

Borsadan Uygurlığa

YASAL UYARI: Bu kitabın kaleme alınmasındaki amaç, bilinçli yatırımcı yetiştirilmesine katkıda bulunmaktır. Burada yer alan yatırım bilgileri, yorum ve tavsiyeler ‘‘Yatırım Danışmanlığı’’ kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmetleri yatırım kuruluşları (aracı kurumlar), portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyelerin tamamı, Arif ÜNVER ile Dursun Ali YAZ'ın kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece bu kitapta yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Borsadan Uygarlığa

Arif ÜNVER – Dursun Ali YAZ

[EKONOMİ SERİSİ 5]

Bu kitabın yayın ve sair hakları Suadiye Denetim Ltd. Şti.ne aittir. Tümü ya da bir kısmı yazılı izin olmaksızın basılamaz, özetlenemez, kopya ve tercüme edilemez, manyetik ortama aktarılamaz. Ancak kaynak belirtmek suretiyle alıntı yapılabilir.

1.Baskı: İstanbul, Ocak 2015

ISBN :

Yayına Hazırlayan Dursun Ali YAZ

Editör Fatih ÇİL

Sanat Yönetmeni İsmet YONUCU

İsteme Adresi

www.a1capital.com.tr

Baskı ve Cilt

Engin Matbaacılık Tel/Fax: (0212) 612 05 53 Topkapı – İSTANBUL

Matbaa Sertifika Numarası: 11254



Katkılarından dolayı teşekkür ederiz.



ARİF ÜNVER, Özgeçmiş

1973 yılında Ankara'da doğan Arif ÜNVER, 1992-1993 yıllarında Şekerbank Menkul Değerler'de başladığı Sermaye piyasası kariyerine, ülkemizin önde gelen banka ve aracı kurumlarında devam etmiştir. Yapı Kredi Yatırım, Ziraat Yatırım, Anadolu Yatırım, TAIB Yatırım, Turkish Yatırım ve Taksim Menkul

Değerler gibi, sermaye piyasalarının önde gelen kurumlarında, broker, yatırım uzmanı, dealer, portföy yöneticisi, şube müdürü, banka alco üyeliği, araştırma ve kurumsal finansman gibi geniş bir yelpazede hizmet vermiştir.

Lisans eğitimi ekonomi olan, Arif ÜNVER'in yüksek lisansı MBA dir. Sermaye Piyasası ileri düzey yetki belgesine ek olarak, İMKB Tahvil bono temsilcisi belgesi ve İMKB Hisse Senetleri Üye Temsilcisi belgelerine sahiptir.

Son olarak, Sermaye Piyasası Yatırımcıları Derneği Kurucusu ve Yönetim kurulu başkanlığını yürütmektedir. Eş zamanlı olarak, "Borsa Okuryazarlığı Projesi"ni yürüten Arif ÜNVER, Gündem Medya Grubunda köşe yazıları yazmaktadır. Anadolu Ajansı Finans masasında analist olarak hizmet vermiş olan ÜNVER, çeşitli üniversitelerde konferans ve eğitimler vermektedir. Ek olarak finans haberciliği yapan basın kuruluşlarına piyasa eğitimi vermiş ve vermektedir.

Sermaye piyasalarının gelişimi adına, ülkemizin önde gelen gazete ve televizyonlarında mülakat ve yazıları yer almaktadır.

20 yılı aşan meslek tecrübesini, teori ve pratiğin harmanlanmış hali ile her profile hitap edecek bir yaklaşımla "Arif ÜNVER ile Sermaye Piyasası ve Borsaokuryazarlığı" adlı kitabı ile sabitlemiştir...



DURSUN ALİ YAZ, Özgeçmiş

6 Eylül 1973 Şişli doğumludur.

Borsa şirketlerinde altı yıl çalıştı. Bir dönem Adalet Bakanlığı'nda 'Bilirkişi' olarak görev yaptı. On beş yıldır muhasebecilik yapıyor. SMMM ve Bağımsız Denetçi unvanlarına haizdir.

T.C. Maltepe Üniversitesi İİBF'nde Öğretim Görevlisi olarak görev yapmış olup halen T.C. Bahçeşehir Üniversitesi ve T.C. Boğaziçi Üniversiteleri eğitim merkezlerinde dersler vermektedir. Çeşitli üniversitelerimizde seminer ve konferanslar vermiştir. Pek çok mesleki dergi, internet sitesi ve ulusal gazetelerde 500'ün üzerinde inceleme ve makaleleri yayımlanmıştır.

YAZ, Sermaye Piyasası Yatırımcıları Derneği (SPYD) kurucu Yönetim Krl. Bşk. Yardımcılığı yanında Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği (MUFAD) üyesidir.

Evli ve iki çocuk babasıdır.

Arapça, Fransızca ve İngilizce eğitimi almıştır.

Yazarın Yayımlanmış Eserleri

- 1.) Vergide Doğru Bilinen Yanlışlar, **Maliye Hesap Uzmanları Derneği**, İstanbul, İkinci Baskı, 2011. Tükendi.
- 2.) Sürdürülebilir Geleceğe Mektuplar, Birinci Baskı, **Katılım Bankaları Birliği**, İstanbul, 2012; Tükendi.
İkinci Baskı, 2013, ExxonMobil, İstanbul. (Fatih ÇİL ile ortak) Tükendi.
- 3.) Babam ve Suadiye Vapuru, **Suadiye Yayınevi**, İstanbul, 2013. Tükendi.
- 4.) PostModern Aforizmalar, **Tilki Kitap**, İstanbul, 2013. Tükendi.
- 5.) Muhasebe Felsefesi, **Minval Yayınları**, İstanbul, İstanbul, Kasım 2014

Editörlüğünü Yaptığı Eserler

- 1.) Sermaye Piyasası ve Borsa Okuryazarlığı, Arif Ünver, **Suadiye Yayınevi**, İstanbul, 2012.
- 2.) Dev Şiir Antolojisi, Emrah Çelik, **Tilki Kitap**, İstanbul, 2013. Tükendi.
- 3.) Halk Arz Yöntemiyle Özelleştirilen Şirketlerin Borsa Performansı, Dr. Esra Kabaklarlı, **Suadiye Yayınevi**, İstanbul, 2014.

ÖNSÖZ

Robert Hooke 1665 yılında ilk defa hücreyi bulduğunda, insan vücudunda 100 trilyonun üzerinde hücre olduğunu tahmin edebilir miydi? Ve bu hücrelerin 50 milyon tanesinin her saniye yenilendiğini bilebilir miydi?

Bu soruların cevabını bilmemiz mümkün değil. Ama ortalama bir insanın vücudunda her saniye 50 milyon hücrenin yenilendiğini artık biliyoruz. Bu dönüşüm, insanoğlunun sağlıklı bir şekilde hayatını sürdürmesi için Allah'ın bir lütfu olarak karşımıza çıkıyor.

Allah'ın birçok lütfundan feyz alarak insanoğlunun hayatını kolaylaştıracak buluşlarda yine insanoğlu tarafından gerçekleştirilmiştir. Tıpkı Ohio, Dayton'lu bisiklet ustaları olan Wilbur ve Orville Wright kardeşlerin 1899 yılında kuşların uçması hakkında herşeyi sistemli bir şekilde incelemeye başlamaları ve en nihayetinde bugün okyanusları saatler içinde aşarak ulaşmamızı sağlayan devasa yolcu uçaklarına kadar uzanan ince bir yol...

İnsanoğlu'nun feyz alacağı herşeyin doğada varolması bir realite...Hücre yenilenmesinde olduğu gibi "YENİLENME" !

Evet Türkiye'mizin de ekonomik modelinin yenilenme vakti gelmiştir...Ki sağlıklı bir şekilde arzu edilen hedefler gerçekleşebilsin...

100. yaşını kutlamaya hazırlanan Türkiye, 29-30 yaş aralığına sahip, toplamda 75 milyonu aşan nüfusuyla çok büyük bir hazineye sahip. Doğru ve kontrollü yönlendirildiği takdirde...

Kalkınmanın en önemli sac ayaklarından olan ekonominin gelişimi, Anadolu Toprağı'nın fedakâr insanların hak ettiği bir gerçektir...

Bu gerçekliğin somutlaştırılması için, teknoloji ve bilgi tabanlı "yeni nesil ekonomi" modelinin ülkemizde devreye alınması farz olmuştur. Zaman kaybı, hedeflerin gerçekleşmesi için sarfedilmesi gereken çabayı da çarpan etkisi ile artırmaktadır. Tamda bu noktada "yeni nesil ekonomi" modeli kavramı için farkındalığın toplumun eksiksiz tüm kesimlerinde vücut bulması büyük önem arz etmektedir...

1980 sonrası dışa açık ekonomi modelini benimseyen ülkemiz, artık yeni seviyeye geçerek, sahip olduğu genç nüfusa ihtiyacı olan ve hak ettiğini verebilen bir yapıya kavuşmak zorundadır.

Bu "yeni nesil ekonomi" modelinin realizasyonu için, artık demode olan salt

para ve maliye politikaları ile yönetim modelinin bir kenara bırakılıp, ekonomik kalkınmanın hane halkına sirayet etmesi için, Sermaye Piyasaları'nın devreye alınması kaçınılmaz olmuştur.

Ülkemizde, üretim faktörlerinin en önemli sac ayaklarından olan sermaye açığı probleminin kalıcı ve sağlıklı bir şekilde çözülmesi, Türkiyemizi birçok prangadan kurtaracaktır. Ve önünü açarak ferahlatacaktır!

Sermaye Piyasalarının en önemli bacağı olan özkaynak (hisse senedi) tarafının fiyat artış ve azalışları ile değilde, yarattığı kaynak vasıtasıyla sağladığı avantajın öne çıkarılması ve bu yönde farkındalık yaratılması önem taşımaktadır. Üretimi destekleyen, istihdam dahil birçok mecraaya sağlayacağı faydaların algılanıp, komisyonculuğa dayanan sermaye piyasası modelinin de terk edilmesi gereklidir...

Çörek otuna benzetmekte bir sakınca görmediğimiz, sermaye piyasalarının birçok ekonomik derde deva olduğu iddiasını sürdüreceğiz...

Gelir dağılımında varolan adaletsizliğin, dolaylı vergiler ile dolaysız vergiler arasındaki olumsuz dengesizliğin, sermaye açığının, istihdam sorununun ve dışa bağımlılığın başta olmak üzere birçok ekonomik ve sosyo-ekonomik problemin aşılmasında en önemli açarın "sermaye piyasası" olduğunu ifade etmek isteriz...

Halkımızın ve maalesef kimi yönetsel vasfı taşıyanların dahi, sermaye piyasası, borsa denilince, 'Amaan hadi canım, kumarla işim olmaz' dendiği ülkemizde, Sermaye Piyasası ve Borsa'nın yanlış anlaşıldığı kanaatine sahibiz...Bu kitabımızın içeriğinde, bu algıyı kırmak ve gerçek anlamda borsanın indici gibi haketmediği magazinsel tüketimine engel olarak, Büyük Türkiye için olmazsa olmaz bir kavram olduğuna ilişkin farkındalığın artmasına katkı sağlamayı hedefledik...

Bu güzel ülkemize bir tuğlada bizden olursa, ne mutlu bize...

Türkiye'nin Sigortası; Sağlıklı Sermaye Piyasası...

Arif ÜNVER, Dursun Ali YAZ
Ataşehir, 19 Aralık 2014

GİRİŞ

Her yazar gibi bizimde söylecek sözümüz, aktaracak fikirlerimiz vardı. Bunun yanında gerek sivil toplum örgütlerindeki görevlerimiz gerekse üniversitelerdeki hoca kimliğimiz ile bu soylu topraklardan aldığımızı geri vermek gibi ulvi bir gaye peşine düştük. Meramımızı ‘Borsadan Uygarlığa’ mottosuyla iki kelimeyle ifade ederek, kitabın sonunda söyleyeceğimizi kapağa taşıdık.

Dolayısıyla kitap kapağını görüp, vermek istediğimiz mesajı aldıysanız, içeriği okumanıza gerek olmadığını belirtmeliyiz. Ancak bu mesajın hangi fikir ve argümanlarla ortaya konduğunu merak edenlerle ‘ithaki’ yolculuğuna devam edebiliriz.

Topluluk, düğünde dernekte, çarşıda pazarda, toyda oyunda, tarlada tapanda, bayramda seyranda birbirlerini gözle ve sözle kontrol eden insanların, doğal örgütlenme modelidir. Toplum ise hiç görmediği hatta görme veya birbirini tanıma şansı olmayan kimselerin, eşit şekilde yaşadığı kurallara tabi sosyolojik iklimdir. Yine belli bir yöredeki insanların belli bir zaman dilimindeki kültürel, sosyal ve ekonomik birlikteliğine ise medeniyet, bugüne kadar ortaya çıkmış, yüzlerce farklı medeniyetin farklı toplumlar tarafından özümşenerek daha ileriye taşınmasına ise uygarlık demek mümkündür.

İnsanlık tarihine örnek medeniyetler kazandırmış coğrafya ve kimliklerin başlıcaları arasında; Mezopotamya, İslam, Çin, Yunan, Roma, İran, Mısır ve Batı Dünyası sayılabilir. Bunların herbiri, adına ‘uygarlık’ dediğimiz insanlığın bugün ulaştığı seviyeye mutlaka bir katkı sunmuştur.

Bu kitap her ne kadar sermaye piyasası ilgililerini ‘bilgilendirmek’ için yazılmış olsa da, içinden geçtiğimiz zaman dilimine ‘bilgi çağı’ denmesine aldanmayın. Bilgi tek başına hiçbir şeydir. Yirmi sene öncesine gidelim, seans kapanış fotokopilerini parayla satın alıyorduk. Şimdi ise işlem gören bir senedin mali tablolarına ulaşmak saniyelerimizi alıyor. Ama hâlâ yüzbinlerce yatırımcı dolandırılıyor, halka arzlar hüsrarla sonuçlanıyor, borsa tabana yayılmıyor vs. Kısacası bilgiye erişim kolaylaştı ancak bu veriler, bizim yorum getirmemize, analiz gücümüze ve sentez yeteneğimize muhtaç durumda.

