

TSPAKB Aylık Bülteni

Sunuş

Değerli Üyelerimiz,

3 Kasım 2002 Genel Seçimleri'nin, tahminlerin de ötesinde bir siyasal istikrar dönemi açması iş çevrelerini olduğu kadar geniş halk kesimlerini de mutlu etmiş görünüyor. Dileğimiz bu iyimserliğin atılacak somut adımlarla pekiştirilmesidir.

Yeni hükümetin önünde yoğun bir gündem ve çözülmesi gereken uzun bir sorunlar listesi var. Sermaye piyasamızın sorunlarının bu gündem içinde öncelikli olarak yer alması için Birlik olarak her türlü çabayı gösteriyoruz.

Bilindiği gibi, sermaye piyasası alanında Türkiye, potansiyeline kıyasla bazı temel göstergelerde benzer ülkelerin gerisinde kalmaktadır. Bunun temel nedeni, yıllardır izlenen yanlış ekonomik politikalar ve sonuç itibarıyla de son iki yıldır yaşamakta olduğumuz ağır ekonomik kriz ortamıdır. Bültenimizin bu sayısında sermaye piyasamızın gelişmişlik seviyesini uluslararası kıyaslamalarla sunan bir çalışmamızı bulacaksınız. Amacımız, eksiklerimizi görmek ve bunları gidermek için çare üretmektir.

Bu kapsamda, 12 Aralık 2002 tarihinde, sermaye piyasamızın gelişmesine katkıda bulunacak önerilerin dile getirileceği, "Reel Sektörün Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü" konulu bir konferans düzenliyoruz. Bu konunun seçilmesinde, özellikle içinde bulunduğumuz konjonktür nedeniyle, reel sektörün had safhaya ulaşan "öz kaynak" ya da "uzun vadeli yabancı kaynak" gereksinimi temel etken olmuştur. Etkinliğimizde söz konusu sorunun, ileri ülkelerde olduğu gibi, köklü biçimde

çözümü için sermaye piyasalarının sağlayabileceği olanakların ortaya konulması ve bunların devreye girebilmesi için atılması gereken adımların tartışılması amaçlanmaktadır.

Bu etkinliğimize konuya ilişkin en üst düzeyde yetkililerin katılacak olması, sorunların ilk ağızdan ilgili kişilere iletilmesine imkan sağlaması yönünden önemlidir.

Konferansımızı izleyen hafta sonu Sermaye Piyasası Kurulu'nun organize ettiği "Sermaye Piyasası Değerlendirme Toplantısı" Abant'ta gerçekleştirilecek. Birliğimiz üst yönetiminin tam kadro hazır bulunacağı bu toplantının da sermaye piyasamız açısından çok yararlı geçeceğine inanıyoruz.

Kısacası, 12-15 Aralık dönemi sermaye piyasamız için yoğun tartışma konusu olacağı benziyor...

Bilindiği gibi, Aralık ayında ülkemiz için en önemli gündem maddesi Avrupa Birliği'ne üyelik konusudur. 12 Aralık günü Kopenhag'dan çıkacak karar ne olursa olsun, şu gerçek hiç değişmeyecektir:

Türkiye'nin yönü batıya, uygarlığa dönüktür. Türkiye; bireyleri, siyasal ve sivil toplum örgütleriyle bunu haykırmaktadır. Bu nedenle de Avrupa ile entegrasyon er veya geç gerçekleşecektir...

Sevgi ve Saygılarımızla,

Yusuf Ziya TOPRAK

Başkan

Uluslararası Sermaye Piyasalarında Türkiye'nin Yeri

Sermaye piyasaları, ekonomik büyüme ve gelişmenin önemli araçlarından birini oluşturmaktadır. Serbest piyasa ekonomisi modelinde sermaye piyasalarının, girişimcilere uzun vadeli fon sağlayarak, ekonomik kalkınmaya ve sermayenin tabana yayılması suretiyle de sosyal barışa ne denli önemli katkılar sağladığı malumdur.

Günümüzde sermaye piyasalarından yoksun bir mali sistemi düşünmek imkansızdır. Para ve sermaye piyasaları birbirini tamamlamakta ve ekonomiye işlerlik kazandırmaktadırlar. Bu noktadan hareketle, uluslararası sermaye piyasalarındaki gelişimi incelemek ve Türkiye'nin yerini belirlemek isabetli olacaktır.

Sağlıklı sonuçlara ulaşabilmek için, çalışmamızda gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları dikkate alınmıştır. Türkiye'nin diğer ülkelere kıyasla konumunu görebilmenin yanı sıra, uzun vadeli gelişimini de izleyebilmek için 1995 ve 2001 yılları incelemeye alınmıştır.

Halka Açık Şirket Sayısı

Tabloda, zaman içerisinde halka açılarak hisse senedi ihraç etmek suretiyle sermaye piyasasından kaynak sağlayan şirket sayısı sunulmuştur. Türkiye, söz konusu kritere göre bu çalışmanın içerdiği ülkeler grubunda orta sıralarda yer almaktadır.

Prag Borsası (Çek Cumhuriyeti) 1995 yılında kurulmuş ve 1.716 şirket borsada kote edilmiştir. Ancak 1997 yılında yapılan reorganizasyon ve kotasyon şartlarının ağırlaştırılması ile bu sayı 320'ye inmiş, diğer şirketler borsa

Halka Açık Şirket Sayısı

	1995	2001
Malezya	526	807
Güney Kore	721	688
İsrail	654	649
Brezilya	544	441
Tayland	416	385
Yunanistan	186	314
Türkiye	205	311
Polonya	65	230
Meksika	185	172
Arjantin	149	119
Çek Cum.	1.716	102
Macaristan	42	56

Kaynak: FIBV

dışında işlem görmeye başlamışlardır. Bu sayı 2001 yılında daha da azalarak 102 seviyesine gerilemiştir.

