylece katılma belgelerinin alış bedeliyle değerlendirilebilmesi uygun olacak, bu suretle fonlara olan kurumsal talep de artacaktır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyleri için yapılan gayrimenkul alım ve satım işlemleri, halen %18 oranında katma değer vergisine tabidir. Portföyün uzun vadeli yönetilmesinin esas olduğu bu ortaklıklar, ödedikleri katma değer vergisini portföylerindeki gayrimenkuller satışa konu oluncaya kadar mahsup edememekte, bu nedenle ilave bir finansman yüküne katlanmak zorunda kalmaktadır. Ayrıca bu ortaklıklar, tüm alım satım işlemlerini ekspertiz şirketleri tarafından belirlenen piyasa değerleri üzerinden gerçekleştirmektedir. Buna bağlı olarak tapu harçları da önemli bir maliyet haline gelebilmektedir.

Bu amaçla; gayrimenkul yatırımlarının teşvik edilebilmesi, bu ortaklıkların ülke ekonomisine katkılarının artırılması ve hedeflenen yatırım projelerinin daha verimli bir şekilde hayatı geçirilebilmesini teminen bu ortaklıklar için;

- Katma değer vergisi oranının konut yapı kooperatiflerinde olduğu gibi 1 sayılı liste içinde değerlendirilerek %1 olarak uygulanmasının,
- Tapu harcı oranının daha düşük oranda uygulanmasının, sektör için yararlı olacağı düşünülmektedir.

Enflasyonun ve genel dengelerin düzelmeye başlaması, geçmişte yeterince ilgi çekmeyen ve fakat ölçek sıkıntısı içindeki Türk işletmeleri için hayatı önemde bulunan Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (RSYO) modelini öne çıkarabilecektir.

Bu amaçla, şirketlere hem sermaye hem de yönetim ve pazarlama becerisi sağlayacak, yani elini taşın altına koyacak olan bu fon ve ortaklıkların özendirilmesi ve,

- RSYO'dan kar payı elde eden kurumların iştirak kazancı istisnasından yararlanırılması,
- Türk sermaye piyasalarına yatırım yapan yatırımcıların ellerindeki RSYO hisse senetlerinin alım-satımdan doğan değer artış kazançlarının vergileme dışında tutulması,
- RSYO'nın bazı iştiraklerindeki zararlarının, karlı iştiraklerindeki kurum kazancının tespitinde dikkate alınması, gerekmektedir.

## ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI

Finansal ürünlerin çeşitlendirilmesi, sermaye piyasasından değişik araçlarla fon temin edilmesi Hükümet programında da yer alan bir husus olup, bu çeşitliliği sağlamak için borçlanma araçları ihracının üzerindeki vergisel yüklerin devlet iç borçlanma senetleri ile rekabet edebilecek şekilde düzenlenmesi gerekmektedir. Bu nedenle %10 oranındaki stopajın sıfıra indirilmesi, binde 6 oranındaki Damga Vergisinin kaldırılması, beyan yükümlülüğünün devlet iç borçlanma senetlerinde olduğu gibi düzenlenmesi, ihracı şirketlerin finansman giderlerinin tamamını gider olarak yazabilmelerine imkan sağlanması özel sektörün de doğrudan sermaye piyasalarından borçlanmasına olanak verecek, işlevselligi artan bir sermaye piyasası yaratılmış olacaktır.

## DİĞER HUSUSLAR

Sermaye piyasasında işlem maliyetlerini düşürmek amacıyla, BSMV'nin kaldırılması ve finansal hizmetlerin KDV'den müstesna tutulması uygulamasına gidilerek AB mevzuati ile uyum sağlanmalıdır. Ancak, söz konusu kanun değişikliği gerçekleştirilene kadar Bakanlar Kurulu 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu'nun 33'üncü maddesinde yer alan yetkisini kullanarak BSMV oranını %1'e indirmelidir. Bu yöntemle elde edilecek ilave gelir, ticari kazancı ve dolayısıyla kurumlar ve gelir vergisi matrahlarını artıracağından devletin gelir kaybı söz konusu olmayacağından.