Makro açıdan bakarak çok ilginç bir örnek daha verelim; günümüzde ilkokul mezunu olan sıradan bir vatandaşımız bile; Mezopotamya medeniyeti ulularından Gılgamış, Urnaşe; İslam medeniyeti banilerinden Farabi, İbni Sina; Çin medeniyeti mimarlarından Fu shi, Yang Şao; Yunan medeniyeti büyüklerinden Aristo, Eflatun; Ortaçağ stratejistlerinden Machiavelli, Rousseau; İran medeniyeti kurucularından Ardeşir, Firdevs veya Antik Mısır'ın firavunlardan daha fazla bilgiye sahiptir.

Fakat ne kadar çok bilerseniz bilin, doğru stratejileriniz yoksa, işin ruhunu kavrayamadıysanız, bildiklerinizin topluma faydası olmaz. Aksi halde ilk diplomasını alan birinin, yukarıda sayılan isimlerden daha donanımlı kabul edilmesi gerekirdi.

Bireyleri önce topluluğa, sonra toplum ve medeniyete; insanlığı ise uygarlığa taşıyan 'püf nokta' bilgidен ziyade onun analizi ve gelecek nesillere aktarımıdır. Zira medeniyetler kurulur, yıkılır, ancak uygarlık kavramı soyuttur, başı sonu yoktur, sınırsızdır. Farklı medeniyetlerden ihtiyacı kadarını alır ve geçmiş toplumların birikimlerini zamanın ruhuna uyarlayarak yoluna devam eder. Gerçektende medeniyetler canlı birer organizma gibi doğar, büyür, gelişir ve ölürler. Uygarlık ise medeniyetlerin entelektüel birikiminden beslenerek insanoğlunun bugün ulaştığı birikime işaret eder.

Başka bir ifadeyle yeryüzünde kurulmuş her medeniyetin ulaştığımız uygarlık seviyesinde, mutlaka payı vardır. Her medeniyet yaşam tarzı, kültürü, ekonomisi, kullandığı araç ve gereçler bakımından farklılık arz eder. Ama değişmeyen bir gerçeklik vardır; Herşey insanla başlar, insanla biter. Herşey insanı mutlu etmek içindir. Bunun için insanı topluma entegre etmeniz gerekir. Sadece araçlar farklıdır.

Nasıl mı?

Bilinen medeniyetlerin tamamında Borsa vardı, biliyor musunuz? Çünkü insan olan yerde ticaret, ticaret olan yerde ise paylaşım, piyasa, alışveriş yani Borsa olmalıydı. İnsanı yani bireyi topluluktan topluma taşıyan ve kurduğu toplumu günün medeni kriterleri çerçevesinde yaşatan görünmez mekanizmadır Borsa. Dolayısıyla Borsa, bir zorunluluk değil, ihtiyaçtır.

Bunu nereden anlıyoruz?

Bakınız, yüzbinlerce mağdura rağmen, sermaye piyasalarını öğrenmeye çalışan nitelikli bir kesim var. Bu insanlar para ve zaman harcayarak bizim derslerimize geliyorlar. Yine milyar dolarlık servetlerine rağmen halka açılarak şeffaf ve paylaşımcı olan şirketlerimiz, gurur yapmadan kamuoyuna hesap vermeye hazır girişimcilerimiz var. Tüm bu olumsuzluklara rağmen, bu saydığımız kitlelerin piyasaya gelmesi bir ihtiyacın sonucudur.

Açıkçası kadim medeniyetlerin tamamında hisse senedi, poliçe, tahvil, vergi, bilanço vs kullanılmıştı. Sadece isimleri, şekil şartları, yasaları, terminolojisi veya kullanım tarzları değişti. Yine her medeniyette fon arz eden veya fon talep edenler de vardı, düzenleyici ve denetleyici otoritelerde. Hatta arpa ve çavdarı evcilleştirerek ilk finansal enstrümanı icat ettiğimiz günden beri, BORSA vardı desek, yanılmış olmayız. Borsamız 25 yıllık derken, tüzel kişiliğine vurgu yapılır, daha öncesinde piyasa olmadığı anlaşılmasın. Adına ister pazar ister toy deyin, ister çarşı ister kervan, isterseniz piyasa deyin. Borsa'nın olmadığı yerde yaşayan insanlar, bırakın medeniyet kurmayı, kavim bile olamadılar. Kadim medeniyetlerin ortak noktasıdır Borsa.

Özetle, piyasa olmadan borsa mekanizması olmadan bir topluluk, toplum, medeniyet ve en sonunda uygarlık kurmanız mümkün değildir. İnsanlar, topluluklar, toplumlar, medeniyetler kendi kendini yeniler. Sadece isimler, kurumlar, enstrümanlar, terimler, mekânlar değişir ama temel kurgu hiç değişmez.

Varlığını devam ettirebilen kişi ve kurumları incelediğinizde, güçlü olanların değil, zamanın şartlarına uyum gösterenlerin başarılı olduğunu göreceksiniz. Ve bir coğrafyada, insanların bir arada yaşamasını sağlayan ekonomik, sosyal ve kültürel bir iklim oluşturulduysa, bu uyumun arkasında bugün borsa adıyla kavramsallaştırdığımız veya daha makro açıdan Sermaye Piyasaları dediğimiz bir organizasyon olduğunu fark edeceksiniz.

Kısaca;

Borsa yoksa uygarlık yoktur!

İnsanlık tarihinde öne çıkan medeniyetler, ekonomik altyapı ile zihin dünyası zengin topraklarda yeşermiştir. Başka bir ifadeyle sermaye ve bilimden yoksun coğrafyalar, bugün bile acınacak haldedir. Ekonomik iklimin bileşikleri olan üretim sistemleri, sermaye hareketleri, mülkiyet sorunsalı, vergi politikaları ve ticarî ilişkiler 'sermaye piyasaları' üzerine yükselir. Başka bir ifadeyle sermaye piyasaları ve onun özelinde Borsaları güçsüz bir topluluğun, medeniyet kurduğunu yazmamıştır tarih bilimi.

Bilindiği üzere genç bir nüfusa sahibiz. Bu olgu, çoğu zaman olumlu algılansa da, aynı zamanda önemli sayıda insanımızın tecrübesiz olduğuna işaret eder. Örneğin, cep telefonu dediğinizde sadece akıllı telefonları algılayan, fakat insan sesiyle başlayıp, duman, güvercin, mektup, ulak, telgraf, teleks, fax ve diğer iletişim araçlarını yok sayarak, elindeki akıllı telefonun binlerce yıllık tecrübenin sonraki nesillere aktarılmasıyla ulaştığını fark edemeyebilirler.

Benzer şekilde Borsa ve Sermaye Piyasası dediğimizde de gençlerimizin gözünde canlanan tablo; ışıltılı ekranlar, fiyat grafikleri, gıcır gıcır dolarlar, büyük ve şatafatlı imgeler vs.'dir. Halbuki, insanların tahılı evcilleştirdiği ilk günden itibaren, borsalar kurulmaya başlanmıştı. Yüzlerce antik kentte yer alan piramitler, saraylar, tiyatrolar, külliyeler, tapınaklar, nekropoller, tümülüsler, kervansaraylar, su kanalları, hamamlar, çeşmeler, meclis binaları kısacası aklınıza gelen tüm tarihi yapılarıyla *insana hizmet eden kentler, Borsa olmadan inşaa edilemezdi, edilmedi de.*

İşte bu kitapla sermaye piyasalarının, toplumların medenileşmesine ve uygarlaşmasına sunduğu bu katkıya dikkat çekilirken, günümüzün yapısal sorunlarına çözüm önerileri getiril mek istenmiştir.

İlk bölümde Arif Ünver'in 34 tane yazısı yer almaktadır. Bu makalelerinde; amaca hizmet eden Borsa kurumunun, gelir dağılımından insanların günlük hayatına uzanan bir yelpazede olumlu etki yapacağını kanıtlarıyla ortaya koyuyor. Finans Merkezi olmak isteyen İstanbul'un bu hedefe ulaşması için stratejik önemde hatırlatmalar yapıyor. Borsa ve foreks piyasalarında işlem yapan tasarruf sahiplerinden yatırım şirketlerine, düzenleyici ve denetleyici kurumlardan siyasi iradeye katkı sunmak adına gün ışığına çıkmamış öneriler

sıralıyor. Kavramsal ve etik açıdan, doğru zannedilen pek çok yanlış gözler önüne seriyor. Piyasalarımızı bu işin kâbesi olan ABD ile karşılaştırarak katetmemiz gereken mesafeyi söylüyor.

Yine ihtisas mahkemelerinden yatırımcı kulüplerine, kurumsal yatırımcılardan imtiyazlı paylara, temettünün öneminden yatırımcı profillerine kadar hiçbir yerde dile getirilmemiş konuları cesur bir dille, çarpıcı analizler ve somut örneklerle ortaya koyuyor.

İkinci bölümde ise, Dursun Ali Yaz tarafından kaleme alınan 23 adet yazıda; Sermaye Piyasası kurumlarının reel ekonomiyle olan sorunları ve çözüm yolları gösterilmiştir. Borsa ve ekonomilerin bel kemiği olan şirketlerimizin kurumsal yönetim sistematiği küresel ilkeler ışığında mercek altına alınmıştır. Hisse senetlerinden mali tabloların analiz tekniklerine, uluslararası regülasyonlardan reel sektörü dönüştüren küresel paradigma değişikliğine vurgu yapılarak, borsa ve şirketlerimiz üzerindeki olası etkileri inceleme konusu yapılmıştır. Yepyeni mali analiz tekniklerinden gelir tablosu makyajına, halka arzların perde arkasından, sürdürülebilirlik ve entegre raporlama ilkelerine uzanan evrensel karakterdeki incelemeleriyle ekonomiye, toplumsal hayata ve mali raporların geleceğine ilişkin öngörüler sıralanıyor.

*

Her iki yazarın, medeniyetlerin beşiği olan bu toprakların sermaye piyasasına ilişkin sorunlarını, uluslararası gelişmeler ve ülkemiz gerçekleriyle harmanlayarak farklı üslup ve kıvrak zekâyla kurguladıkları çarpıcı makaleleri artan bir dikkatle okuyacağınıza eminiz.

‘Türkiye’nin sigortası, sağlıklı sermaye piyasaları!’ gerçeğinden beslenen bu kitabın, Borsadan başlayan ve Uygarlığa uzanan sonsuz yolculuğa katkı sunması dileklerimizle...

İÇİNDEKİLER

Arif ÜNVER Yazıları

1. Türk Sermaye Piyasası'nda Hisse Senedi Piyasası'nın Önemi ve Yapılması Gerekenler
2. Borsanın İtibar Kaybı, Yeni Nesil Hisse Piyasası ile Önlenir, Onun İçin de...
3. Borsa, Panik Ataklara Uygun Değil!
4. Hedef Nerede? Biz Neredeyiz?
5. . . . Sorunlar, Para Politikalarıyla Çözülseydi, Ülkeleri Merkez Bankaları Yönetirdi!
6. Hukuki ve Vicdani Sorumluluk
7. Yatırım ve Yatırımcı Kültürü
8. Kurumsal Gömlek Giyme Zamanı
9. Mükemmel Bir Sistem; En Önemlisi Samimiyet
10. Cin Olmadan Adam Çarpmak
11. Onlar Temettü İle Övünüyor. Bizimkiler Kâr Kaçırarak Meşgul
12. Kurumsal Yatırımcının Adı Var
13. Şirketlere Karne Oluşturma Yöntemi
14. Halka Arzlarda, Defter Değeri de İlan Edilmeli!
15. Halka Açıklık Kavramı ile İmtiyazlı Pay Çelişkisi
16. Küçük ve Orta Ölçekli Yatırımcı Davranışlarının Önemi
17. Yerli Yatırımcının Önemi İyi Anlaşılmalı!
18. Çözümün Adresi Siyasi İrade; Hareket Noktası SPYD
19. Sermaye Piyasaları İslami mi Yoksa Sosyalist mi?
20. Güçsüz Olan Taraf, Halka Açık Kısmı Elinde Bulunduranlar
21. Şeffaflığın Yolu 'Gerekçe'den Geçer!
22. Önde Gelen Hisseler Ne Kadar Derin?
23. 24. Madde'nin Hakkı Verilmeli!
24. Sermaye Piyasasında Madolyonun İki Yüzü
25. GİP'te Insider'a Açık Kapılar Kapatılmalı!
26. Şirketler, Niçin Borsadan Çıkmak İster!
27. Türk Ekonomisi, Prangalarından Sermaye Piyasası ile Kurtulur!
28. Fısıltı Gazetesi Para Kazandırmaz!
29. Foreks Şirketlerinin ve Yatırımcılarının Dikkatine
30. İhtisas Mahkemeleri Tesis Edilmeli!
31. SPK, Tüm Otoritelere Referans Olmalı
32. Sermaye Piyasaları Ülkemiz İçin Lüks mü, İhtiyaç mı?
33. Türkiye'nin Sigortası; Sağlıklı Sermaye Piyasası

Dursun Ali YAZ Yazıları

34. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin ‘Varlık Nedeni’
 35. Akil Kurumlara Ortak Akıl Çağrısı
 36. 1 Şirket 2 Bilanço ise, 2 Şirket 4 Bilanço Eder
 37. Kâr Dağıtmayan Şirket Yoktur!
 38. Geleceği Tahmin Etmek İşin Büyüsü
 39. Mali Analizin Kökeni
 40. İşin Sırrı Mizanda
 41. Mizandan Yapılacak Mali Analizin Farkı
 42. Bilanço Makyajı
 43. Gelir Tablosu Makyajı
 44. Maldaror Şarkıları Eşliğinden Mali Analiz
 45. Halka Arz’dan Gelen Kaynağın İzini Sürmek (1)
 46. Halka Arz’dan Gelen Kaynağın İzini Sürmek (2)
 47. Halka Arz’dan Gelen Kaynağın İzini Sürmek (3)
 48. Halka Arz’dan Gelen Kaynağın İzini Sürmek (4)
 49. Finansal Tablolarda Yaratıcı Yıkım
 50. BİST Sürdürülebilirlik Endeksi, Gong Törenine Hazır mı?
 51. Mali Analizde Küresel Devrim: Entegre Raporlama
 52. Sürdürülebilir Türkiye’nin Barometresi
 53. Sürdürülebilirlik İlkelerine Duyarsızlık
 54. Sürdürülebilirlik Anlayışının Mali Raporlara Yansıması
 55. Darphanede Basılan Altın Hisseler

*

TÜRK SERMAYE PİYASASI'NDA HİSSE SENEDİ PİYASASI'NIN ÖNEMİ VE YAPILMASI GEREKENLER

Arif Ünver, 02 Temmuz 2012, www.borsagundem.com

Öncelikle bir takım rakamlar vererek başlamak istiyorum. BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu) verilerine dayanarak, ülkemizde toplam mevduatın (vadeli+vadesiz+döviz tevdiat) 800 milyar TL'nin üstünde olduğunun altını çizmek lazım. Türk hisse senetleri piyasasında yerli yatırımcının yaklaşık 50-60 milyar TL arası tasarrufu mevcut.