Ekonomik sıkıntılar yaşayan Arjantin, Meksika gibi ülkelerle Brezilya, Güney Kore, Tayland borsalarında kote edilmiş halka açık şirket sayısı yine incelediğimiz dönem içinde azalmıştır.

Türkiye, Malezya, Macaristan, Yunanistan ve Polonya'da ise artış olmuştur. Polonya yeni kurulan bir borsa olduğu için artış doğal olarak hızlı gelişmiştir.

Halka Açık Şirket Büyüklüğü

Halka açık şirket sayısını tek başına bir gösterge olarak almak yanıltıcı olabilir. Şirket sayısının borsalarda işlem gören şirketlerin ortalama büyüklüğü (piyasa değeri) ile beraber değerlendirilmesi daha objektif sonuçlar verecektir.

Yan sayfadaki tabloda borsalarda işlem gören şirketlerin ortalama büyüklükleri sunulmuştur. Nitekim, buradaki sıralamanın ilk tabloya göre değiştiği görülmektedir.

İMKB, halka açık şirket sayısı açısından orta sıralardadır.

Ortalama Şirket Değeri (mn.\$)		
	1995	2001
Meksika	490	734
Brezilya	271	422
Güney Kore	252	283
Arjantin	254	281
Yunanistan	89	266
Macaristan	56	182
Türkiye	101	152
Malezya	406	147
Polonya	70	114
Tayland	326	93
Çek Cum.	11	88
İsrail	54	87

Kaynak: FIBV

Halka açık şirket sayısı açısından gerilerde yer alan Meksika ortalama şirket büyüklüğünde ilk sıraya yerleşmektedir. Bu durum Arjantin için de geçerlidir. Bunun yanında, halka açık şirket sayısı açısından üst sıralarda yer alan Malezya ve Tayland'ın 1995 yılında oldukça yüksek olan ortalama şirket değerlerinin yaşanan krizler neticesinde ciddi ölçüde düşüş gösterdikleri görülmektedir.

Türkiye bu kriterde de 152 milyon \$ düzeyindeki ortalama şirket değeri ile orta sıralarda yer almaktadır. Güney Kore her iki ölçüt açısından da oldukça gelişmiş bir piyasa görüntüsü sergilemektedir.

Borsaların Ülke Ekonomilerindeki Yeri

Borsaların ülke ekonomisindeki yeri ve öneminin genel bir göstergesi olarak piyasa kapitalizasyonunun gayri safi yurtiçi hasılaya oranı kullanılmaktadır. Tablodan da görüleceği üzere Türkiye bu ölçüt açısından da ortalarında yer almaktadır.

Piyasa Kapitalizasyonu/GSYİH		
	1995	2001
Malezya	241%	136%
Yunanistan	14%	71%
İsrail	39%	51%
Güney Kore	37%	46%
Brezilya	21%	37%
Türkiye	12%	32%
Tayland	81%	31%
Macaristan	5%	22%
Meksika	32%	20%
Çek Cum.	35%	16%
Polonya	4%	15%
Arjantin	15%	12%

Kaynak: FIBV

Malezya Borsası sıralamada GSYİH'nin 1,3 katı olan borsa piyasa değeri ile ilk sırada yer almaktadır. Diğer borsalara göre oldukça yüksek olan bu rakamın 1995 yılındaki değerine göre (GSYİH'nin 2,4 katı) gerilediği gözlenmektedir. Benzer şekilde Tayland'da da piyasa değerinin zaman içinde hızla düşmesi nedeniyle borsanın ekonomide payı azalmış ve Tayland sıralamada da geriye düşmüştür.

Yunanistan, 6 yıllık dönem içerisinde söz konusu oranı %14'ten %71'e çıkarmıştır. Çek Cumhuriyeti'ndeki düşüş ise işlem gören şirket sayısındaki düşüşten kaynaklanmaktadır. Borsaları nispeten yeni olan Macaristan ve Polonya'nın ekonomilerinde borsanın payı gittikçe artmaktadır.

Hisse Senedi İşlem Hacmi ve Piyasa Kapitalizasyonu

Hisse senedi işlem hacminin piyasa kapitalizasyonuna oranlanması bir borsanın hisse senedi devir hızını göstermektedir.

Türkiye diğer ülkelere kıyasla sermaye piyasalarının büyüklüğü açısından orta sıralarda yer almaktadır.

İMKB'nin likidite riski düşüktür.

Hisse Senedi Hacmi/ Piyasa Kapitalizasyonu	2001	
	1995	2001
Güney Kore	102%	196%
Türkiye	245%	166%
Tayland	44%	86%
Meksika	39%	55%
Macaristan	15%	47%
Yunanistan	37%	45%
Çek Cum.	26%	38%
Polonya	60%	38%
Brezilya	39%	35%
İsrail	26%	28%
Arjantin	85%	23%
Malezya	28%	18%

Kaynak: FIBV

Yukarıdaki tablodan Güney Kore ve Türkiye borsalarının devir hızı en yüksek borsalar olduğu görülmektedir. Bu da, bu borsalarda kısa vadeli yatırımların daha ağırlıklı olduğunun bir göstergesidir.

Diğer ülke borsalarının ise daha makul seviyelerde devir hızına sahip oldukları görülmektedir. Devir hızının yüksekliği aynı zamanda söz konusu borsalarda likiditenin yüksek olması nedeniyle likidite riskinin daha düşük olduğunun da bir göstergesidir.

