# Kamu Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasası Aracılığıyla Finansmanı

**(26 Aralık 2006, Ankara)**

**T. Metin Ayışık**
**Başkan, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği**

Sayın Başkan,
Değerli katılımcılar;

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği adına hepinizi saygıyla selamlarım.

Konuşmama böyle bir toplantıyı organize ettiği için Sermaye Piyasası Kurulu'na teşekkür ederek başlamak istiyorum.

Bildiğiniz gibi kamu yatırım ödeneklerinin kullanımında etkinliğin ve verimliliğin artırılması devletin öncelikli hedefleri arasındadır. Kamu kaynaklarının kısıtlı olduğu da göz önünde bulundurulduğunda, kamu altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesinde özel sektör katılımını içeren modellerden azami oranda yararlanılması bir öncelik olmaktadır.

İşte bu noktada sermaye piyasası kurumları olarak bize de önemli görevler düşmektedir. Hem kamu altyapı yatırımlarının finansmanına aracılık ederek ülkemize hizmet ederek kendi günlük yaşamımızı kolaylaştırırken bir yandan da piyasamızdaki ürün çeşitliliğini artırmış olacağız.

Ben, konuyu ana hatlarıyla ve "sermaye piyasasında aracılık" eksenine oturtarak irdelemeye çalışacağım. Bugün geldiğimiz noktada, sermaye piyasamızın etkinliğini artırmak ve sermaye piyasası kurumlarının gelir yapılarını güçlendirmek için, yeni piyasaların ve yeni ürünlerin geliştirilmesine son derece ihtiyaç var.

Birlik olarak da çalışmalarımızı bu yönde yoğunlaştırmaktayız. Sermaye piyasamızın ve aracılık sektörünün sadece hisse senedi ve devlet tahvili işlemlerine dayalı yapıdan çıkmasının, piyasadaki tüm kurumların yararına olacağını düşünüyoruz.

Hizmet ve ürün çeşitliliğinin artırılması, sermaye piyasası kurumlarımızın etkinliğini yükseltecek, diğer yandan sermaye piyasalarına yeni yatırımcı girişini de hızlandıracaktır. Bu noktadan hareketle, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği olarak, "kamu altyapı yatırımlarının finansmanı"nda sermaye piyasasının kullanılmasını önemsiyoruz ve bu konudaki çalışmalara her türlü desteği vermeye hazırız.

Aracı kurumlarımızın 2006 yılının ilk 9 ayındaki gelir yapısına baktığımızda şöyle bir tablo çıkıyor karşımıza: Öncelikle toplam gelirlerin %57'sini hisse senedi komisyon gelirleri oluşturuyor. İkinci sırada, yatırım fonu ve portföy yönetimi faaliyetlerinden elde edilen gelirler gelmekte Toplam gelirlere olan katkısı ise %16. Kredili işlemlerden elde edilen faiz gelirlerinin payı %10 ve kurumsal finansman gelirlerinin payı ise %6. Sabit getirili menkul kıymetlerin alım satımından elde edilen komisyon gelirleri, toplamın sadece %1,1'i.

Henüz yeni olan vadeli işlemler borsasından elde edilen gelirlerde %1 civarında. Ancak bu piyasanın 2005'te gelirlerde çok az yer tuttuğunu, ama 2006'da işlem hacminin geçen seneye göre yılın ilk 9 ayında %1000'e yakın arttığını da belirtmek istiyorum.

Bu yıl diğer önemli bir artış da kurumsal finansman gelirlerinde yaşanmış, gelirler geçen seneye göre iki misli artmış durumda.

Böyle bir gelir yapısı içinde sermaye piyasamızda farklı araçlara, farklı yöntemlere ihtiyaç duyulduğu ortada. İşte bu noktada, kamu altyapı yatırımlarının finansmanında, menkul kıymetleştirme uygulamaları olumlu bir seçenek olarak karşımıza çıkıyor.

Türkiye'de, başta belediyeler olmak üzere, kamu idarelerinin son yıllarda gerçekleştirdiği başarılı projelerin menkul kıymetleştirmesi gerçekleştirilebilmiş olsaydı, bugün aracı kurumlarımız açısından farklı bir gelir yapısından bahsediyor olabilirdik.

Birliğimizin gelişmekte olan piyasalar üzerinde yaptığı araştırmalarda ekonomide istikrar ile enflasyonda kalıcı olarak düşüş sağlandıktan sonra bu ülkelerde yeni ürünler ve piyasalarda özelliklede vadeli işlemler ile kurumsal finansman işlemlerinde çok önemli artışlar yaşandığını görüyoruz.