Şimdi tam bu noktada yukarıda verdiğim rakamlar neyi ifade ediyor? Biraz onu açmak lazım, ülkemizde mevcut tabloda yerli hisse senedi yatırımlarının toplam bankalardaki mevduata oranı, 15'te 1'i gibi çok düşük olduğudur. Bu dengenin hisse senedi lehine değişmesinin bir kesime olumlu etkisi olurken, bir kesimin de bu işten hoşlanmayacağı aşikârdır. Şimdi bu taraflardan ve dengenin değişmesi halinde taraflara etkilerini ele alalım.

Taraflardan bir tanesi bankalar, sayıları 100'ün altında, bir diğer taraf ise yaklaşık 70-80 milyon Türk halkı. Bahsettiğimiz dengenin hisse senetleri lehine değişime uğramasını örneklendirerek zihinlerde açmak konunun daha iyi kavranmasını sağlayabilir.

Mevduatta tutulan 800 milyar TL'nin 250 milyar TL'sini hisse senetleri piyasasına çektik, ne oldu? Bankaların elinde ki mevduat düştü 500 milyar TL'li seviyelere, bankalara ne oluyor? Elleri daha az para kaldığı için daha az para satabiliyorlar ve faiz gelirinden mahrum oluyorlar. Eee, bunun vatandaşa bir zararı var mı?

Cevabı duyar gibi oluyorum; tabi ki yok ama bankalar açısından bakınca durum nasıl? Can sıkıcı kârlarda düşüş ve pastadan aldıkları payın azalması, bu durum kimi üzer bankanın patronunu.

Şimdi hisse senetleri piyasasının durumunu ele alalım, gelen 250 milyar TL ile ne oluyor? Şu oluyor; şirketlerimiz sıfır maliyetli bu para ile daha büyük yatırımlara giriyor, kârları büyüyor; şirketler büyüdükçe işsizliğe çare oluyor, kârları büyüyor ve bu kârları kendilerine para sağlayan ortakları ile paylaşıyor

ve gelir dağılımında ki adaletsizlik düzeliyor. Ekonomik refahın artması ile ülke genelinde yaşanan birçok çarpıklık kendiliğinden yok oluyor. Bakın konu nereden nerelere geldi.

Yukarıdaki resmin gerçekleşmesi için yapılması gerekenler:

- -Halka açıklık kavramının yeniden tanımlanması,
- -Tasarruf sahiplerinin haklarının gözetilmesi,
- -Nitelikli, büyük halka arzların yapılması,
- -Yerli yatırımcı haklarının, yabancıya karşı korunması,
- -Düzenleyici ve denetleyici otoritenin, sektörün mutfağı ile entegrasyonu,
- -Sermaye piyasasının milli bir kampanya ile desteklenmesi gerekmektedir.

BORSANIN İTİBAR KAYBI, YENİ NESİL HİSSE SENEDİ PİYASASI İLE ÖNLENİR, ONUN İÇİN DE...

Arif Ünver, 07 Ağustos 2012, www.borsagundem.com

İFM (İstanbul Finans Merkezi) hedefi olan ülkemiz de, finansal piyasaların her bir bacağına ayrı ayrı uluslararası aktörlerle rekabet edebilir nitelikte olması şarttır. Finansal merkez olma hedefinin fonksiyonlarından, bankacılık kesimi gelişimini sürdürmekte ve yabancıların gözbebeği olmaya devam etmektedir. Borçlanma piyasalarımız ve enstrümanlarına gelince, yine bankacılık sektöründe olduğu gibi, gerek ürün çeşitliliği gerekse derinlik bakımından sorun teşkil etmez. Ama söz konusu ülkemiz hisse senetleri piyasası olduğunda aynı ifadeleri kullanamayacağım.

Aslında Borsa İstanbul'un en büyük sorunu derinlik olmayışıdır. Takip edenler bilir, her akşam veri kuruluşları Borsa İstanbul'a ilişkin bir rakam verirler, derler ki,

“BİST'in piyasa değeri şu kadar, bu kadar” şeklinde, son olarak da yaklaşık olarak bu rakam 480-490 milyar TL civarındadır.

Değerli okuyucular aslında bu rakam, borsada işlem gören firmaların halka açık olmayan kısımlarının da hesaplanması ile bulunan rakamdır. Uluslararası alemde bu toplam rakam değil halka açık kısmın büyüklüğü önem taşır ve hesap kitap işlerinde buna bakılır.

Bu rakam da uluslararası literatürde 'mcap' olarak ifade edilir.

Açılımı da “market capitalization” dur. Peki, ne demek bu ifade? Borsada işlem gören firmanın halka açık kısmı, başka bir ifade ile borsada alım satıma konu olan toplam hisse adedinin borsa fiyatı ile çarpılmasıyla bulunur.

Bir örnekle açıklayalım ki somutlaştıralım; xxx hissesi ödenmiş sermayesi 100.000 TL, halka açıklık oranı %25, borsa da işlem gördüğü fiyat ise 3 TL olsun. Şimdi öncelikle xxx hissesinin borsada işlem gören hisse adedi $100.000 \cdot 0,25 = 25.000$ adettir. Nasıl bulduk? Ödenmiş sermayenin her bir TL'si aynı zamanda bir adet hissedir.

Buradan yola çıkarak ödenmiş sermayeyi halka açıklık oranı ile çarptık ve borsada alım satıma konu olan 25.000 adet hisse olduğunu bulduk. 25.000 adet hisseyi de borsa fiyatı 3 ile çarpıyoruz, $25.000 \cdot 3 = 75.000$ TL rakamını

buluyoruz. İşte bu 75.000 TL, ilgili firmanın mcap'ı oluyor değerli okuyucular. Ama ülkemizde yerleşmiş yaklaşımla konuya baksaydık, xxx hissesi borsada 3 TL, 100.000 adette pay var, direkt $100.000 \times 3 = 300.000$ TL piyasa değeri yaklaşımında olacaktık. Bu rakam halka açık olmayan kısımda kapsayacaktı. Değerli okuyucular dünya borsa lisanında konuya böyle bakılmaz.

Şimdi gelelim, BİST'in genel durumuna, yazımızın başlarında ne dedik? Borsa için akşamları bir rakam açıklarlar, borsanın toplam piyasa değeri şu sıralar bu rakam "480-490 milyar TL arası" dedik. Bu rakam her hissenin %100'nü halka açık varsayan rakamdır, halka açıklık oranlarına indirgediğiniz zaman bu rakam yani BİST'in mcap toplamı 176 milyar TL'dir.

Dolar bazına indirerseniz mcap toplamı 95-100 milyar USD'dir.

Değerli okuyucular aslında Borsa İstanbul'un büyüklüğü uluslararası anlatımla 100 milyar USD'dir ve bunun da % 64 ü yabancının elindedir.

İFM olma hedefinin olmazsa olmazlarından hisse senetleri piyasamızın en büyük sorunu derinliktir. Ve bu derinlik konusu son dönem yapılan halka arz modeli ile çözülebilecek bir konu değildir. Modelin acilen değiştirilmesi gerekmektedir, eğer uluslararası bir hedefimiz var ise. Borsayı derinlik açısından ele aldığımızda, derin olduğu söylenen hisse senetleri bile aslında özü itibarı ile derin değildir.

Bu ifadeyi de bir takım rakamlar ile somutlaştırmak isterim. Borsada en çok işlem gören birkaç bankanın isim vermeden takas ve halka açıklık rakamlarını ele alalım; xxx bankasının ödenmiş sermayesi 4.2 milyar TL, halka açıklık oranı ise % 48 civarındadır. Bu rakamlarla piyasada yaklaşık 2 milyar adet hisse olması lazım değil mi? Fakat ilgili hissenin takas saklamasına baktığımız da piyasadaki hisselerinin %8'i dışındaki toplamın ilk 5 kurumda olduğunu görebilirsiniz.

Diğer yyy, zzz hisselerinde de durum aynıdır. Kısacası derin görünümlü hisselerde dahi derinlik özü itibarı ile kaybolmuştur. İlgili hisselerde oluşan hacimlere baktığımızda neredeyse %80-90 civarı bir payın fiktif işlemler olduğunu görürsünüz, yani gün sonu itibarı ile kapatılan al-sat işlemleri büyük çoğunluğu oluşturur.

Sermaye piyasasının amacı olan sermayenin tabana yayılması kavramı da amacından sapmış ve sermaye burada da tavanda toplanmıştır.

Bütün bu çarpıklığı yok ederek yeni nesil hisse piyasası oluşturmak adına son durumda devam eden halka arz stratejisine son verilerek, ülkemizin ilk 1000 şirketi üzerinde yoğunlaşmalıdır. Bu büyük firmaların halka arza ikna olmaları için gerekirse 3-5 yıllık vergi teşvikleri ile özendirilmeliler. Ülkemiz sermaye piyasasının sağlıklı büyüyerek gerçekten amaca hizmet etmesinin anahtarı, ülkemizin en büyük ilk 1000 firması içinde halka açılmış firma sayısının artırılmasıdır.

Aksi takdirde mevcut halka arz stratejisi ile birçok küçük boyutlu firmayı borsaya çekerek, sıklıklarından dolayı birçok manipülasyon çukurları açmış oluruz. Bu çukurlar aynı zaman da zaten itibarı maalesef pek de iyi olmayan borsanın ilerleyen zaman diliminde daha da büyük itibar kayıplarına uğramasına sebep olabilir. 'Kaş yapayım derken göz çıkarma' atasözünü teyit etmeyelim. Büyük firmaların halka arzları, aynı zaman da derinlikleri ile manipülatif işlerin de önünü keserek, SPK'nın enerjisini ülke ekonomisine faydalı konulara yöneltmesine zemin de hazırlar.

BORSA, PANİK ATAKLARA UYGUN DEĞİL!

Arif Ünver, 20 Mart 2012 tarihinde Anadolu Ajansı'na verilen mülakat

Yatırımcı açısından en önemli konunun temettü olduğunun altını çizen Ünver, şu görüşleri paylaştı:

“Temettü konusunun ön plana çıkartılması önemli. ‘Halka arz seferberliği’ deniyor. Şirketlere sıfır maliyetli finansman olanağı sağlanıyor. Burada yatırımcı güveniyor, şirketler sıfır maliyetle yatırımcının parasını alıyor. Yatırımcı, ‘Şirket para kazansın, kazandığını bizimle paylaşsın’ diyor. Yatırımcılar hisse senedini alıyor, aradan zaman geçiyor ancak temettü alamıyor. Bunun karşılığını vermiyorsunuz. Bu davranış, basiretli iş adamı olmayı teyit etmiyor. Halka açıklık oranı yüzde 50’nin altında olunca genel kurullarda temettü önerildiğinde küçük yatırımcının oy hakkı karar aldirmaya yetmiyor. Aile şirketi misin yoksa halka açık şirket mi? Buna gerçekten karar vermek gerekiyor. Bir taraf bilinçlendirilmeye çalışılıyor ama öbür taraf etik olmaya davet edilmiyor. Temettünün yasal düzenleme ile mecbur hale getirilmesi gerekir. Türkiye’de para çok. Borsada kimseyi bilinçlendirmeye gerek yok. Tasarrufu özendirmek için cazip bir şeylerin sunulması gerekir. Temettü işinin düzene sokulması gerekiyor. Bu olmazsa olmaz.”

Temettü sorunundan dolayı yatırımcının şu dönemde bilinçlendirilmesinin yatırımcı sayısını azaltacağını öne süren Ünver, “Bilinçli yatırımcı seferberliği şu anda Türk sermaye piyasasına gelen yatırımcı sayısını azaltır. Bilinçli, her şeye hakim olan yatırımcı mevcut haliyle bu piyasaya gelir mi? Temettü olmadan neden gelsin? Yabancı yatırımcıların ağırlıklı takasları temettü veren firmalardır. Temettü vermeyen hissede zaten yabancı takası göremezsiniz” dedi.

Türk yatırımcısını temettüden sonra en fazla mağdur eden ikinci konunun ise bedelli sermaye artırımını olduğunu anlatan Ünver, “Burada etik olmayan finansal mühendislik yaklaşımları var. Bedelli sermaye artırımını dünyada iş yapan firmalarda makbul bir şeydir. Çünkü şirket büyüme hamlesi yapmak üzeredir. Sıfır maliyetli paraya ihtiyacı vardır bunu ortaklardan temin eder. Bir hamle yapar, ticareti büyütür kârı da sizinle paylaşır. Türkiye’de bakıyorsunuz her yıl sürekli bedelli sermaye artırımını yapıyor. Ne şirkette bir büyüme var, ne bir şey var... Sürekli şirketlerin lehine, yatırımcı ne olacak? O zaman sermaye piyasası amacını yitiriyor” diye konuştu.

Arif Ünver, Türk yatırımcısının özelliklerine ilişkin olarak ise şu gözlemlerini paylaştı:

“Türk yatırımcısının en büyük eksiği, trafikte ne ise borsada da o. Sabırsız, bir an önce para kazanmak istiyor. 3 günde kazanıp çıkayım... Böyle bir şey yok. Eğitimlerde öncelikle bir profil belirliyoruz. Yatırımcı profil ve psikolojisine göre önce insanları konumlandırıyorum. Çünkü 20 yaşında bir insan ile 50 yaşında bir insanın risk algısı aynı olmamalı. Eğitim düzeyine, cinsiyete göre sosyal düzeyinize göre bunların hepsi derin konular. Örneğin, ben bekârim hisse senedi aldım, zarar ettim, sadece ben etkilenirim. Evliyse, eşim ve ben zarar görürüm. Bu konumlandırmayı yaptıktan sonra gerisi kolay zaten. 20 yaşında genç üniversite öğrencisi teknik analiz kullanabilir kısa vadeli işlemler yapabilir. Çünkü olası terslikleri telafi etmek için normal şartlarda önünde yılları var. Ama 40-50 yaşlarında biri için aynı şey söz konusu değil.»