Yatırım Fonları

Yatırım fonları ülkedeki kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğünün bir göstergesidir. Tablodan da görüleceği üzere, önceki kriterler bazında orta sıralarda yer alan Türkiye, fon büyüklüğü açısından hayli gerilerde kalmaktadır.

2001 yıl sonu itibarıyla, Güney Kore 137 milyar \$ ve Brezilya 127 milyar \$ fon büyüklükleri ile dikkat çekmektedir. Bu ülkelerden sonra gelen Meksika ve

Yatırım Fonları/GSYİH	2001	
	1995	2001
Güney Kore		32,5%
Brezilya		25,1%
Yunanistan		18,7%
İsrail		12,9%
Tayland		8,3%
Macaristan		4,7%
Meksika		4,5%
Çek Cumhuriyeti		2,9%
Arjantin		2,7%
Türkiye		2,2%
Polonya		0,7%

Kaynak: ICI, Mutual Fund Factbook, 2002

Yunanistan'ın fon büyüklükleri ise sırasıyla 28 ve 22 milyar \$'dır. Türkiye ise aynı dönemde 3,3 milyar \$'lık yatırım fonu büyüklüğü ile sermaye piyasası açısından çok yeni olan Macaristan, Polonya ve Çek Cumhuriyeti ile aynı seviyelerdedir.

Ülkeler arası kıyaslamayı daha sağlıklı yapabilmek için yatırım fonlarının GSYİH'ya oranı alındığında Türkiye son sıralara düşmektedir. Bu durum ülkemizdeki kurumsal yatırımcı eksikliğinin en önemli göstergesidir.

Sabit Getirili Menkul Kıymetler

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

Kamu borçlanma gereğinin fazla olduğu ülkelerde devlet tahvili ve hazine bonusu stoğu öne çıkarken, bu bakımdan daha dengeli olan ekonomilerde özel şirket tahvil ve bonolarına talep artmaktadır. Türkiye bu açıdan değerlendirildiğinde yine geri planda kalmaktadır. Bu durum, reel sektörün borçlanma yoluyla sermaye piyasası üzerinden kaynak yaratamadığını ortaya koymaktadır.

Kurumsal yatırımcı tabanı gelişmemiştir.

Özel Şirket Borçlanma Senetleri/ Toplam SGMK

	1999	2000	2001
Güney Kore	73%	73%	74%
Malezya	63%	62%	61%
Arjantin	33%	30%	34%
Tayland	19%	17%	22%
Çek Cum.	20%	24%	20%
Brezilya	19%	16%	16%
Meksika	18%	20%	15%
Macaristan	4%	4%	4%
Yunanistan	0%	0%	0%
Türkiye	0%	0%	0%
Polonya	0%	0%	0%

Kaynak: BIS Quarterly Review, Haziran 2002

Güney Kore 215 milyar \$ büyüklük ile özel sektör borçlanma senetlerinde diğer ülkelerin oldukça önünde yer almaktadır. Sıralamada ikinci olan Malezya'nın özel sektör tahvil ve bono stoğu Güney Kore'ye göre oldukça düşük olup 51 milyar \$ mertebesindedir.

Özel sektör borçlanma senetlerinin

toplam sabit getirili menkul kıymetlere oranı hesaplandığında da Güney Kore ve Malezya ilk sıralarda yer almaktadır.

Macaristan, Polonya, Yunanistan ve Türkiye çok az veya hiç olmayan özel sektör borçlanma senetleriyle her iki tür kıyaslamada da en sonda yer almaktadırlar.

Sonuç olarak Türkiye sermaye piyasası, kıyaslanan ülkeler ve baz alınan kriterler açısından genelde orta sıralarda yer almaktadır. Fakat, geçmiş yıllardaki performansı ve gelişim hızı düşünüldüğünde piyasanızın potansiyelinin altında kaldığını söylemek mümkündür.

Üst sıralarda yer aldığımız tek kriter hisse senedi devir hızıdır. Bu da, yatırımların kısa vadeli yapıldığını göstermenin yanı sıra borsamızda likidite riskinin düşük olduğuna da işaret etmektedir.

Piyasamızda eksikliği hissedilen en önemli iki konu ise kurumsal yatırımcı büyüklüğü ve özel sektör borçlanma senetleridir. Kurumsal yatırımcı

Türkiye'de özel sektör borçlanma enstrümanları bulunmamaktadır.

Karşılaştırmalı Sermaye Piyasası Verileri - 2001

(mn. \$)	GSYİH	Piyasa Değeri	HS İşlem Hacmi	Yatırım Fonları	Özel Sektör Borçlanma Senetleri	H.A.Şirket Sayısı
Arjantin	269.477	33.384	7.532	7.357	12.900	119
Brezilya	504.391	186.238	64.606	126.833	49.000	441
Çek Cum.	56.714	8.945	3.386	1.644	5.200	102
Güney Kore	422.165	194.470	380.586	137.056	215.400	688
İsrail	110.472	56.460	15.663	-	-	649
Macaristan	46.385	10.210	4.834	2.202	800	56
Malezya	87.540	118.981	21.324	-	50.800	807
Meksika	617.865	126.258	69.661	27.608	13.600	172
Polonya	176.274	26.155	9.886	1.317	0	230
Tayland	114.774	35.950	31.034	9.561	8.600	385
Türkiye	147.947	47.150	78.269	3.272	0	311
Yunanistan	116.900	83.481	37.781	21.885	300	314

Kaynak: FIBV, ICI, BIS

Kurumsal yatırımcı piyasamızın en önemli eksikliklerindedir.

büyüklüğü çok düşük kalmış, özel sektör borçlanma senetleri ise ihraç edilmemektedir.

Kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasasının oynaklığının azaltılmasında, derinliğin artmasında, yatırım vadelerinin uzamasında ve reel sektörün sermaye piyasasından fon sağlamasında çok etkin bir rol oynamaktadırlar.

Özel sektör borçlanma senetleri reel sektöre alternatif kaynak sağlamada önemli rol oynayacaktır.

Özel sektör borçlanma senetleri ise şirketlere sermaye piyasası üzerinden alternatif kaynak yaratmakta, yatırımların verimli alanlarda değerlendirilmesini sağlamakta, yatırımcılara alternatif yatırım araçları sunulmasına olanak sağlamakta ve piyasa derinliğini artırmaktadırlar.

Özetle, özel sektör borçlanma senetlerinin yeniden hayata geçirilmesi ve kurumsal yatırımcı büyüklüğünün yatırım fonlarının yanısıra risk sermayesi ve özel sermaye ortaklıkları ile pekiştirilmesi sermaye piyasamızın gelişmesine önemli katkılarda bulunacaktır.

Halka Açık Şirketlere Tanınan Vergisel Avantajların Vergi Gelirlerini Artırma Etkisi

Halka açık şirketlerin vergi avantajları 1999 yılında kaldırılmıştır.

Halka açık şirket sayısı ve bu şirketlerin toplam piyasa değeri, bir ülkenin sermaye piyasasının gelişmişliğinin ölçüsü olarak sıklıkla kullanılmaktadır. Sermaye piyasasının temel işlevi reel sektöre uzun vadeli kaynak aktarımı sağlamaktır. Bu yüzden halka açık şirket sayısı, sermaye piyasasının o ülkede ne kadar etkin ve reel sektöre finansman sağlamada ne kadar başarılı olduğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilir.

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 aile şirketi konumundaki şirketlerin halka açılmalarını 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 arttıkça 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. Mevcut fark şirketlerin temettü ödemeleri halinde ortaklar açısından ortaya çıkmaktadır. Halka açık şirketlerin ortakları aldıkları temettü üzerinden %5,5 gelir vergisi stopajı ve fon payı öderken halka açık olmayan şirketlerin ortakları elde ettikleri temettüden %16,5 oranında gelir vergisi ve fon payı ödemektedirler. Fakat, bu da halka açık şirket ortağı lehine net olarak %3,74'lük küçük bir avantaj sağlamaktadır.

Bu çalışma, halka açık şirketlere tanınan vergi avantajları neticesinde herhangi bir vergi kaybı yaşanıp yaşanmadığını belirlemek üzere yapılmıştır. Çalışmada İMKB'ye kote olan ve finans sektörü

GELİR TABLOSU	H.A. Sonrası 3	H.A. Öncesi 3	Yıllık Ort.	Halka Arz	Halka Arz
mn. \$	Yıl Toplamı	Yıl Toplamı	Değişim	Sonrası	Öncesi
				Marjlar	Marjlar
Net Satışlar	21.328	16.303	9,4%	100,0%	100,0%
Brüt Kar	3.752	2.479	14,8%	17,6%	15,2%
Esas Faaliyet Karı	2.205	1.440	15,3%	10,3%	8,8%
Diğer Faal.Gelir	1.436	483	43,8%	6,7%	3,0%
Finansman Gideri	-469	-298	16,4%	-2,2%	-1,8%
Faaliyet Karı	2.751	1.416	24,8%	12,9%	8,7%
Vergi Öncesi Kar	2.732	1.394	25,1%	12,8%	8,6%
Vergi	-942	-572	18,1%	-4,4%	-3,5%
Net Kar	1.790	822	29,6%	8,4%	5,0%
Efektif Vergi Oranı	-34,5%	-41,0%			

Kaynak: TSPAKB

dışında faaliyet gösteren 33 şirketin halka arz öncesi ve sonrası üçer yıllık dönemlerindeki mali tabloları kullanılmıştır.

Şirketlerin seçiminde kullanılan kriterler şöyle özetlenebilir;

1. Mali tabloları konsolide edebilmek için sanayi ve hizmet sektörü şirketleri alınmıştır. Finans sektörü şirketleri vergi yükümlülükleri ve mali tablo yapıları farklı olabileceğinden dolayı analiz dışında tutulmuştur.

2. Halka arz sonrası dönemin doğru değerlendirilebilmesi için halka arz sonrası üç yıllık bilanço dönemi dikkate alınmıştır. Bu nedenle çalışmada 1998 ve öncesi yıllarda halka açılmış olan şirketler seçilmiştir. 1999, 2000 ve 2001 yıllarındaki halka arzlar kapsam dışında tutulmuştur.

3. Analiz, halka açılma yılı da dahil olmak üzere her şirket için toplam yedi yıllık bir dönemi kapsamaktadır. Seçilen şirketlerin bu yedi yıllık dönemin hepsinde kar etmiş olması dikkate alınmıştır.

Halka açılma yılı T ile ifade edilmiştir. T+1 halka arz sonrası ilk yılı, T-1 halka arz öncesi ilk yılı ifade etmektedir.

Şirketlerin mali tabloları dönemler bazında konsolide edilmiştir. Şirketlerin halka açılma yılları farklılık gösterdiği için bu tür bir konsolidasyon konjonktürel dalgalanmaların etkisini azaltmaktadır.

Örneğin, 2001 yılındaki krizin etkisi az sayıda şirketin farklı dönemlerine denk geldiği için konsolide tablolarda genel bir kar düşüşü etkisi görülmemektedir. Halka arz öncesi ve sonrası dönemlerin şirketlerin mali tablolarına olan etkisini daha kolay görebilmek için halka arz öncesi ve sonrası üç yıllık dönemlerin sonuçları toplanmıştır. Tablolarda hem üçer yıllık dönemlerin toplamı, hem de yıllık bazdaki sonuçlar sunulmuştur.