Ülkemizde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin kurularak teşkilatlanma çalışmalarını yürüttüğü ve yakın gelecekte uygulamaya

geçileceği dikkate alınarak, vadeli işlemlere ilişkin vergileme rejimi sermaye piyasasını geliştirici ve teşvik edici tarzda, açık ve anlaşılır şekilde düzenlenmelidir.

Vergi teşvikleri, konsolide bütçe vergi gelirlerini azaltmayacağı gibi ekonomimizin bütünü içerisinde ele alındığında, sermaye piyasasının reel sektörde finansman kaynağı olarak sağlayacağı tutarlar, ekonomik aktiviteyi olumlu şekilde etkileyerek pozitif katkı sağlayacaktır. Bunun neticesinde kurumlar vergisi, gelir vergisi ve katma değer vergisi tahsilatlarında sağlanabilecek artış, vergi teşviklerinden kaynaklanabilecek olası kayıpları fazlaıyla telafi edebilecektir.

## **SONUÇ VE DEĞERLENDİRME**

---

Sermaye piyasasının gelişiminin ülke kalkınmasına katkıları, ekonomik büyümeyen hızlandırılması, kaynakların verimli alanlarda değerlendirilmesi, tasarrufcuların birikimlerini şeffaf ve güvenli bir ortamda değerlendirmelerine olanak sağlaması, sermayenin tabana yayılması, kayıtlı ekonominin azaltılması, uzun vadeli yatırım ve fonlama imkanlarının artırılması, geleceğe ilişkin tahmin ve öngörülerin daha tutarlı hale gelmesi, ekonominin risklerinin ve kırılganlığının azalması şeklinde sıralanabilir.

Ülkemizde 2000'li yıllara kadar hızlı bir gelişim gösteren sermaye piyasamız, reel sektörde 23 milyar \$ civarında kaynak aktarımına aracılık ederek esas işlevini önemli ölçüde yerine getirebildiğini ispatlamıştır. Fakat, 2000 yılından itibaren, özellikle makroekonomik alandaki olumsuz gelişmelerin etkisiyle, piyasamız daralma sürecine girmiştir.

Sürecin tersine çevrilmesi ve uzun vadeli fon kaynaklarının yeniden ülke ekonomisine kazandırılması için geliştirilen öneriler; talep yönlü, arz yönlü ve altyapının geliştirilmesine yönelik olarak üç ana başlık altında toplanmıştır.

Menkul kıymet talebinin artırılması için bireysel ve kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesi gerekmektedir. Tasarrufların sermaye piyasasına yönlendirilmesine dönük olarak yatırımcı bilgilendirmesi hayatı önem taşımaktadır. Bunun için Ulusal Bilgilendirme Kampanyası düzenlenerek toplumun her kesiminin sermaye piyasası konusunda asgari bilgiye sahip olması hedeflenmelidir. Bunun haricinde, üniversitelerden başlayıp lise seviyesine de yayılacak bir şekilde kişisel tasarrufların değerlendirilmesine dönük bilgilendirme programları, seminerleri ve eğitim filmleri hazırlanabilir. Böylece gelecek nesillerde de tasarrufların verimli değerlendirilmesi doğrultusunda bir bilinc oluşması sağlanacaktır.

Yatırımcı güvenini pekiştirmeye yönelik öneriler ise, kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaştırılması, tüm menkul kıymetlerin kaydi

sistemde takip edilmesi, imtiyaz sözleşmesi veya faaliyet lisansları iptal edilen şirket veya bankaların hisse senetlerine sahip küçük yatırımcıların gelecekte benzer sorunlarla karşılaşmamaları için gerekli düzenlemelerin yapılması, ihtisas mahkemeleri kurulması ve vergi sisteminde revizyon ihtiyacı olarak sıralanmaktadır.

Kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesi için öneriler, vergi düzenlemelerinin gözden geçirilmesi, kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaştırılması, yeni kurumsal yatırımcı türlerinin kuruluşuna ilişkin düzenlemeler yapılması, yatırım aracı çeşitliliğinin artırılması, kamu fonlarının belli bir kısmının kurumsal yatırımcılar aracılığıyla değerlendirilmesi olarak özetlenmektedir.

Menkul kıymet arzının artırılabilmesi için halka açılmaların teşvik edilmesi, özel sektör borçlanma senetleri ihracının önündeki vergisel ve mevzuata dayalı engellerin kaldırılması, vadeli işlem ürünlerinin bir an önce hayatı geçirilmesine yönelik öneriler geliştirilmiştir.

Sermaye piyasası altyapısının geliştirilmesi doğrultusunda; yeni sermaye piyasası araçlarının hayatı geçirilmesine yönelik düzenlemelerin yapılması, Merkezi Kayıt Kuruluşu ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın bir an önce faaliyete geçmesi, yerli derecelendirme kuruluşlarının oluşturulması, İMKB'nin özerkleşmesi, ayrı bir KOBİ borsasının yalnızca orta ölçekli şirketlere değil, tüm şirketlere hizmet veren ulusal niteliğe sahip bir Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa şeklinde gerçekleştirilmesi gereği, TSPAKB'nın yetki alanlarının genişletilmesi ve ihtisas mahkemeleri kurulmasına dair öneriler sunulmuştur.

Teknolojik altyapı ihtiyacında önemli bir sorun görülmemekle birlikte, zaman içinde bir sermaye piyasası emrinin verilişinden takas ve muhasebesinin gerçekleşmesine kadar, arada müdahaleye gerek olmaksızın, tüm işlemlerin elektronik ortamda yapılabilmesinin hedeflenmesi gereği vurgulanmıştır.

İnsan kaynağı olarak sektörün eğitimli, genç ve nitelikli işgücüne sahip olduğu, fakat istihdam olanaklarının piyasa koşullarına bağlı olarak daralmakta olduğu tespit edilmiştir. Sektörün yeniden istihdam

yaratır hale getirilmesi için sermaye piyasasının büyütülmesi gerekliliği bu açıdan da ortaya çıkmaktadır.

Sermaye piyasası ile ilgili vergi rejimimizin karmaşık bir yapıya sahip olduğu, sık sık değişikliğe uğrayarak yatırımcı güvenini azalttığı, benzer nitelikteki araçların farklı şekillerde vergilendirildiği, özellikle vadeli işlemlerin vergilendirilmesine yönelik düzenlemelerin bulunmadığı, kısaca vergi sisteminin sermaye piyasası yatırımlarını teşvik etmekten uzak olduğu vurgulanmıştır. Sistemin iyileştirilmesine yönelik öneriler detaylı olarak sunulmuştur.

Sonuç olarak, yatırımların sermaye piyasasına yönlendirilmesine, piyasamızın derinlik ve genişliğinin geliştirilmesine yönelik yapılması gerekenler ortaya konulmuştur. Sermaye piyasası ile ilgili iyileştirme ve düzenlemelerin piyasanın bütünü dikkate alınarak, ve ekonomik aktiviteye katkısı göz önünde bulundurularak yapılması büyük önem arz etmektedir. Bu ilkeler göz önünde tutularak yapılacak olan düzenlemeler, gelişmiş bir altyapıya sahip olan sektörümüzde hızla verimli sonuçlar alınmasını sağlayacaktır.





**Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği**  
**Büyükdere Caddesi No:173**  
**1. Levent Plaza A Blok Kat:4**  
**1. Levent 34394 İSTANBUL**  
**Telefon: 212-280 85 67**  
**Faks: 212-280 85 89**  
**Internet sitesi: [www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr)**  
**e-posta: [tspakb@tspakb.org.tr](mailto:tspakb@tspakb.org.tr)**