Borsanın prim ve temettü olmak üzere iki getirisi olduğunu hatırlatan Ünver, anlık alım satanların yatırımcı kabul edilemeyeceğini, bunların borsa spekülâtörleri olduğunu anlattı. Ünver, «Spekülasyon yapılmaya çalışılır. Genelde ters gider ve bu spekülâtörler mecburi yatırımcı haline dönüşür. Başarısız spekülasyon insanı yatırımcı yapar» dedi.

Borsa panik ataklara uygun değil

Arif Ünver, borsada işlem yapma isteğinin, kişilerin karakteriyle de ilgili olduğunu gözlemlediğini anlatarak, “Yaptığının bazen yanlış olduğunu bilerek kendini durduramayanlar var. Kimi insan panik atak, bu iş panik ataklara uygun değil. Daha duygusal oldukları için kadınların borsada bazen sağlıklı hareket edemediklerini gördüm” dedi.

Borsa yatırımcısını “etken” ve “edilgen” olarak sınıflandırılabileceğini belirten Ünver, “Etken yatırımcı hiçbir şeyden etkilenmez, analitiktir. Kendi kararlarını kendisi verir. Edilgen yatırımcı ise sürü psikolojisiyle hareket eder, yazılı ve görsel medyada yorumcuların fikirleriyle hareket eder. Etken yatırımcı sayısı ne kadar artarsa, Türk borsası o kadar gelişir” dedi.

HEDEF NEREDE? BİZ NEREDEYİZ?

Arif Ünver, 23 Kasım 2012, www.borsa gündem.com

Finans merkezi olmak gibi yüksek bir hedef ortaya koymuş bir ülkede, ilgili hedefle uyumlu icraatların yapılması olmazsa olmazdır. Bu bağlamda halka arz seferberliği olgusunun, geldiği son durumda, ortaya çıkan tabloya neden olan faktörleri iyi algılamak lazım ki, doğru yaklaşımları ortaya koyup gereğini yapalım.

Son dönem halka arzların arzu edilen formatta gerçekleşemeyişinin en önemli sebepleri sırasıyla;

Halka arzlarda fiyatlama,

Halka arz olan firmaların ilgili kaynağı ne amaçla kullandığı ve halka arza aracılık eden aracı kurumların iş modeli,

Halka arz edilecek firmanın satış fiyatı yanında ilgili firmanın defter değerinin tasarruf sahibine bildirilmesi meselesidir.

Çünkü genel bir deyişle “yumurtasının çürük olduğunu beyan eden, yumurtasını satabilir” yeter ki yumurtanın vasfı açıkça beyan edilsin.

Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ne diyor? “Halka arz olacak firmanın açıkça imtiyazları dahil özel durumları belirtilecek” diyor. Buna ilaveten ek olarak bir düzenleme ile son mali tablolara göre muhasebe değeri (defter değeri) de belirtilmelidir. Mevcut durumda BİST’de ortalama piyasa değeri/ defter değeri ortalaması 1,7 ler seviyesinde. Bu rakam tasarruf sahiplerine ışık tutacaktır ki, şeffaflık ilkesinin altını dolduralım. Böylelikle tasarruf sahibi de “Kimse beni korumadı” diyememeli.

Gelelim halkın tasarruflarına talip olan firmalara; halka arzdan elde edecekleri kaynağı ne yapacağını açıkça deklare etmeli. Ayrıca halka arz geliri kavramı kulağa hoş gelmiyor, halka arzdan gelen kaynak gelir değil, sermaye niteliği taşıyor. Halka açıklık kavramı firmalara iyi anlatılmalı.

Gelelim aracı kurumlara; halka arz yaptınız, kurumsal geliri yazdınız, peki iş bitti mi? Hayır, bitmedi; eğer ki halka arzına aracılık ettiğiniz firmanın fiyatı balonsa, tasarruf sahibi muhtemelen zarar yazıyor, hisselerin fiyatı düşüyor.

Bu durumda ne oluyor? “Halka arzdan güzel kâr yazdım” diyerek seviniyorsunuz ama diğer taraftan mevcut yatırımcılarınız eridiği için al-sat yaparak size komisyon geliri yazacak müşteriniz kalmıyor. Ve bu iş modeli ile bindiğiniz dalı kesiyorsunuz, ‘ah’lar ‘vah’lar ile işler kötü diyorsunuz.

Bence şirketinizin yöneticileri, vizyonlarını geniş tutmadığı için hem sektöre hem kendinize zarar veriyorsunuz. Günü kurtarma derdine düştü iseniz bu kısır döngü bitmez, yok olma kaçınılmaz olur.

Halka arza aracılık edenlerin sicili yakından izlenmeli. Halka arzı tamamlamak, satışı yapmak, bu işin başarılı olduğu manasına gelmez, asıl olan halka arzdan sonra hissenin durumu başarıyı belirler.

Dolayısıyla aracı kurumların gerçekleştirdiği halka arzların sonrasında ilgili firmanın durumuna göre yeni bir halka arz yapmasına izin verilmeli. Halka arza aracılık yetki belgesi sahipliği gözden geçirilerek ele alınmalı. Detaylı bir konudur, uzatmak istemem.. Aracı kurumların gelir kaygısı, halka arz seferberliği gibi son derece önemli bir aksiyona gölge düşürmüştür.

Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile bankaların sermaye piyasası faaliyetlerini elinden alacak olan aracı kurumların sermaye yeterlilikleri gözden geçirilmeli ki, piyasamız güçlensin.

Küçük menfaatler uğruna sermaye piyasamız zarar görmesin... Maalesef, işini gücünü iyi yapan güçlü aracı kurumlarımız da bu durumdan olumsuz etkileniyor, sektörün geneli de. Ama kötü imaj tüm sektöre gölge oluyor, kurunun yanında yaş da yanıyor.

Gelişmiş ülkelerde aracı kurumlar en az bankalar kadar, hatta daha önemlidirler. Bu sebeple gerekirse konsolidasyon kaçınılmazdır.

Güçlü aracı kurumlar tasarruf sahiplerinin menfaatleri açısından da çok önemlidir.

Not: Halka arz, Halkbank arzı gibi olur..

SORUNLAR, PARA POLİTİKALARIYLA ÇÖZÜLSEYDİ, ÜLKELERİ MERKEZ BANKALARI YÖNETİRDİ!

Arif Ünver, 06 Ağustos 2012, www.borsagundem.com

Uzun zamandır, altını çize çize söylüyorum “parasal genişleme” mevcut ortamdan çıkış mümkün değildir. Bu paralelde konu artık merkez bankalarının söylemlerine de girmeye başladı.

Geçtiğimiz hafta ECB Başkanı Mario Draghi yaptığı açıklamada aynen şu ifadeyi kullandı: “Merkez bankaları hükümetlerin yerini alamaz...” Verilen mesajın içeriği gayet açık, kriz artık para politikalarının çözebileceği noktayı aşmıştır ve hükümetlerin görev alanına giren yapısal odaklı çözümlere ihtiyaç vardır, yapısal odaklı çözümler de merkez bankalarının değil, hükümetlerin işidir, mesajın içeriği bu.

Parasal genişlemenin, bir noktadan sonra, basınç sıkışması gibi patlayacağı ve bu patlamanın kalıcı, ağır hasarlar vereceği merkez bankaları tarafından iyi bilinmektedir. Draghi'nin verdiği bu mesajın zamanlaması da manidar olup, yaklaşan Amerikan ve Alman seçimlerine işaret etmektedir.

Bu yaklaşımı açmak gerekirse, Avrupa kıtasında tek para birimi, tek merkez bankası var ama tek bir lideri yok, sorun burada başlıyor, yaşanan krizden çıkış için her kafadan bir ses çıkması çözümü zora sokarken, ECB'nin de uyguladığı para politikalarının, yapısal reformlarla desteklenmesini engellemektedir.

Amerika tarafına baktığımız da tek para birimi, tek lider formatı Kasım ayında yapılacak seçimlerin olumlu enerji getirmesini sağlayabilir. Avrupa'da deyim yerinde ise ‘Kasap et derdinde, koyun can derdinde.’

Kimi Avrupa ülkeleri krizden çıkış yolu ararken, kimi Avrupa ülkeleri de yaşanan krizden nasıl nemalanırım derdinde. Açıkcası kader birliği yapamamış bir coğrafyanın, tek para birimini korumaya çalışması, samimi bir yaklaşım gibi gelmiyor insana.

Çizmeye çalıştığımız resim, USD ve Altın lehine gibi dururken, EURO'nun aleyhine bir tabloyu destekliyor. Diğer taraftan Çin'in parasal gevşeme

Aliif Ünver - Dursun Ali Ezer

sinyalleri önemli bir gelişme olarak ön plana çıkıyor ve bu gevşemenin olası sonuçlarının yakın takibe alınması önem arz ediyor.

Yatırımcıların önümüzdeki süreçte, ülkelerin ekonomik verilerinin analizine verdikleri önemi, ülkelerin seçim süreçlerinin siyasi sonuçlarına da vermeleri her zamankinden daha önemli, orta ve uzun vadeli projeksiyon yapabilmek için siyasi süreci yakın takibe almak gerekiyor ki, mevcut durumdan çıkışın anahtarı artık para politikalarında değil de, yapısal reformları uygulayacak siyasi iradelerde olacaktır.

BİR ON YIL DAHA KAYBETMEYELİM!

Arif Ünver, 03 Eylül 2012, www.borsagundem.com

Eğri oturalım, doğru konuşalım, sermaye piyasaları açısından bir on yılı daha kaybetmeyelim. Türkiye’ de son on yılda yakalanmış kayda değer bir büyüme var, hem de ortalama yüzde 6.5’luk bir büyüme. Bu yakalanan sürdürülebilir olduğu teyit edilmiş büyüme, ülkemizin adını dünyada büyüme rakamları açısından ilk 3’e yazdırmıştır.

Yakalanan bu olumlu ivmenin gerisinde kalan sermaye piyasamız, maalesef biz sektör çalışanlarını üzdüğü kadar, ülkemizi de sermaye piyasasının nimetlerinden mahrum bırakmıştır.

Borsamızda mevcut hesap sayısı hali hazırda ülkemiz nüfusunun yüzde 1’ine tekabül etmekte ve yerinde saymak bir yana, sürekli bir yatırımcı kaybı yaşanmaktadır. Ülkemizin nüfus yapısına baktığımızda, 30 yaş ve altı grubun, toplam nüfusun yaklaşık yüzde 50’sini oluşturduğunu görmekteyiz. Genç nüfus yapımız, ülkemizi bir yandan büyük bir pazar yaparken diğer taraftan, büyük bir iş gücü potansiyeli oluşturmaktadır. Dolayısıyla, potansiyel tasarruf sahiplerinin ortaya çıkmasını...

Tasvir etmeye çalıştığım tablonun, olumlu bir sinerjiye dönmesi için, klasik yöntemlerin, nitelikli yöntemlerle desteklenmesi elzemdir. Sağlıklı işleyen, sermaye piyasaları da, gelişmiş ülke olmanın, olmazsa olmazıdır.

Son durumu ele alacak olursak, bir tarafta; faaliyetlerine devam ettiği halde işlem sırası kapalı olan hisseler, diğer tarafta, yeni SP Kanunu’nun yürürlüğe girmesi ile borsaya kote olmak durumunda olan, geçmişi flu firmaların mağdur ortakları, bir de işin tuzu biberi son dönemin meşhur halka arzları... Son olarak, piyasamızın gelişmesi adına derinlik odaklı yaklaşımlar yerine, kriminal yaklaşımlar ile piyasayı zapturapta alma modeli.

Yukarı da sıraladığım gelişmelerin neticesi olarak; dar alana sıkışmış aracı kurumlar ki onların da pazar payında ilk 10’a giremeyenlerinin halleri pek içi açıcı değil. Gücü yerin de olmayan aracı kurumlarında hayatlarını sürdürebilmek adına, piyasamıza faydadan çok zarar verebilme potansiyelleri.

Ülkemiz sermaye piyasasının havası, yukarıda anlatmaya çalıştığım gibi pek iç açıcı değil. Dolayısıyla ana hatları ile ortaya koymaya çalıştığım, mevcut tasarruf sahiplerinin hoşnutsuzluğu ve bu durumun yarattığı olumsuz hava dağılmadan nasıl olur bu iş?

Mevcut yatırımcıların sorunları çözülmeyen, yeni yatırımcıların katılımı nasıl sağlanır? Eğri oturalım, doğru konuşalım; borsamızın MCAP'i (geçen yazılarda bilmeyenler için yazmıştık mcap'in ne olduğunu) ülkemiz gayrisafi yurtiçi hasılasının beşte biridir ve bu rakam çok düşüktür. İlgili rakamın artmamasının sebebi ise yatırımcıların geçmişte ve günümüzde devam eden mağduriyetleridir.

Bu mağduriyetler de sürdürülen politikalarla aşılamamaktadır. BİST endeksi ister yüz bin olsun isterse ikiyüz bin, bir kısım azınlık hariç ülke yatırımcısının canı sıkkındır, sebepleri de bellidir. Bu sebepler ortadan kaldırılmadan, yeni katılımcı gelmesi bir yana, mevcudu korumakta zor olacaktır.

Yatırımcı güveninin tesis edilmesi için somut hareketlere ihtiyaç vardır, sektör tarafsız ve kendinden emin hareketler beklemektedir.

HUKUKİ VE VİCDANİ SORUMLULUK

Arif Ünver, 05 Aralık 2012, www.borsagundem.com

Sermaye Piyasası Yatırımcıları Derneği'ni kurduk. Kısa adı SPYD...