Aslında bu tür projelerin menkul kıymetleştirmesi bizlere, piyasamıza çok uzak kavramlar değil. Örneğin, gazetelerin "tarihte bugün" sayfalarına şöyle bir göz attığımızda 7 Ocak 1985 tarihli gazetelerde, o gün satışa çıkarılan Keban Barajı gelir ortaklığı senetlerinin tamamının bir gün içinde satıldığı, günün ilk saatlerinde bile yurtiçi ve yurtdışından önemli düzeyde talep geldiğini görüyoruz.

Burada hemen değerlendirilmesi gereken konu, bu kadar ilgi görebilecek, hatta toplam menkul kıymet ihraçları içinde önemli bir yer tutabilecek Gelir Ortaklığı Senetleri gibi, menkul kıymetlerin ikincil piyasa işlemlerinin ne şekilde yürütüleceği ve nasıl bir piyasada işlem göreceği.

Bilindiği üzere sermaye piyasasında menkul kıymetlerin ilk kez satıldığı birincil piyasa ile daha sonraki alım satımların yapıldığı ikincil piyasa arasında çok güçlü bir iletişim ve ilişki var. İkincil piyasa yeterince gelişmemişse birincil piyasayı istenen düzeye getirmek çok güç. Bu nedenle ülkemizde, kamu projelerinin veya yatırımlarının menkul kıymetleştirilmesi gündeme geldiğinde ikincil piyasanın önemi unutulmamalı ve bu menkul kıymetlerin işlem göreceği piyasa dikkatle düzenlenmelidir.

Türkiye'de kamu idarelerinin gerek bitmiş ve gelir getiren, gerekse henüz başlangıç aşamasında olan ve ileride gelir getirmesi beklenen projelerinin menkul kıymetleştirilmesi durumunda, bunların özenle oluşturulan ve kamunun yeterince aydınlatıldığı şeffaf bir ikincil piyasada talep göreceğini tahmin ediyoruz.

Bu menkul kıymetler, mevcut borsamızda ya da gelişme potansiyeli taşıyan şirketlere yönelik tasarlanan ve kuruluş çalışmaları tamamlanmak üzere olan Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş.de açılacak bir pazarda rahatlıkla işlem görebilir.

Nitekim, 14 Şubat 1986 tarihinde İMKB, gelir ortaklığı senetlerinin borsada işlem görmesini kararlaştırmış ve 18 Şubat 1986 tarihinde de ilk defa Keban ve Keban-Oymapınar senetleri kot dışı pazarda işlem görmüştür.

Az önce de belirttiğim gibi, tüm bu öneriler değerlendirilirken, sermaye piyasasında kamunun, yani ilgili tüm kişilerin menkul kıymetleştirilen her türlü varlığa dair "bilgi"ye anında ulaşması, bu bilgilerin şeffaf ve anlaşılır olması gerektiğinin vurgulanmasında fayda var.

Diğer yandan, kamu altyapı yatırımlarına veya bunların gelirlerine dayanarak ihraç edilecek menkul kıymetlerin ikincil piyasasının tam, güvenilir ve sağlıklı çalışabilmesi önemlidir. Bunun

için de, söz konusu yatırımların ve gelir projeksiyonlarının sağlıklı bir şekilde değerlenmesi ön plana çıkmaktadır.

Günümüzde, sermaye piyasalarında standartlaştırılmış ve sıkı kurallara bağlanmış değerleme ve muhasebe ilkelerinin uygulanması ile gerekli güven ortamının oluşacağı düşünülmektedir.

Benzer şekilde, menkul kıymetleştirme yoluna gidecek kamu idarelerinin derecelendirme kuruluşlarından alacakları notlar da, bu menkul kıymetlerin satışlarını etkileyecektir. Özellikle uluslararası piyasalarda yapılacak satışları için derecelendirme faaliyetleri ön plana çıkacaktır.

Ana unsurlarına kısaca değinmeye çalıştığım sağlıklı bir ikincil piyasanın baştan oluşturulması durumunda, kamu altyapı yatırımlarının sermaye piyasası kullanılarak finanse edilebileceğini düşünüyorum. Bu bir yandan "kamu finansmanında" büyük kolaylıklar sağlarken diğer yandan da "sermaye piyasamızı" güçlendirecek ve bu piyasada aracılık rolü üstlenen tüm kurumları sağlamlaştıracaktır.

Uzun yıllardan sonra ilk defa bu yıl iki özel şirket tahvili ihraç edildi. Bu güzel gelişmenin ışığında yerel yönetimlerin ihraç edeceği menkul kıymetler de yatırımcılar için alternatif bir yatırım olanağı sunacaktır.