Şirketlerin Vergi/Vergi Öncesi Kar şeklinde hesaplanan Efektif Vergi Oranları halka arz öncesi üç yılın toplamında %41 iken, halka arz sonrası dönemde geçmişte var olan vergi teşviklerinin etkisi ile %34,5'e düşmektedir.

Efektif vergi oranındaki düşüğe rağmen, şirketler halka arz sonrasında aşağıda açıklanan nedenlerden dolayı karlılıkları arttığı için dolar bazında dahi çok daha yüksek vergi ödemektedirler. Halka arz öncesi üç yılda ödenen vergi toplamı 572

Teşviklerin olduğu dönemde efektif vergi oranı düşmekte...

BİLANÇO						
mn. \$	H.A. Sonrası 3 Yıl Toplamı	H.A. Öncesi 3 Yıl Toplamı	Yıllık Ort. Değişim	Halka Arz Sonrası Yapı	Halka Arz Öncesi Yapı	
Dönen Varlıklar	5.235	3.486	14,5%	76,7%	78,1%	
Duran Varlıklar	1.590	977	17,6%	23,3%	21,9%	
Aktif Toplamı	6.825	4.463	15,2%	100,0%	100,0%	
Kısa Vadeli Borçlar	2.875	2.251	8,5%	42,1%	50,4%	
Uzun Vadeli Borçlar	697	380	22,5%	10,2%	8,5%	
Özsermaye	3.253	1.833	21,1%	47,7%	41,1%	
Pasif Toplamı	6.825	4.463	15,2%	100,0%	100,0%	

Kaynak: TSPAKB

... fakat şirketler dolar bazında daha fazla vergi ödemektedirler.

milyon \$ iken halka arz sonrasında bu rakam 942 milyon \$'a çıkmaktadır. Sadece bu 33 şirketten üç yılda 370 milyon \$ (yılda ortalama 123 milyon \$) daha fazla vergi toplanmıştır.

Şirketlerin halka arz sonrasında karlılıklarının artışında iki önemli faktör etken olmaktadır. Birincisi, mali durumları iyileşmektedir. İkincisi, halka açılma şirketlerde bir vizyon değişikliği yaratmakta ve yüksek kar edip şirket değerini artırmaya yönlendirmektedir. Şirketler, ileride doğabilecek fon ihtiyaçlarını sermaye piyasasından ikincil halka arzlarla karşılamaya devam edebilmek için karlılıklarını korumak ve şirket değerini artırmak durumundadırlar.

Bu noktada halka arzın şirketlerin mali tabloları üzerindeki etkisine kısaca değinirsek, halka arz sonrası karlılıktaki artışın finansal nedenleri daha rahat görülecektir.

Halka arz şirket karlılığını artırmaktadır.

Gelir tablosunda ilk dikkati çeken, şirketlerin kar marjlarındaki iyileşmedir. Brüt Kar Marjı %15,2'den %17,6'ya çıkmaktadır. Brüt Kar Marjındaki iyileşmenin iki sebebi olabilir. Birincisi,

şirketlerin halka arz sonrası nakit pozisyonlarında önemli bir iyileşme sağlandığı için hammadde temininde daha uygun koşullar elde ediyor olabilirler. İkincisi, halka açık olmanın gerektirdiği denetimlerden dolayı (bağımsız mali denetim, SPK, İMKB denetimleri, yatırımcı gözetimi, vb.) şirketler daha etkin çalışmak ve maliyetlerini daha rasyonel kontrol etmek durumunda kalıyor olabilirler.

Şirketlerin yıllar itibarı ile nakit pozisyonundaki iyileşme aşağıdaki tablodan açıkça görülmektedir. Net nakit pozisyonu, bilançodaki Kasa, Bankalar ve Menkul Kıymetlerin toplamından şirketin Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borcunun çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır. Negatif rakamlar şirketin finansal borçlarının likit varlıklarından fazla olmasını (net borçlu oluşunu) ifade etmektedir.

Gelir tablosunda dikkat çeken diğer unsur ise Diğer Faaliyet Gelirlerindeki artıştır. Bu artış şirketlerin net nakit pozisyonundaki iyileşmeye paralel olarak elde ettikleri faiz gelirlerinden kaynaklanmaktadır. Bu faktörün de

(mn. \$)	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2	T-3
Net Nakit Pozisyonu	157,1	367,2	190,5	-66,1	95,6	43,9	-40,8

Kaynak: TSPAKB

BİLANÇO	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2	T-3
Dönen Varlıklar	75,8%	77,9%	76,3%	76,3%	78,5%	78,4%	77,0%
Duran Varlıklar	24,2%	22,1%	23,7%	23,7%	21,5%	21,6%	23,0%
Aktif Toplamı	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Kısa Vadeli Borçlar	40,2%	43,6%	42,5%	47,5%	48,7%	51,2%	52,5%
Uzun Vadeli Borçlar	10,9%	9,2%	10,6%	10,2%	9,5%	8,2%	7,1%
Özsermaye	48,8%	47,2%	47,0%	42,3%	41,8%	40,6%	40,5%
Pasif Toplamı	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kaynak: TSPAKB

etkisi ile Vergi Öncesi Kar Marjı %8,6'dan %12,8'e çıkmıştır. Dolayısıyla vergiye tabi kazanç önemli ölçüde artmıştır.