Asli amacımız, tasarruf sahibinin yanında olmak ve Sermaye Piyasamızın hak ettiği yerlere gelmesi... Derneğin kurulduğunun duyulması ile zaten bizlerin bildiği sorunlar, tarafımıza hızla ulaşmaya başladı. İlgili sorunların öne çıkanlarını zaman zaman sizlerle paylaşarak, gerek sorunun kaynağı olan muhataplara, gerekse, siz değerli yatırımcılara bazı hatırlatmalar yaparak, sorunların önüne geçmek ana hedeflerimizden.

Sermaye Piyasaları'nda taraflar arasındaki ilişkinin iki türlü sorumluluğu var; birincisi hukuki sorumluluk, diğeri ise vicdani sorumluluk...

Sorumlulukları oluşturan bu ikiliyi biraz açmak lazım... İlişkinin hukuksal dayanağını tek başına yeterli görmek, tasarruf sahibi ve karşı taraflar arasındaki ilişkinin sürdürülebilir olmasına engel oluyor.

Bir örnek verelim ki daha iyi anlaşılsın; yaşlı emekli amcamız emeklilik birikimlerini, bankada mevduat olarak değerlendiriyor. Çünkü alternatif işlere, yaşı itibarı ile yatkın değil. Gel zaman git zaman, mevduatının vade bitiminde her zamanki gibi bankasına gidiyor ve ilgili bankacı kardeşimiz diyor ki; 'Falan amca veya falan teyze, faizler çok düştü, gel sana döviz filan alalım faizi de olsun', ve benzeri alternatifler sunuyor.

Bizim emektarların da kafası karışıyor. Her neyse neticede bir düşünüyor; 'neden olmasın, zaten param burada güvende yıllardır bir zeval görmedim' diyor.

Ve ardından, 'peki evladım' diyor bankacıya, bankacı kardeşimizde uzatıyor sözleşmeyi, imzaları alıyor. Emektarlar ne imzaladığını pek bilmiyor. Aradan zaman geçiyor ve bir takım zararlar ortaya çıkıyor. Konuyu anlamaya çalışıyorlar ve birde ne görsünler hayatlarında ilk defa duydukları bir takım terimler, opsiyon filan, enteresan işler...

Ve ardından malum sıkıntılı süreç başlıyor. Amca veya teyze kızgın kime nereye, ne yapmaları lazım, kime şikayet etsinler? Şikâyet etseler bile herşey hukuka uygun ama vicdana uygun mu? Sorun burada başlıyor, banka çalışanına bir

hedef verilmiş; şu ürünlerde şu kadar satış yapacaksın, yoksa hedefin tutmaz...
Personel bir baskıya girmiş ne yapsın, aşağı tükürse... yukarı tükürse...
Hikâye böyle gidiyor....

Sonuç, tasarruf sahibine “hakkını bilmeyenin hakkı olmaz” bilinçlenin diye haykırıyoruz ya, çoğu kişi teknik/temel analiz zannediyor. Elbette ki analiz yöntemleride işin içinde ama hukuksal boyuta hakim olmazsanız, sizin tarafınızda vicdani sorumluluk sahibi arar durursunuz. Minareyi çalan da kılıfına uydurursa, kısır döngü devam eder durur.

Bilinçli yatırımcı olun, kendinizi sigortalayın.

Belge/sözleşme imzalarken, içeriğini okuyun, aksi takdirde üzülmeye potansiyeliniz artar.

Bir sermaye piyasası ürünü alırken, bu ürün hangi amaca hizmet eder bir inceleyin... Üzülürsünüz, bizde üzülürüz...

YATIRIM VE YATIRIMCI KÜLTÜRÜ

Arif Ünver, 15 Temmuz 2013, www.borsagundem.com

2013 yılı başında start alan, sermaye piyasamızda rehabilitasyon ve yapılanma süreci devam etmektedir. Bu bağlamda Sermaye Piyasası Kurulu, yeni kanununun ham halini işlemeye başlamış, belli başlı önemli konularda yol almıştır. Bu önemli konuları detaya girmeden ele alacak olursak, piyasanın sağlıklı bir yapıya kavuşmasının en önemli aktörlerinden olan yatırım kuruluşlarının (aracı kurum) daha güçlü bir yapıya kavuşması, dolayısıyla sektöre daha nitelikli hizmet vermesi için sermaye şartları yükseltilmiş ve yatırım kuruluşları öz sermayelerine göre sınıflandırılmıştır.

Diğer taraftan halka açık firmaların, keyfiyete dayalı sermaye artırımlarının önüne geçmek için, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarına bir takım yeni düzenlemeler getirilmiştir. Aynı şekilde piyasanın sağlıklı işlemesi ve tasarruf sahiplerinin korunması amacı ile yatırımcıların üstlenebilecekleri riskin tespiti için uygunluk testi ve yatırımcı sınıflandırması tebliği ortaya konmuştur.

2013 öncesi tamamen iyi niyetle ortaya çıkan, fakat ilerleyen süreçte farklı bir hal alan halka arz olgusunun, şartları yeniden belirlendi, gerek aracı kurumlara gerekse halka açılacak firmalara bazı yükümlülükler getirildi. Alt kısıtlımlarda, başkaca spesifik konulara ilişkin önemli düzenlemeler yapıldı ve yapılmaya devam edecektir.

Yeni kanuna ilişkin alt düzenlemeler sona erdikten sonra muhtemelen, son bir rötuşla, Türk Ticaret Kanunu ile çelişen bazı maddelerinde ele alınıp gereğinin yapılacağını tahmin ediyoruz. Peki, kanunun son model hale gelmesinden sonra ülkemiz sermaye piyasaları coşacak mı? Elbette hayır!

Bu işin birinci aşaması; zemin uygun hale gelecektir...

İkinci aşama nedir? İkinci aşama ise, sermaye piyasamızda oluşabilecek ihtilafların, hızlı ve adil bir şekilde çözülmesi için, ihtisas mahkemelerinin devreye alınması... Ama adet yerini bulsun diye değil, gerçekten amaca hizmet edecek şekilde devreye alınması. Elinizdeki kitabı yayıma hazırladığımız günlerde (11.09.2014) SPK başkanı bu doğrultuda bir açıklama yaptı.

Zamanla olacak demek ki.

Üçüncü aşama ise piyasanın derinleşmesi ve büyümesi için arzu edilen tarzda halka arzların yapılması... Üçüncü aşamada değindiğimiz nitelikte halka arzların ülkemizde neden bir türlü devreye alınamadığını bir sonraki yazımızda ele alacağız...

Elbetteki hepsinden önemlisi, yatırım ve yatırımcı kültürünün geliştirilmesi... Bu noktada ülke genelinde bir gelişimi arzu etmekteyiz ama önümüzdeki en önemli sorun ülkemizde ki ortalama eğitim seviyesi... (OECD 2010 verilerine göre ortalama 6,5 yıl maalesef) Bu noktada SPYD olarak yatırımcı kültürünün gelişimine katkı sağlayabilmek amacı ile kısmet olursa Eylül ayında ABD'de düzenlenecek olan Beter Investing organizasyonuna katılacağız ve tecrübe edeceklerimizi ülkemize taşımaya gayret edeceğiz.

Sonuç olarak, kanunun yenilenmesi ile zemin uygun hale gelir ve önemlidir. Sermaye piyasamızın büyümeye hem de sağlıklı büyümeye ihtiyacı var. Bu noktada tedavinin diğer aşamalarına geçilmesi gerekliliği vardır.

KURUMSAL GÖMLEK GİYME ZAMANI

Arif Ünver, 18 Temmuz 2013, www.borsagundem.com

Öncelikle ifade etmek isterim ki, global anlamda büyük firmalarımızın sayısı son derece sınırlı. Ülkemizde var olan şirketlerin neredeyse %90'ı global manada KOBİ ve daha küçük ölçekli şirketlerden oluşmakta. Bir de mevcut gömleğin çok büyük oranda 'aile şirketi' gömleği olduğu ve kurumsal gömleğin pek rağbet görmediğini eklemeliyiz.

Durum tespiti yapmak son derece önemli, aksi takdirde, arzu edilen işlerin neden olmadı/olmadığını anlamakta güçlük çekilebilir. Yatırım ve yatırımcı kültürü ne kadar önemliyse, paydaş kültürü de bir o kadar önemlidir.

Tam bu noktada, işleri tıkırında olan firmaların genel yaklaşımı olarak ; "Arkadaş neden halka açılıyorum ki? İşlerim iyi, paraya ihtiyacım yok, gelecek parayı ne yapacağım? Ağrısız başımı neden ağrıttayım; yok şeffaflık yok denetim vs... Kurumsal gömlek kalın, terletir, biz böyle iyiyiz..." gibi yaklaşımlar ile amiyane tabirle; işleri tıkırında olanlar, sermaye piyasasına mesafeli, algı problemi var. Tabi bu algı problemini ortaya çıkaran en önemli unsur, vizyon sorunu.

İlgili şirket sahibi, 'paraya ihtiyacım yok' diyor, olası sağlayacağı kaynağı verimli bir şekilde kullanıp, firmasını nasıl büyüteceğini bilemiyor, çünkü AR-GE si yok, niyeti de yok.

Bu açıdan baktığınızda firma sahibi kendine göre haklı olabilir ama ülkemizin bu noktada kaybı çok büyük; ilgili firma iş geliştirme için gerekli aksiyonları alsa, kaynağını sermaye piyasalarından sağlasa ne olur? Üretim artar, istihdam artar, vergi gelirleri artar, daha bir çok faydalar sağlanır. Kim kazanır? Tüm Türkiye kazanır.

Bu noktadan baktığınızda, devletin politika geliştirmesi şart. Teşvikler dahil bir çok detayı kapsayan stratejik politikalar. Gelecek yazılarımızda, ilgili stratejik politikalara ilişkin çözüm önerilerimizi de paylaşacağız.

2013 yılı başına kadar nasıl bir hava vardı? Paraya sıkışmışların, kolay kaynak alanı olarak gördüğü bir sermaye piyasası vardı. Neyse ki geç de olsa bu

değirmenin suyu kesildi ve SPK tarafından gereği yapıldı.

Her şeyi SPK'dan beklemek son derece yanlış bir yaklaşımdır, en nihayetinde, SPK düzenleyici ve denetleyici misyonuna sahip bir kuruldur.

Yazımızın başlarında değindiğimiz arzu edilen nitelikte bir tablonun ortaya çıkması için, bir takım politikalar belirlenip, gerekli stratejik eylem planları ortaya konmalıdır. İlgili çalışmaların hızlı bir şekilde ortaya konup, yol alınması için siyasi iradenin gündeminde sermaye piyasasının hak ettiği yere yükselmesi zorunluluğu vardır.

Şirketlerin AR-GE'ye önem vermeleri, kurumsal gömleği giymeye teşvik edilmesi, kurumsal gömleğin giyilmesi, vergi teşvikleri dahil çeşitli alt kırılımlar içermektedir.

Bu açıdan baktığımızda, SPK üzerine düşen tadilatı, düzenlemeyi ve denetlemeyi yapmaktadır, Sermaye Piyasamızın bu noktadan sonra hızlı ve arzu edilen şekilde gelişmesi için topun siyasi iradede olduğunu ifade etmek isterim.

MÜKEMMEL BİR SİSTEM; EN ÖNEMLİSİ SAMİMİYET

Arif Ünver, 01 Ekim 2013, finansgündem, ABD ziyareti izlenimleri (1)

Pittsburgh'da yaşadığım deneyimleri sizlere aktarmaya çalışacağım...

Öncelikle Pittsburgh'da bulunma sebebimizi kısaca izah etmekte fayda görüyorum. Amerika'da bundan 62 yıl önce kurulmuş, kâr amacı gütmeyen bir sivil toplum kuruluşu; kısa adı NAIC olan Yatırımcı Kulüpleri Birliği, bireysel yatırımcıların gelişimi için çalışan bir organizasyon. Better Investing adıyla da biliniyor ve bu markayı kullanıyorlar.

Kısaca NAIC ne iş yapar? Biraz anlatmak istiyorum çünkü aynı modeli ülkemizde inşa etmek için çalışmalara başlıyoruz. (İlk yatırımcı kulübümüzün geçen ay kurulduğu müjdesini vermek isterim.)

NAIC (ABD Yatırımcı Kulüpleri Birliği), yatırımcı kulüplerini bünyesinde toplamış ve yatırımcı kulüplerinin yol almasına, hayatını sürdürmesine, yüz yüze eğitim, uzaktan eğitim, yıl içerisinde 4-5 defa büyük organizasyonlar vasıtası ile yatırımcı kulüplerinin oluşturulması ve oluşturulan yatırımcı kulüplerine yaşam boyu eğitim dahil birçok konuda destek olarak, büyük bir organizasyonu sevk ve idare ediyor.

Açıkçası sistemin bir teknolojik ve dokümantasyon olarak mükemmel sayılabilecek bir alt yapısı var. Detayları burada paylaşmayacağım. Takdir edersiniz ki bu organizasyonun bir maliyeti var. Herkes bir ucundan tutmuş çünkü, yaratılan sinerjiden herkes gibi yatırımcılarda nemalanıyor. Organizasyonun destekçileri halka açık firmalar, SEC (ABD'nin SPK'sı), NASDAQ ve daha birçok kurumsal yapı.

Bu arada söylemeden geçemeyeceğim, benzer bir yapılanma için, ülkemizde kapılarını çaldığımız kurumların hepsi, yakın zamanda kapıları yüzümüze kapattılar.

Çünkü kendilerine dedik ki; bu işi kâr amacı gütmeyen bir yapı olarak, bizim yapmamız daha rasyonel, objektif ve gerçekçi olur, gelin bize destek olun. Ama dediler ki; biz şunla şunla, falanla yapıyoruz.

Biz de dedik ki; o model sonuç vermez, sebepleri şunlar şunlar, anlattık ama netice alamadık. Eğer ki mali okuryazarlık konusunu gerçekten önemsiyorsanız; bu açılımın merkezi, bir STK olan SPYD'dir, siz bizi destekleyin biz gereğini yapalım. Dünyada da model budur. Amaca hizmet eden mali okuryazarlık kavramına hayat vermek, kâr amacı gütmeyen, taraf olmayan bizler gibi yapılar ile mümkündür.