Uluslararası piyasalara baktığımızda, Londra Borsası ana pazarında 2006 yılının ilk 11 ayında yerel yönetimler tarafından ihraç edilen tahvillerin ihraç tutarı 11 milyar £ civarındadır. Söz konusu dönemde İngiliz devletinin ihraç ettiği sabit getirili menkul kıymetlerin ihraç tutarı da 51 milyar £'dır. Bu açıdan baktığımızda, yerel yönetimler tarafından ihraç edilen tahviller İngiltere'deki toplam kamu sabit getirili menkul kıymetlerin yaklaşık %18'ini oluşturmaktadır.

ABD'de yerel idareler tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının tamamı tahvil ve bonolardan oluşmaktadır. Bu kurumlar her yıl yaklaşık 13.000 adet yeni tahvil ve bono ihraç etmektedir. 2005 yılı itibariyle, söz konusu borçlanma araçlarının ihraç tutarı 300 milyar $'dır.

Böyle bir oransal büyüklük, ülkemiz sermaye piyasası ve yatırımcıları için büyük bir potansiyele işaret etmektedir.

Ancak bu menkul kıymetlerin düzenlemesinde bir takım noktalara dikkat ederek yatırımcılar açısından cazip hale getirmek gereklidir. Yatırımcılar, yerel yönetimler tarafından ihraç edilen bu menkul kıymetlere az da olsa risk primi ilave ederek, devlet tahvili ve bonolarına oranla daha yüksek faiz oranı talep edeceklerdir. Ancak, yurtdışı uygulamaları incelediğimizde örneğin, ABD'de bu menkul kıymetler çeşitli vergi avantajlarına sahiptirler. Tümü olmamakla beraber çoğu yerel yönetim tahvilleri federal ve/veya eyalet vergilerinden muaftırlar.

Böyle bir vergi avantajı, ülkemizde de yerel yönetimler tarafından ihraç edilecek menkul kıymetlerin cazibesini artıracaktır.

Ülkemizde özel sektör borçlanma araçlarında, halen ihraç tutarı üzerinden binde altı oranında Damga Vergisi kesintisi yapılmaktadır. Kamu borçlanma araçları ise Damga Vergisinden müstesnadır. Birliğimiz tarafından oluşturulan Özel Sektör Borçlanma Araçları Çalışma Grubunun hazırladığı raporda, bu menkul kıymetler üzerinden alınan damga vergisinin kaldırılması önerilmiştir. Böylece, benzer nitelikteki menkul kıymet getirileri arasındaki vergi eşitsizliği de önlenebilecektir.

Aynı raporda, çeşitli ülkelerde özel sektör borçlanma araçlarının ihraç maliyetleri de karşılaştırılmıştır. Buna göre, 50 milyon €'luk bir özel sektör tahvil ihracının Viyana Borsasındaki maliyeti 8.700 €, Londra Borsasında 7.100 € ve İMKB'deki maliyeti ise 77.000 €

civarındaydı. Ancak, İMKB bu ücretlerinde iyileştirmeler yapmıştır. Mevcut durumda İMKB'de özel sektör menkul kıymet ihraç bedeli diğer ülkelerle rekabet edebilecek seviyededir.

İhraç edilecek menkul kıymetlerin fiyatlaması da önemli bir unsurdur. Yurtiçi tasarrufların dağılımı incelendiğinde, 2005 yıl sonuna göre yatırımcıların tercihlerini mevduat lehine yönlendirdikleri, sabit getirili menkul kıymetlerin ise hemen hemen aynı seviyede kaldığı görülmektedir. Bu durumda, yeni ihraç edilecek yerel yönetim borçlanma araçlarına yatırım yapacak olan potansiyel yatırımcılara mevduat oranları ile rekabet edilecek faiz oranı sunulması gerektiğini düşünüyoruz.

Konuyla ilgili olarak, aracı kurumlarımızın mesleki ve ticari tecrübeleriyle teknik yeterliliklerine de kısaca değinmek gerekiyor sanırım. Biz bugüne kadar gerçekleştirilen çok sayıda halka arz ile ikincil piyasada menkul kıymet alım satım işlemlerine başarılı bir şekilde aracılık etmiş bulunmaktayız. Aracı kuruluşlarımızın olumlu motivasyonu ve yeniliğe açık yapısı, kamu finansmanı için kullanılacak menkul kıymetler için de geçerlidir. Başka bir deyişle, genel ekonomik ortam ile hukuki altyapı bu araçların yerleşmesine elverdiği sürece, kamu altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılacak menkul kıymetler için bir pazarlama ve aracılık sorunu olmayacaktır.

Konuşmamı sonlandırırken beni dinlediğiniz için teşekkür eder, saygılar sunarım.