Bilanço yapısına bakıldığında şirketlerin Duran Varlıklarının daha hızlı arttığı görülmektedir. Duran Varlıkların artışının en önemli sebebi ise Maddi Duran Varlıklardır. Uzun Vadeli Borçlardaki artış ağırlıklı olarak Kıdem Tazminatı benzeri karşılıklardan kaynaklanmaktadır. Özsermayenin güçlenmesindeki en önemli sebep ise ödenmiş sermayedeki artıştan ziyade net kardaki artıştır.

Özetlemek gerekirse, halka açılan şirketler, halka arz gelirlerinin bir kısmını duran varlık yatırımlarında, bir kısmını ise borç azaltmakta kullanmışlardır. Karlılıkları artmış ve özsermayeleri güçlenmiştir.

Halka arzın kar marjlarındaki iyileşmeye

ve vergi gelirleri üzerine etkisi başka bir açıdan da incelenebilir. Bu şirketlerin halka açılmadıklarını varsayalım. Bu durumda halka arz öncesi kar marjları ile çalışmaya devam edeceklerini düşünmek yanlış olmaz. Cironun aynı oranda, yıllık ortalama %9,4 arttığını, Efektif vergi oranının ise %41 olarak devam ettiğini varsayalım.

Bu varsayımlar altında yaptığımız hesaplamalarda analiz kapsamındaki 33 şirketin ödeyeceği verginin üç yılda 572 milyon \$'dan 748 milyon \$'a çıkacağını görmekteyiz. Halbuki halka arz sonrası efektif vergi oranı %34,5'e inen şirketler, halka arzın karlılığa olan olumlu etkisi yüzünden, 942 milyon \$ vergi ödemişlerdir.

Bu analizde dikkate alınan etki dışında halka arzlar, vergi gelirlerini dolaylı

Halka arz gelirleri yatırımlarda ve borç ödemesinde kullanılmaktadır.

GELİR TABLOSU	T+3	T+2	T+1	T	T-1	T-2	T-3
Net Satışlar	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Brüt Kar	18,5%	17,8%	16,6%	16,7%	15,5%	15,3%	14,5%
Esas Faaliyet Karı	10,4%	10,9%	9,7%	10,1%	9,6%	8,8%	7,6%
Diğer Faal.Gelir	8,0%	6,2%	6,2%	3,7%	3,1%	3,1%	2,4%
Finansman Gideri	-2,3%	-1,7%	-2,6%	-2,7%	-1,8%	-1,8%	-1,9%
Faaliyet Karı	14,0%	13,4%	11,4%	9,2%	9,4%	9,1%	6,9%
Vergi Öncesi Kar	13,3%	13,6%	11,6%	9,2%	9,4%	8,7%	6,8%
Vergi	-4,6%	-4,7%	-4,0%	-3,7%	-3,8%	-3,6%	-2,8%
Net Kar	8,7%	8,8%	7,6%	5,4%	5,6%	5,1%	4,1%

Kaynak: TSPAKB

Genel vergi gelirlerindeki artış dolaylı etkilerle çok daha fazla olmaktadır.

olarak da artırmaktadır. Halka arzlar, işlem hacminin, aracı kurum faaliyetlerinin, yatırımcı sayısının artması ile sermaye piyasasının genel anlamda büyümesine katkıda bulunmaktadır. Dolayısıyla, sermaye piyasası kurumlarının gelirleri artmakta ve genel vergi gelirlerinin artışına burada görüldüğünden de fazla etkide bulunmaktadır.

Sonuç olarak, vergi teşvikleri ile halka açılmaların özendirilmesi vergi gelirlerinin azalmasına değil, tam tersine önemli ölçüde artmasına yol açmaktadır. Halka arzlar reel sektörün mali yapısını güçlendirmekte, karlılığını artırmakta ve reel sektörün daha sağlıklı bir yapıda büyümesine katkıda bulunmaktadır.

Lisanslama Eğitim Faaliyetlerimiz

18-19 Ocak 2003 tarihlerinde yapılacak olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri

Lisanslama Sınavlarına hazırlık eğitimlerimiz Kasım ayında İleri Düzey Lisanslama eğitimlerine ağırlık verilerek başladı ve ileri düzey eğitimleri ilk kez gerçekleşti.

Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat, Ticaret Hukuku ve Borçlar Hukuku modülü iki ayrı bölüm halinde düzenlendi. Bu doğrultuda İleri Düzey Lisanslama Sınavına hazırlık kapsamında SPK uzmanlarının katılımıyla Sermaye Piyasası Mevzuatı eğitimi 2 gün olarak gerçekleşti.

Finansal Yönetim eğitimi 3 gün, Analiz Yöntemleri eğitimi de 2 gün olarak gerçekleşti. Yoğun talep gören Finansal Yönetim eğitiminin içeriği soru-cevaplarla desteklenerek süresi 1 gün daha uzatıldı. Her iki eğitim de Dr. Kerem Şenel ve Yrd. Doç. Dr. Serhat Yanık tarafından verildi.

Muhasebe, Denetim, Etik Kurallar eğitimi iki gün olarak gerçekleşti.