NYSE izlenimlerimizde ortaya koyduğumuz üç kelime vardı; etik, ilke ve samimiyet. Buyurun gerçekten mali okuryazarlık konusunu önemsiyorsanız SAMİMİYET'inizi ortaya koyunuz, size bir fırsat. Aracı kurumların verdiği eğitimler ne kadar objektif olabilir? Adamlar kâr amacı güdüyor, objektif olmalarını beklemek eşyanın tabiatına aykırı. Düzenleyici Denetleyici Otorite veya Piyasa İşleticisi mekanizma ne kadar objektif olabilir? Halihazırda sistemsel açıdan taraf olmak durumundalar. Dolayısı ile samimiyetlerini ortaya koymak için kâr amacı gütmeyen bizler gibi yapılara destek olunuz, samimiyetinizi ortaya koyunuz.

Katıldığımız organizasyonun destekçilerinden bazılarını sizlere aktarmak istiyorum; BBVA (Garanti Bankası'nın ortağı), Royal Dutch Shell, RPM, General Mills, Stone Motor, General Electric, CVS, American Electric Power, Kraft, American Water, National Retail Properties, Trans Energy, Santander, Procter&Gamble, Aflac gibi firmalar sadece bizim katıldığımız Pittsburgh etkinliğini destekleyenler. Unutmadan ABD SPK'sı SEC, NASDAQ.

Görüleceği üzere halka açık ABD firmalarından, düzenleyici denetleyici otoriteye ve piyasa işleticilerine kadar en önemli aktörlerin, bireysel yatırımcıya verdiği önem ve model ortadadır.

Sonraki yazımda, halka açık devasa firmaların, yatırımcıya gösterdiği ihtimam ve özeni aktaracağım. Adamlar, piyasanın varoluş sebebinin tasarruf sahipleri olduğunu kavramış ve gereğini yapıyorlar...

ONLAR TEMETTÜ İLE ÖVÜNÜYOR, BİZİMKİLER KÂR KAÇIRMAKLA UĞRAŞIYOR!

Arif Ünver, 08 Ekim 2013, finansgündem, ABD izlenimleri (2)

Değerli piyasa katılımcıları, sermaye piyasalarının beş adet asli aktörü olduğunu sizlere hatırlatmak isterim. Bu aktörler sırası ile fon arz eden başka bir ifade ile tasarruf sahipleri, fon talep edenler şirketler, düzenleyici denetleyici otorite SPK, piyasa işleticisi Borsa İstanbul ve yeni adıyla Yatırım Kuruluşları eski adıyla Aracı Kurumlar...

Bu ilişkide en önemli aktörler ve hatta diğer üçünün varolma sebebi olan, tasarruf sahipleri ve tasarruf sahiplerinin birikimlerine talip olan şirketlerdir...

Tasarruf sahipleri ve şirketler arasındaki ilişkinin sağlıklı ve sürdürülebilir bir şekilde devam etmesinin sorumluluğu, başta SPK ve Borsa İstanbul'un asli görevi ve varolmalarının sebebidir. Bu önemli ikili ilişki varolmasa ne SPK'ya ne de Borsa İstanbul'a ihtiyaç olmayacaktır. Ayrıca Yatırım Kuruluşlarına da ihtiyaç olmayacaktır...

Sermaye Piyasası neden var? Sermaye Piyasası'nın asli amacı; sermayenin tabana yayılması ile, tabanın sağladığı kaynak ve yaratılan sinerji ile ilgili kaynağı kullanan kurumsal yapıların, ülkemizin ve kendi yapılarının kalkınmasını sağlaması ve yaratılan katma değerden, tasarruf sahiplerinin paylarına düşeni almasıyla ekonomik kalkınmadan geniş kitlelerin faydalanmasıdır. Bu açıdan baktığınız vakit, Sermaye Piyasası çok önemli bir mecradır. Ve ülkemizde asli amacından sapmış, arzu edilmeyen bir hal almıştır.

Piyasanın birbirinden ayrılmaz şekilde iki ana mecrası vardır; birincil piyasa, fon arz ve talebinin ilk defa bir araya geldiği yer, diğeri ise birincil piyasada ortaya çıkmış ilişkinin vesikası olan menkul kıymetlerin el değiştirdiği yer olan ikincil piyasadır. İkincil piyasa dediğimiz her gün alım satım yaptığımız yer aslında sermaye piyasalarının asli gelişim kaynağı değildir. Asli kaynak birincil piyasa olup, bahsettiğimiz ufak birikimlerin yarattığı sinerjinin açığa çıktığı yerdir. Elbette ki likidite açısından ikincil piyasanın önemi göz ardı edilemez. İkincil piyasada çok önemlidir. Fakat, birincil piyasada, yani işin temelinde sağlıklı bir başlangıç olmadığı takdirde, ikincil piyasada otomatik

olarak sağlıklı bir ilişki oluyor...Nedir bu birincil piyasada kurulması gereken sağlıklı ilişki? ABD ziyaretinde tecrübe ettiğimiz ve bizimde sürekli üstüne basa basa her zeminde ifade etmeye çalıştığımız, tasarruf sahibi ile bu tasarruflara talip olanların arasındaki asgari müşterek... Fon talep edenlerin, ilerleyen dönemde, sağladıkları fon ile yaratacakları katma değerden, bu fonu sağlayanlara paylarını vermeleridir. Fonu sağlayanlara kadar değil, sağladıktan sonrada üzerlerine düşenleri yapmaları son derece önemlidir...

Açıkçası sürekli mücadelesini verdiğimiz sağlıklı ilişkinin tam da istediğimiz şekilde ABD'de gözlerimizin önüne serilmesi moralimizi bozmadı desem yalan olur. Neden ülkemizde bu ilişki bir türlü kurulamıyor, sorusu canımızı sıktı. (Not: Sebeplerini biliyoruz) Diğer taraftan arzu edilen ilişkinin kurulması halinde ülkemizin nihai ekonomik hedeflerine hızla ulaşacağını bilmemiz ise moralimizi dengeledi. Ülkemiz 30 gibi genç bir yaş ortalamasına sahip, ciddi potansiyel barındıran bir yer... Hayalini kurduğumuz ortam sağlanabilirse, ülkemizin nihai ekonomik hedeflerinin realize olması hayal değil, gerçeğin ta kendisi olabilir...

Şimdi ABD'de katıldığımız Yatırımcı Kulüpleri Birliği'nin 4 gün süren organizasyonunda yer alan, Procter&Gamble, Shell, General Electric, Kraft, Santander ve daha ismini yazmadığım dünya devleri yatırımcıların karşısına çıkıyor ve halka açık değil de yeni açılacakmış gibi yatırımcılara sunum yapıyor; verdikleri temettüleri ile övünüyor ve daha iyi olacağını anlatıyorlar... Ayrıca yatırımcıya resmen hesap veriyorlar, faaliyetlerine dair...

Bir anda ülkemizde olanlar film şeridi gibi aklımdan geçiyor; bir firma çıkıyor, halka arzdan sağlanan kaynakla borçlarını kapatacağım, diyor yahu arkadaş bankadan kredi bile alamayan kredibilitesi olmayan firmaya bizim sistem halka arz izni veriyor... Ülkemizde firma halka açılır açılmaz, elli tane birleşme devralma vs atraksiyon yapıyor, bizim sistem bu tür şaibeli işlere müdahale etmiyor...

Neyse ABD'de halka açık devler verdikleri temettüleri övünç kaynağı sayıyor... Bizde holding yapısında işlem gören bazı firmalar kârı nasıl kaçıracaklarının hesabını yapıyor... Ülkemizde neden kabul edilemez işler oluyor? Varsayalım

ki halka açık firmaların etik ve ilkedden haberi yok, peki soruyorum; bu ilişkinin sağlıklı yürümesinden mesul olanlar ne yapıyor?

Halka açıkların ABD' de yaklaşımını ortaya koyduk...

Gelelim bizim tasarruf sahiplerimize, hiç mi hataları yok? Elbette var ama en masum aktör tasarruf sahipleri... Çünkü bireyler toplumsal varlıklardır... Sistemin bütününde olan sorun zaman içinde sistemin içerisindekilere yavaş yavaş deforme ediyor... (Not: Hiçbir analizle tahmin edilemeyecek olan, faaliyetlerine devam ettiği halde işlem sırası kapanan firmaların ortaklarını tenzih ederim...) Maalesef bireysel yatırımcılarımızın önemli bir kısmı, hisse senedi almanın bir ortaklık ve bunun meyesinin kâr payı olduğu bilincinden uzak, kısa vadeli zahmetsizce para kazanma arzusu içerisinde mevcut durumun birer ögesi oluyorlar... Bireyler su gibidir, girdikleri kabın şeklini alırlar... ABD de sistemin oturmuş olmasından dolayı, al-sat yaparak para kazanmanın çok zahmetli ve zor olduğu bilinciyle, orta ve uzun vadeli ortaklık zihniyeti ile minimum stresle para kazanıyorlar...

Minimum zahmetle, maksimum getiri hayali olduğu sürece, bu hayalden faydalanmak isteyen unsurların türemesi normaldir...

Yatırım alanının, trading alanına çevrilmesi için yapılan çalışmalarda işin tuzu biberi olmuştur... ABD'de yaygın olarak kullanılan bir ifadeyi aktarmak isterim; 'Trading is not investment'

Sonuç olarak, devletin en üst seviyesinin de sık sık telaffuz ettiği gibi tasarruf sorunu yaşayan ülkemizde, varolan tasarrufların da heba olmaması için, sermaye piyasası kavramının Türkiye için lüks değil, ihtiyaç olduğu idrak edilmelidir. Sorunun ne olduğu anlaşılmış fakat şu ana kadar ortaya konulan çözüm yöntemleri, çelişkiler yumağıdır... Ülkemizin nihai ekonomik hedeflerinin realize olması, niceliksel değil de nitelikli sermaye piyasası inşa edilmesi ile mümkündür... Sermaye Piyasamızın tüm aktörlerinin üzerine düşenler vardır, fakat mevcut strateji ve mantalitelere ile yol alınmadığı aşikârdır...

ABD'ye dair izlenimlerimizi paylaştığımız ilk yazımızda kullandığımız üç kelime en önemli sorunumuz: ETİK, İLKE ve SAMİMİYET...

CİN OLMADAN ADAM ÇARPMAK

Arif Ünver, 20 Mart 2014, www.borsagundem.com

Değerli piyasa katılımcıları, Sermaye Piyasası Yatırımcıları Derneği'ni kurduktan sonra, her profilden tasarruf sahibi ile değişik mülakatlarımız oldu.

Mülakatlarımız neticesinde ortaya çıkan tablonun verdiği mesaj net; tasarruf sahiplerimizin mevcut algıları ve bilinç düzeyleri, maalesef, bu bilinçsizlikten faydalanma arzusu taşıyanların ekmeğine yağ sürmüş ve sürmeye devam ediyor gibi bir resim çıkıyor ortaya.

Elbette ki son derece bilinçli ne yaptığını bilen profillerimizde mevcut fakat, tasarruf sahiplerinin toplamı üzerinden bir değerlendirme yaptığımız takdirde, bilinç düzeyi yüksek katılımcı nüfusunun azlığı, yolumuzun uzun ve zorlu olduğunu ortaya koyuyor.

Bilinç düzeyi yüksek olan profillerin dahi kimi zaman mağduriyet yaşadıkları bir realite... Bilinçli profillerin mağduriyetleri; bazen sistem kaynaklı olabilirken bazen de kendi otokontrol sistemlerinin zayıflığından kaynaklandığını görüyoruz...

Çoğunluğu oluşturan bilinç düzeyi yetersiz profiller ile gerçekleşen temaslarda bir çoğunun; hisse senedi almanın ortaklık sonucu doğurduğu ve bu ortaklık başlamadan yapmaları gereken analizlerden bihaber ve analiz yapabilme yeterliliğinden çok uzak olduklarını görmekteyiz...

Bilinç düzeyi kifayetsiz profillerin çoğunlukla hisse senetleri aldıktan ve zarar aşamasına geldiği durumlarda uykudan uyanarak arayışlara girdiğini görmekteyiz...

Bu noktada yerli tasarruf sahiplerinin çoğunluğunun sadece fiyat artışlarından kazanç sağlama amacı ile başladıkları yolculuklarının zorunlu yatırımcılığa dönüştüğü gerçeği ortaya çıkıyor... Açıkçası siz yatırımcı olma kavramını idrak etmeden ve bu aşamayı geçmeden, işin ikinci aşaması spekülasyon adımı ile işe başlayarak sondan başlamış oluyorsunuz ki, bu davranış modeli düzelmeden, başka bir ifade ile önce yatırımcı olmanın gereklerini yapmadan,

spekülasyona soyunursanız, hem siz, hem biz hem de topyekün ülkemiz bu işten zarar görür.

Tasarruf sahibi telefon açıyor, diyor ki, 'ben xxx hissesini aldım, fiyatı çok düştü' ve bazen de, yok gözaltı pazarına alındı, işlem sırası kapatıldı.

Biz de kendisine soruyoruz telefonda; sayın tasarruf sahibi, siz bu hisseyi alırken amacınız neydi? Kendisi diyor ki; örneğin 3'ten aldım, 5'e satacaktım, amacım buydu.

Peki, hiç bu şirketin hisselerini alırken, ilgili firmaya ortak olduğunuz aklınıza geldi mi? Ve bu bağlamda hisseyi almadan mali tablolarına baktınız mı? Yok bakmadım sonradan fiyatı düşüncü baktım.

Birinci yanlışı yapmışsınız...

Tasarruf sahibi diyor ki; sonradan baktım şurada şusu burada busu varmış... Peki, mali tablonun orasında onlar var da bunlar borçla mı finanse edilmiş? Veya özkaynakla mı? Defter değeri neymiş? Piyasa değeri ile defter değeri arasında nasıl bir ahenk var? Gelir tablosuna baktın mı? Para kazanıyor mu? Eğer kazanıyorsa kâr payı veriyor mu? Yoksa kâr payı dağıtmayıp yeni yatırımlar mı yapıyor? Yoksa Allah korusun sürekli zarar ederek özsermayeyi mi bitiriyor? Baktınız mı? Şeklinde soruyoruz...

Cevaplar genellikle aynı; aslında bu işlerden pek anlamam... Ama sonra 'Yandım Allah!' diyorsun... Şimdi kim suçlu?