Eğitim Tarihi	Eğitim Adı	Lisans Türü	Süre
10-11-12 Aralık 2002	Sermaye Piyasası Mevzuatı, İlgili Mevzuat ve Etik Kurallar	Temel Düzey	2½ gün
13-14-15 Aralık 2002	Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz	Temel Düzey	3 gün
16-17 Aralık 2002	Tahvil ve Bono Piyasaları, Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar	Temel Düzey	2 gün
17 Aralık 2002	İlgili Vergi Mevzuatı	Temel Düzey	1 gün
25 Aralık 2002	Takas ve Operasyon İşlemleri	Temel Düzey	1 gün
27-28 Aralık 2002	Genel Ekonomi	Temel Düzey	2 gün
4-5 Ocak 2003	Genel Ekonomi	Temel Düzey	2 gün
14-15 Aralık 2002	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	İleri Düzey	2 gün
19-20 Aralık 2002	Analiz Yöntemleri	İleri Düzey	2 gün
23 Aralık 2002	İlgili Vergi Mevzuatı	İleri Düzey	1 gün
27-28 Aralık 2002	Muhasebe, Denetim ve Etik Kurallar	İleri Düzey	2 gün
2-3-4-5 Ocak 2003	Ulusal ve Uluslararası Piyasalar	İleri Düzey	4 gün
9-10-11-12 Ocak 2003	Finansal Yönetim	İleri Düzey	4 gün
13-14 Ocak 2003	Sermaye Piyasası Mevzuatı	İleri Düzey	2 gün
15-16-17 Ocak 2003	Ticaret, Borçlar Hukuku ve İlgili Mevzuat	İleri Düzey	2½ gün

Öğretim üyesi Özgür Falcioğlu, İMKB eğitimcileri ve Birliğimiz çalışanları tarafından verilen Ticaret-Borçlar Hukuku ve İlgili Mevzuat eğitimi 2,5 gün olarak gerçekleştirildi.

4 gün olarak gerçekleşen Ulusal ve Uluslararası Piyasalar eğitimi, İMKB, Hazine Müsteşarlığı ve TC Merkez Bankası uzmanlarınca gerçekleştirildi. Genel Ekonomi ve Mali Sistem eğitimi ise Doç. Dr. Kerem Alkin tarafından verildi.

Aralık 2002 - Ocak 2003 dönemi eğitim programımız bir önceki sayfadaki şekilde belirlenmiş ve üyelerimize duyurulmuştur.

Lisanslama Faaliyetleri

Lisanslama sınavlarında sorulacak sorular ile Birliğimizin internet sitesinde yer alan eğitim kılavuzunun örtüşmesi için güncelleme çalışmaları Kasım ayı boyunca devam etmiştir. Amaç, eğitim kılavuzlarımızın lisanslama sınavlarında çıkacak soruların yüzde doksanını karşılayacak hale getirilmesidir.

Türev Araçlar sınav konularına yönelik kaynakça belirleme çalışmaları tamamlanmıştır. Birliğimizin internet sitesinde Temel ve İleri Düzey sınavlarına yönelik eğitim kılavuzları ile birlikte Türev Araçlar sınavına yönelik kaynakçaya da yer verilmiştir.

Bu arada, Sermaye Piyasası Kurulu'nun uluslararası sertifikaların denkliğine ilişkin çalışmaları sürmektedir.

“Reel Sektörün Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü” Paneli

2002 yılının son etkinliği olarak 12 Aralık 2002 tarihinde İMKB Konferans Salonu'nda “*Reel Sektörün Finansmanında Sermaye Piyasasının*

Rolü” konulu bir panel düzenlemekteyiz. Bu etkinlikle reel sektörün “kaynak” sorununa köklü çözümler getirebilmek için sermaye piyasasının sağlayacağı olanakları ortaya koymak ve atılması gereken adımların tartışılması hedeflenmektedir.

Konferansın açılış konuşmasını Başbakan Yardımcısı Abdülatif ŞENER yapacaktır. Açılışta ayrıca; SPK Başkanı Dr. Doğan CANSIZLAR, İMKB Başkanı Osman BİRSEN ve TSPAKB Başkanı Yusuf Ziya TOPRAK da birer konuşma yapacaklardır.

Etkinliğin birinci bölümünde, yirmi yılı aşkın süredir ABD’de kurumsal finansman alanında araştırmacı, yönetici ve üniversite öğretim üyesi olarak görev yapan Prof. Vefa TARHAN, “Reel Sektör-Sermaye Piyasası İlişkisi, Kurumsal Finansman Olanakları” konusunda bir sunum yapacaktır.

İkinci bölümde, Sermaye Piyasası Hukukçusu ve Galatasaray Üniversitesi Öğretim Üyesi Reha TANÖR’ün Oturum Başkanlığında devam edecek panelde ise; alfabetik sırayla, Koteder Kurucu Üyesi ve Eczacıbaşı Holding A.Ş. Planlama ve Finansman Koordinatörü Toker ALBAN, Schroder Salomon Smith Barney Yatırım Bankacılığı Türkiye Bölüm Müdürü Gonca ARTUNKAL, Ernst & Young A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı Şaban ERDİKLER, İstanbul Milletvekili ve İMKB eski Başkanı Muharrem KARSLI, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü İlhami KOÇ ve Sanko Holding A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı Abdülkadir KONUKOĞLU yer alacaklardır.

Panelistler sırasıyla,

- ✓ Sermaye Piyasasının Reel Sektöre Sağladığı Olanaklar,
- ✓ Reel Sektörün Uluslararası Sermaye Piyasalarından Kaynak Sağlama Olanakları,

- ✓ Sermaye Piyasasında Vergilendirme Politikaları,
- ✓ Atıl Kaynakların Sermaye Piyasası Üzerinden Ekonomiye Kazandırılması,
- ✓ Türkiye’de Yatırım Bankacılığı ve,
- ✓ Anadolu’da Sanayileşme Hamleleri ve Sermaye Piyasasından Beklentiler, başlıklı tebliğlerini sunacaklardır.

Konferansın dinleyici kesimini sermaye piyasası ile ilgili kamu ve özel sektör kurum ve kuruluş yetkilileri, ilk 500 sanayi kuruluşunun yöneticileri, akademisyenler, yatırımcılar ve ekonomi basını mensupları oluşturacaktır.

Rakamlarla Borsa Dışı İşlemler

Borsa Dışı Hisse Senedi Pazarı’nda 26 Kasım 2002 tarihi itibarıyla aşağıdaki verilere ulaşılmıştır.

Borsa dışı işlemlerin başladığı 19 Ağustos 2002 tarihinden itibaren toplam 70,4 milyar TL tutarında işlem gerçekleşmiş olup, 31 Ekim — 26 Kasım 2002 döneminde sadece 3 hisse senedinde işlem gerçekleşmiş ve aylık işlem hacmi 13,7 milyar TL olmuştur.

19 Ağustos—26 Kasım 2002 döneminde, pazarda işlem yapmak üzere başvuran kurum sayısı 84’e ulaşmış, 64 kurum sistemde emir girişi yapmıştır. Yetkili personel sayısı 179 olup, sisteme emir girişi yapan personel sayısı ise 94’tür. Sisteme girilen emir sayısı 26,797’ye ulaşmıştır. En çok emir girilen hisseler sırasıyla EGS Holding, Medya Holding ve Sabah Yayıncılık’tır.

Kısa Kısa...

Muhasebe Standartları

Sermaye Piyasası Kurulu’nun, ülkemiz muhasebe standartlarının Uluslararası Muhasebe Standartlarına tam uyumunun sağlanması amacıyla hazırlanmış olduğu "Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ" taslağına ilişkin üyelerimizin de görüşüne başvurularak, taslak hakkında görüş oluşturulmuş ve Kurul’a iletilmiştir.

Olağanüstü Genel Kurul

Üçüncü Olağanüstü Genel Kurulumuz çoğunluk şartı aranmaksızın 18 Aralık 2002 tarihinde yapılacaktır. Gündem gereğince 2003 Yılı Bütçe Taslağı, Birlik Statüsü Değişiklik Önerileri Genel Kurulun onayına sunulacaktır. Ayrıca, Denetleme Kurulu ve Disiplin Komitesinin boşalan birer üyeliği için seçim yapılacaktır.

Vergi Düzenlemeleri İle İlgili Girişimlerimiz

Sermaye piyasasının gelişimine yönelik olarak, özellikle sermaye piyasası araçları ve kurumlarına ilişkin vergisel düzenlemeler konusunda, ilgililere iletilmek üzere öneri paketi hazırlanmıştır.

“Aracı Kurumlarda Emir Alımı ve Tasfiyesine İlişkin Süreçler” Konulu Seminer

05 Kasım 2002 Salı günü, Birlik Merkezi’nde SPK ile İMKB yetkililerinin

Borsa Dışı İşlemlerde hacim düştü.

Borsa Dışı İşlemler (30.10.2002 - 26.11.2002)

	En Düşük Fiyat	En Yüksek Fiyat	Ortalama Fiyat	Toplam Lot	Hacim (mn. TL)
EGS Holding	90	150	103	89.674	9.199
Sabah Yayıncılık	250	250	250	10.000	2.500
Sifaş	500	500	500	4.000	2.000

Kaynak: TSPAKB

katılımıyla "Aracı Kurumlarda Emir Alımı ve Tasfiyesine İlişkin Süreçler" konulu bir seminer düzenlenmiştir.

Seminerde, Üyelerimizin bu güne kadar hisse senedi işlemlerinde karşılaştıkları sorunlar ayrıntılı olarak tartışılmış olup, müşteri emirlerinin alınışından tasfiyesine kadar geçen sürede ortaya çıkabilecek uyuşmazlıklarda hangi koşullar altında tarafların sorumluluğunun doğabileceği konusunda açıklamalarda bulunulmuştur.

Seminerde yapılan sunumlara internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

Sivil Toplum Örgütlerinin Brüksel Ziyareti

İKV ve TOBB işbirliğinde düzenlenen İkinci Türkiye Platformu toplantısı Birliğimizin de yer aldığı sivil toplum kuruluşlarının katılımı ile 27 Kasım 2002 tarihinde Brüksel'de gerçekleştirilmiştir.

Türk sivil toplumunun AB üyeliği konusundaki kararlılığını, muadil AB sivil toplum kuruluşlarının desteği ile bir kez daha ortaya koymak ve AB üyesi ülkelerin siyasi karar alıcılarına Kopenhag Zirvesi'nde müzakerelerin başlatılması yönündeki çağrısı yinelemek amacını taşıyan toplantıya Birliğimizi temsilen Yönetim Kurulu Başkanı Yusuf Ziya Toprak katılmıştır.

Notlar

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

Büyükdere Caddesi No:173
1. Levent Plaza A Blok Kat:4
1. Levent 34394 İstanbul

Tel.: 212-280 85 67
Fax: 212-280 85 89

Web: www.tspakb.org.tr
Email: tspakb@tspakb.org.tr

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 121 aracı kurum ve 48 banka olmak üzere toplam 169 üyesi vardır.

Birliğin Misyonu

Sermaye piyasamızın geliştirilmesi ve ülke ekonomisine katkı ana hedefi doğrultusunda; tüm çalışanları en üst derecede mesleki bilgi ile donatılmış, etik değerlere bağlı, rekabeti yatırımcılara daha kaliteli ürün ve hizmet sunumu şeklinde algılayan, saygın bir meslek mensupları kitlesi oluşturmak

Birliğin Amaçları

- ✓ Sermaye piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin gelişmesini,
- ✓ Birlik üyelerinin dayanışma, gerekli özen ve disiplin içerisinde çalışmalarını,
- ✓ Haksız rekabetin önlenmesini,
- ✓ Mesleki konularda üyelerin aydınlatılmasını sağlamaktır.

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