Yapmayalım, Cumhuriyet tarihinin en düşük seviyelerinde tasarruf oranlarına geriledik, (GSYİH'ya tasarrufların oranı) var olan 3-5 kuruşumuzu da heba etmeyelim... Ne kendinizi ne de diğer tarafları zorda bırakmayalım... Sizin paranız bizim paramız, bizim paramız sizin paranız; en nihayetinde milli servet, tasarruflarınıza bu kadar hor davranmayın...

Ülkemiz yakın geçmişte malum, tarım ve hayvancılığı ile övünürdü...

Örneğin hayvancılığa yatırım yapmaya karar verdiniz ve inek almak üzere harekete geçtiniz... Önce neye bakarsınız? Bu inek haftada ne kadar süt veriyor? Sağlıklı mı, genç mi? gibi konulara bakarak, size vereceği süte

göre hesap kitap yaparak ineğe bir satın alma fiyatı belirlersiniz... Eğer ki ineğin verdiği süte göre fiyatı pahalı ise vazgeçersiniz... Veteriner raporu olumsuz ise ineği almazsınız...Hisse senedi yatırımlarının da bir farkı yok, borsadan aldığınız fiyata göre pay başına ne kadar kazanç sağlıyor? Pay başına kazanç veya pay başına alacağınız temettü için, borsada o firmaya kaç para ödüyorsunuz? Bütün bunlara bakmak lazım değil mi? Yoksa siz sadece ineği 3'ten alayım 5'e satayım olayına adapte olursanız, siz yatırımcı değil al-satçı olursunuz ve kurban bayramı gelse de inekleri satsak şeklinde gün sayarsınız... Ki bu herkesin harcı değildir...

Önce yatırımcı olup tecrübe kazanın ki, belki ilerde al-satçı spekülâtör de olabilirsiniz, başarınıza göre...

Sistemsel sorunlardan dolayı mağdur olan bilinçli yatırımcıları tenzih ederim...

KURUMSAL YATIRIMCININ ADI VAR

Arif Ünver, 30 Haziran 2014, www.borsagundem.com

Sermaye piyasamızın arzu edilen şekilde gelişmesinin önündeki engeller nelerdir? Neden sermaye piyasaları bir türlü ayağa kalkıp ekonomiye katkı sağlayamıyor? Sermaye piyasamız patinaj formasyonuna devam ediyor ve maalesef patinaj formasyonu kimi zaman yerini gerilemeye bırakıyor.

Geçtiğimiz haftalarda altyapı yatırımlarının finansmanında sermaye piyasası içerikli bir organizasyona katıldım. Tabi sermaye piyasalarının S'sinin geçtiği her ortama yetişmeye çalışarak, ne oluyor, ne bitiyor, tüm aktörleri, tabiri caizse takibe alıyorum.

Ve maalesef üzücü bir neticeyi sizlerle paylaşmak zorundayım ki, memleketin geleceği için son derece önem arz eden sermaye piyasamız neden yol alamıyor, hatta zaman zaman tökezliyor. Bu noktada elbette tek tarafa yüklenmek doğru olmaz, bununda farkındayım ama kimi aktörlerin mekanizma içerisinde önemi daha yüksek olabiliyor. Dolayısıyla önemli aktörlerin vazifesini sağlıklı gerçekleştirememesi de sisteme daha büyük hasar veriyor.

Piyasanın aktörlerini tekrar hatırlatmak isterim ki; bendenizi üzen, sermaye piyasalarının neden arzu edilen tabloya bürünemediğini daha net ortaya koyalım, koyalım ki bu mübarek Ramazan günlerinde belki vicdanlarda sorgu sualin başlamasına sebep oluruz.

Sermaye piyasamızın aktörlerini, bence *önem derecesine göre* sıralamak isterim;

-Fon arz edenler (tasarruf sahipleri bireysel+kurumsal),
-Fon talep edenler (sermaye piyasalarından kaynak sağlayan/sağlamak niyetinde olan yapılar),

-Öz düzenleyici ve denetleyici otorite (SPK) -

Piyasa işleticisi, kimi zamanda yetkileri çerçevesinde düzenleme ve denetleme yetkisine sahip aktör (BİST)

-Yatırım kuruluşları (eski adıyla aracı kurumlar) -Vee adı olan ama kendisi ortalarda bulunamayan kurumsal yatırım unsurları...

Bu kurumsal yatırım unsuru olan yapılar o kadar önemliler ki, sermaye piyasalarında güçlerinden ve fonksiyonlarından dolayı tampon vazifesi de görerek piyasamızın gelişimini hızlandıracak en önemli aktörlerin başında gelmektedirler.

Kimi zaman TV'lerde kimi zaman değişik platformlarda duymuşsunuzdur; otorite pozisyonundaki yapıların tepe isimleri hep bir kelimeler ederler, "Kurumsal yatırımcıların ağırlığının artması lazım, bireyler bu yapılar üzerinden piyasalara girsinler..."

İlk bakışta bu kelama laf edecek olamaz, edersede işi bilmediğinden eder. Ama mevcut durumu bir ortaya koyalım gerçekten durum böyle mi?

Ülkemizde kurumsal yatırım kanallarını kısaca ifade edecek olursak; Fonlar, her türlü fonlar, BES (Bireysel Emeklilik Sistemi) de dahil, portföy yönetim mekanizmaları, çok detaya girmeden, bireysel kimlik dışında bir ticari unvan adı altında sermaye piyasasında fon yöneten yapılardır...

Peki, bu yapılara bireylerden neden teveccüh yok veya bu yapılar neden gelişmiyorlar? Aslında bu soruyu sorgulayıp tefekkür edecek olan yine kendileridir ve gereken çabayı sarf edecek olan da yine kendileridir... Lakin an itibarı ile bu çabaları biz göremiyoruz.

Konu çok basit, herkes masaya koyduğundan fazlasını almak arzusundadır. Masanın diğer taraflarında oturanlar için de bu durum değişmez, aynıdır. Masanın bir tarafında oturan bireyler, kurumsal yapıların getirisine bakar ve kendisini keserse kurumsal yapıya dahil olur. Masanın diğer tarafında oturan kurumsal yapı da vereceği hizmetin karşılığında kâr edebilmek ister.

Ülkemizde bu ilişki kurulamamıştır, sebepleri çok basit; bireyler tatmin edici getiri bulamamış, kurumsal yapılar da, katılım kâfi olmayınca genişleyememişlerdir.

Ve maalesef bireyler, düşük bilinç düzeyleri ve güçsüzlükleri ile finansal alemin dalgaları arasında kaybolmaya yüz tutmuş, mevduat, altın ve taş

toprak gibi katma değeri dūşük alanlara yōnelmeye mahkum olmuştur. Kimi kurumsal yapılar çıkıyor, “Efendim biz enflasyon artı 2,3,4 getiri sağladık” diyor. Hanımefendiler/beyefendiler ũlkemizin geręeklerini unutmayın; bu halkın bireylerinde kiři başına birkaç milyonluk birikimler yok. Vatandaşın birikimleri kiři başına çok dūşük, ne zaman ki kiři başına birikimler yũksek seviyelere çıkar o vakit enflasyon ũzerinde 2-3-4’le pazarlama yapabilirsiniz. Ve oturduğunuz yerden mũřteri gelir...

ũlkemizde an itibarı ile tablo bu şekilde değil, sizler değişken getirili ũrũnler pazarlarının gelişmesine ōn ayak olmalısınız. Sahaya inerek, değişken getirili ũrũnler pazarlarının derinleştirilmesi için çaba sarf etmelisiniz aksi takdirde mevcut ortamda zorlanmaya devam edersiniz. Sizlerin başarılı olması, pazarınızın bũyũmesi ile mũmkũndũr. Bu pazarın bũyũmesi için de getirileri ile cazibe yaratması şarttır.

Ve getiride başarı sağlayabilmeniz için de değişken getirili ũrũnlerin atası olan hisse senedi pazarının nitelikli şekilde bũyũmesi gereklidir. Bu tablonun realize edilmesi için sizlerin de piyasanın gelişimi ve derinleşmesi adına mesai harcamanız lazım... Aksi takdirde oturduğunuz yerden ancak bu kadar olur, bu kadarı da ne size ne de memlekete bir şey katmaz.

Kurumsal yatırımcı mekanizmaları arzu edilen şekilde gelişir bũyũrse, ōęretmen, doktor, manav, memur bu işleri ōęrenmeye çalışarak, hem de piyasada ōęrenmeye çalışarak ağır bedel ōdememez... Eline 3-5 milyon geçen bazı piyasa zararlıları da, sizlerin gŵlgesinde buhar olur gider... Hem ũlke kazanır, hem de sizler.

Kurumsal yatırımcı ōnemli... Bu kavramın hakkının verilmesini sağlayacak olanlar yine sizlersiniz. Lũtfen elinizi taşın altına koyun ve fikirsel mesai harcayın, yoksa başarı ve bũyũk kârlar size gelmez. Sizler başarı ve yũksek kârlılığa giden yoldaki engelleri kaldırmak için mesai harcayın.

Evet kurumsal yatırımcı çok ōnemli lakin, kurumsal yatırımcılar ne yapıyor? Ne gũzel bir atasŕzũmũzdũr; “Aynesi iştir kişinin lafa bakılmaz.” Kurumsal yapılar kazandırdı da, vatandaş mı gelmedi? Bu soruyu kendinize defalarca sorun derim... Empati yeteneğini geliştirmek de şart malum...

ŞİRKETLERE KARNE OLUŞTURMA YÖNTEMİ

Arif Ünver'le Sermaye Piyasası ve Borsa Okuryazarlığı Kitabından (2012)

Bakınız kısa vadeli profil için mali analiz pek önem arz etmiyor, çünkü kısa vadeli profil temettü ve sermaye artırımlarından faydalanmak münasebeti ile uzun dönemli hisse senedi taşımaz.

Bir istisna hariç; bazen kısa vadeli kazanç sağlamak adına alım yapar fakat işler istediği gibi gitmeyebilir ve hisse fiyatı aşağı gelmeye başlayınca kimi zaman zarara katlanıp satamayıp mecburi yatırımcı olabilir. Bu örnek piyasamız da çok sık karşılaştığımız modeldir, söylem şudur genelde; “Ya nasılsa şimdi para lazım değil beklerim, nasılsa çıkar.” Bakın kısa vadeli para kazanma amacı ile çıkılan yol bir anda şekil değiştirdi, buna piyasa da şöyle derler: “Başarısız spekülasyon adamı yatırımcı yapar...”

Tekrar altını çizelim; öncelikle kısa mı, uzun vadeli mi? Bunu belirleyip, ardından yukarıda bahsettiğim, profile göre analiz yöntemlerine odaklanmalısınız. Hisse senedi almadan önce araştırma alışkanlığını edinmek de en önemli konulardan.

Değerli yatırımcılar hisse senedi yatırımların da iki tür getiri vardır; prim ve nakit temettü geliri. Prim, herkesin bildiği hisse senedi fiyatlarının olası artışı yani fiyatların artması şeklinde kazanç. Diğeri ise şirketin faaliyetlerinden elde ettiği kârın bir kısmını ortaklarına dağıtması, kâr payı, namı diğer temettü. Sadece prim getirisi odaklı alım satım yapan yatırımcıların, teknik analiz yöntemine ağırlık vermesi olağan yaklaşımdır.

Diğer taraftan orta ve uzun vadeli profil için temettü ve sermaye artırımları ön planda olup, prim konusu da tamamlayıcı şekilde önemlidir. Orta ve uzun vadeli yaklaşım içinde olan kesimin şirketlere bir karne oluşturması yöntemi, faydalı olabilmektedir. Peki, bu karne nasıl olacak? Şöyle 5 yıl geriye doğru firmanın kârlılık durumuna bakın, firma sürdürülebilir şekilde kâr ediyor mu? Ardından eğer kâr ediyorsa; bu kârından düzenli olarak temettü ödeme alışkanlığı var mı? Bir sonra ki aşama da geçmiş 5 yıllık periyot içinde sermaye artırımları var mı? Var ise genelde bedelli mi? Bedelsiz uygulaması mı yapıyor? Karnemizde bu kriterler çok önemli; hisse senedini aldıktan sonra sürprizlerle karşılaşmamak adına; sürekli bedelli sermaye artırımlarına maruz kalmamanız

adına veya temettü beklentinizin gerçekleşmeme olasılığına karşılık firmanın geçmiş dönemlerdeki davranış modelini iyi bilmeniz yararınıza olacaktır.

Orta ve Uzun Vadeli Profile Işık Tutacak Rakamlar

Temettü verimliliği odaklı işlem yapan yatırımcılarımıza bir rakam vermek isterim, adres tespiti açısından, son dönem BİST’de dağıtılan toplam temettü rakamının yüzde 82’sini İMKB-50 Endeksi’ne dahil firmalar vermiştir.

Diğer taraftan İMKB-50 Endeksi dışında olan 300’den fazla firma ise, toplam temettünün yüzde 18’ini vermiştir. Bu rakamlar, orta ve uzun vadeli profile ışık tutacaktır sanırım.

Profil belirleme, ardından profile göre analiz yöntemlerini uygulamak için en önemli nokta, kişinin otokontrol sisteminin gelişmiş olmasıdır.

Bu ne demek? Şu demek; bir profil belirlediniz, stratejinizi kurdunuz ama bunu, sağın solun etkisinde kalarak yani sürü psikolojisi ile uygulayamayıp, belki de para kaybederim korkusu ile bazen panik atak davranışlar ile kendiniz uyguladınız. Bakınız, aldığınız kararın arkasında durabilmek ve rasyonel kararlarınızın, hissi davranışlara yenik düşmemesi adına otokontrol sistemi önemli.

Bu arada borsa da yatırım konusu herkese göre olmayabilir, bunun farkına varıp konuyu zorlamamak da sizin için bir kazanç olabilir. Farklı şekilde bakış açıları, örnek analizler vs. gibi konulara ilerleyen yazılarımız da tek tek değineceğiz.

HALKA ARZLARDA DEFTER DEĞERİ DE İLAN EDİLMELİ!

Arif Ünver, 09 Temmuz 2012, www.borsagundem.com

Halka arz konusunun öneminin gerçek manada kavranması ve buna paralel aksiyonların alınması piyasamızın gelişim sürecinde en önemli sac ayaklarından birisidir. Piyasamızdaki bu ilişkiyi 'evlilik kurumu'na benzetmek yanlış olmayacaktır. Tarafardan birisi tasarruf sahibi yatırımcılar; diğer taraf ise halka açılmış veya açılacak olan firmalarımız. Bu ilişkide asgari müşterek sağlanması şart. Aksi takdirde bir tarafın menfaatleri ağırlık kazanırsa, bu ilişki sağlıklı ve sürdürülebilir olamayacaktır. Halka arzların ülke ekonomisine yapacağı olumlu katkılar tartışmasız, fakat her bir halka arzın bir sonrakine referans teşkil etme psikolojisi yarattığını da unutmamak lazım.

Halka arz şekli iki türdür

Birincisi ortak satışı, ikincisi ise sermaye artırımı yöntemi... Genellikle ortak satışı modeli ile halka açılmada fiyatların göreceli olarak yüksek olması normal karşılanmakta ve ortak satışı modelinde kaynak firmaya gitmemekte, direkt olarak payını satan ortağa gitmektedir. Sermaye artırımı yöntemi ile halka açılan firmalar da kaynak, firmanın yapısı içine dahil olmaktadır. BİST verilerine dayanarak bazı rakamlar vermek istiyorum; BİST 30 endeksine dahil şirketlerin ortalama piyasa değeri/defter değeri oranına baktığımızda bu rakamın 1,50 civarında, BİST 100 endeksine dahil hisse senetlerinde ise ortalama 1,60 civarı olduğu göze çarpmaktadır.

Defter Değeri Nedir?

Bu arada konuya hakim olanların affına sığınarak, finansal okuryazarlığı yeterli olmayanlara defter değerini kısaca açıklayalım.

Bilançonun pasifinde yer alan özsermaye rakamını, şirketin ödenmiş sermayesine bölerek bu sayıyı buluyoruz. Ödenmiş sermayeye bölmemizin sebebi ise; ödenmiş sermayenin her bir TL'si aynı zamanda bir adet hisse - pay demektir. Bu şekilde firmanın bir hisse başına defter değerini buluruz. Piyasa değeri de zaten bildiğiniz gibi, ilgili firmanın borsada işlem gördüğü fiyattır. Bilgilendirmemizi yaptık, şimdi konuya dönelim.

Son dönem yapılan halka arzlarda ise bu oranın bazen 5'e, 6'ya ulaştığını görüyoruz... Ve bazı halka arzlarda fiyatın defter değerinin 5-6 kat üzerinde olmasını soruyoruz firmalara. Firma yetkilisi diyor ki, "Marka değerimiz yüksek". Peki, biz de diyoruz ki, "Marka değeriniz BİST'de işlem gören ülkemizin en büyük bankalarından, önemli markalarından da mı yüksek?" Halka arzlarda fiyat belirleme modelinde, serbest piyasa koşulları çerçevesinde arz edenin bir fiyat istemesi ve bu isteğini bir takım mali verilere dayandırması doğal...

Diğer taraftan, yatırımcıların da talep gösterip alacağı firma hisselerinin en azından defter değeri kendilerine bilgi çerçevesinde ilan edilmesi gerekir ki, vatandaş kaç liralık ürünü kaçta aldığını baştan bilsin.

Bu noktada, "Yatırımcılar açsın, mali tablolardan baksın" diyebilirsiniz fakat, mevcut yatırımcıların da hepsinin finansal okuryazarlığının bu verileri tespit edemeyeceği sanırım herkesin malumudur.

Amaca Hizmet Sağlanmalı

Yapılan halka arz ne kadar sağlıklı olursa, bir sonraki halka açılacak firmaya gelecek talebi de etkileyecektir, Halka arzlar da iki nokta ön plana çıkıyor, birincisi halka açılacak firmanın arz fiyatı, diğeri ise halka açılacak firmanın bu kaynağı ne şekilde kullanacağıdır.

Bu noktada firmaların, tasarruf sahibini, sadece borçların finansmanı malzemesi olarak algılamasının önüne geçilmelidir. Firmalarımıza halka açıklık kavramı açık bir şekilde anlatılmalıdır ve amacı sadece borç finansmanı olan firmalar; sermaye piyasasından faydalandırılırken borçlanma araçlarına yönlendirilmelidir. Ortaklık yöntemi olan hisse senedi arzlarının, amaca hizmet etmesi sağlanmalıdır. Sonuç olarak küçük ve orta ölçekli yatırımcının korunması adına halka arz edilecek firmaların nasıl arz fiyatı ilan ve tespit ediliyorsa, aynı şekilde defter değerleri de yatırımcıya bildirilmelidir. Her bir halka arzın bir sonrakine referans teşkil etme psikolojisi yarattığı bilinirse, halka arzlarda fiyatlamının ne kadar önemli olduğu anlaşılacaktır. Gerekirse düzenleyici otoritenin fiyat belirleme aşamasına dahil olması da bir çözüm olabilir.

Aliif Ünver - Dursun Ali Ezer

Yazımı bitirmeden bir fikrimi paylaşmak isterim; Halka arz seferberliği çerçevesinde, nicelik değil nitelik önemlidir' ne demek? Şu demek: Mevcut haliyle 1000 tane halka açık firma olacağına, 500 adet nitelikli, büyük firmanın halka açılması, piyasamıza daha faydalı olacaktır.

Kısaca ülkemizde, para kazanan büyük firmalarının halka açılmasına ihtiyaç var.

HALKA AÇIKLIK KAVRAMI İLE İMTİYAZLI PAY ÇELİŞKİSİ

Arif Ünver, 23 Ağustos 2012, www.borsagundem.com

Ülkemiz hisse senetleri piyasasının gelişimi önünde engel oluşturan faktörlerden öne çıkan bir konuyu; “Halka açıklık kavramının altının tam olarak dolu olmadığını” ele alacağım.

Halka açılmak, aslında, aile şirketi olmaktan çıkıp, kurumsal bir şirket formatına geçmektir. Fakat ülkemizde halka açılmış veya açılacak firmaların birçoğunun bu paralelde bir görüntü sergilemediğini hep beraber görmekteyiz. Halka açıklık oranı %50 nin altında olan firmalar, halka açılmış firmalar da imtiyazlı payların oluşu ve son olarak da; halka açıklığı %50'nin üstünde olan bazı firmalarda da halka açık kısmın önemli bir oranının, aynı şekil de ilgili firmanın kurucuları tarafından satın alınmış olması, aile şirketi yaklaşımının, dolaylı olarak devamını sağlıyor, hem de bu firmalar halka açık, borsaya kote olmuş sıfatı taşıdığı halde.

Yukarıda bahsettiğim tablo, tasarruf sahibinin, halka açık görünümlü firmaların hisselerini aldığı takdirde maalesef, ilgili şirketlerin küçük ortakları figüran durumuna geliyor. Açıkcası halka açık firmanın hisselerini alan bir tasarruf sahibinin, kanunla sahip olduğu; oy hakkı, kârdan (temettü) pay alma hakkı, yönetime katılma hakkı gibi haklarının kâğıt üstün de kalmasına sebep oluyor. Ve bu çelişkili ilişki, hisse senetleri piyasamızın istenilen düzeyde büyümesine, maalesef ket vuran faktörlerden birisi olarak öne çıkıyor.

Açıklamaya çalıştığım sorunun çözümüne ilişkin, yeni sermaye piyasası kanunu beni ümitlendirmişti taa ki, henüz yasalaşmamış tasarımı görene kadar. Tasarı da imtiyazlarla ilgili madde de; üst üste beş yıl zarar eden halka açık firma da eğer imtiyaz var ise bu imtiyazlar kaldırılacak ifadesi var.

Değerli okurlar, düşünün ki; şirket zarar etmiyor, çok iyi kârlar yazıyor ama imtiyazlı hisse sahipleri, yatırımcının çok da lehine kâr paylaşım kararları almıyor, imtiyazlarının verdiği güç ile. Veya başkaca önemli kararlarında imtiyazlarının gücünü kullanıyorlar. Şimdi sormak lazım; şirketin imtiyazları beş yıl üst üste zarar edince mi? Kalkmalı yoksa, halka açık firmada asla imtiyaz

olmamalı mı? Cevabı duyar gibi oldum, aynen öyle; halka açık firmada imtiyaz şık durmuyor, çelişki yaratıyor ve piyasaya dolaylı olarak zarar veriyor.

Kıyası sermaye sahibi lehine, tasarruf sahibi aleyhine bir ortam yaratıyor çoğu zaman, bu imtiyazlarını yatırımcı aleyhine kullanmayanları tenzih ediyorum, maalesef onların nüfusuda çok değil.

Bardağın boş tarafını yazdım, az da olsa bardakta su var onu da belirtelim; yeni halka açılacak firmalar da, eğer imtiyazlı hisseler var ise, bu imtiyazlar açıkca belirtilecek, en azından vatandaş, bunları bilecek, eğer aklına yatmazsa ilgili firmaya talep göstermeyecek.

Sonuçta, iş tasarruf sahibine düşüyor, kendi kendini kollayacak ki çukura düşmesin. Bilinçli yatırımcı olmak her zamankinden daha önemli olacak... Yeni Sermaye Piyasası Kanunun'da sıkca atıfta bulunulan, 'yatırımcı haklarının korunması amacı' ifadesinin altını doldurmak, ifadeden daha önemli.

Yatırımcı her açıdan güven ve geçerli sebepler arar, aradığı sebepleri ve güveni bulursa Türk Sermaye Piyasası gerçekten dünya standartlarına kavuşur ve büyür...

Olası büyüme de, ülkemize fayda sağlar...

KÜÇÜK ve ORTA ÖLÇEKLİ YATIRIMCI DAVRANIŞLARININ ÖNEMİ

Arif Ünver, 03 Temmuz 2012, www.borsagundem.com

Bu yazımda yatırımcı psikolojisinin ne kadar önemli olduğuna değinmek istiyorum. Bu bağlamda konumuz olan orta ve küçük ölçekli tasarruf sahiplerinin davranışlarının kendi kazanç ve kayıplarını belirlediğini ifade etmek isterim.

Herkesin öncelikle şunu kavraması çok önemli; borsa öyle, 1 koyayım 5 olsun amacıyla olanlara uygun bir platform değildir. Zaman zaman bu tip vakalar yaşanmakla beraber genelleme yaptığınızda bu tarz artış yaşayan hisselerin oranı çok düşük, yüzde 10'ların altındadır. Ama benim yıllar içinde pek çok yatırımcı ile çalıştığımda gördüğüm en üzücü durum, yatırımcıların hep bu tip hisselerin yani "1'e 3 olsun, 5 olsun" tarzı hisselerin peşinde koşarken tasarruflarını heba etmeleridir.

Bizim amacımız emek sarf etmeden, sağdan soldan duyduklarımızla borsada alım satım yapmak olduğu sürece bu iş bir yere varmaz. Borsanın arka odasına dair öyle örneklere tanık olduk ve yaşıyoruz ki, bunların tecrübe birikimimize eklenmesi gerekiyor. Kendime soruyorum, "Acaba insanlar akıl tutulması mı yaşıyor?" diyorum. Tasarruf sahibi borsanın ne anlam ifade ettiğini anlamadan, konuyu kavramadan bilinçsizce işlemler yapıyor; ardından sağa-sola sürekli sitemler, işi gücü bozuluyor, belki kaybettiği paradan dolayı aile yaşamı da bozuluyor, psikolojisi de...

Elinizi vicdanınıza koyun; bir cep telefonu, bir TV, vs alırken bile onlarca araştırma yapıyoruz ancak, söz konusu hisse senedi yatırımı olunca, inanılmaz geliyor ama, insanlar binlerce liralık tasarruflarını, sağdan soldan duyduğu, Facebook, Twitter, internet forumları vb. ortamlarda hayatında bir kere bile görmediği insanların önerileri ile yönlendiriyor ve ardından suçlu arıyor. Şimdi sorarım sizlere, burada suçlu kim? Cevabını herkes verecektir...

Öncelikle sizlerin bu işten zarar görmeniz, bu sektörden ekmeğimizi yemiş ve yemeğe devam eden bizler gibi piyasa çalışanlarımızı da üzer. Çünkü yatırımcı

Atif Unver - Dursun Ali Ezer

kazandıkça, iş yaptıkça biz de maaşlarımızı alırsanız, bunu net bir şekilde ifade etmek isterim. Bu paralelde şunu da eklemek istiyorum; bilinçsizce davranan yatırımcı toplulukları olduğu sürece bu bilinçsizlikten faydalanmak isteyen spekülâtör, manipülâtör, artık ne dersiniz deyin bir grup olacaktır.

Yatırımcı ne yaptığını bilirse, yani bilinçli yatırımcı olduğu takdirde, hem kendisi minimum düzeyde zarar görecektir, hem bundan faydalanmak isteyenler de zaman içinde azalacaktır.

Unutmayınız, borsada birinin kazancı birinin kaybıdır.

YERLİ YATIRIMCININ ÖNEMİ İYİ ANLAŞILMALI!

Arif Ünver, 12 Temmuz 2012, www.borsagundem.com

Değerli okuyucular, bildiğiniz gibi yabancıların ülkemize iki türlü yatırımları olmaktadır; bunlardan birisi sermaye yatırımları, diğeri ise portföy yatırımlarıdır.

Yabancıların sermaye yatırımları, ülkemiz sınırları içine gelir ve bir ekonomik faaliyete dahil olur. Ya daha önceden kurulu bir düzene gelir ortak olurlar ya da gelir kendileri, bir yeni kuruluş yaparak ekonomik faaliyete başlarlar. Bu aksiyonlarının olumlu etkileri tartışmasız olup, yarattığı etkiyle istihdama, ülke ekonomisinin kalkınmasına katkı sağlar ve bu tip yabancı sermaye yatırımlarının giriş hızı yavaş olmakla beraber, ülkemizden olası çıkışları da yavaştır.

Tabi ki yabancı sermaye yatırımlarının amacı para kazanmaktır ama bu kazancı sağlarken de ülkemize de kazançlar sağlar. Diğer taraftan yabancıların portföy yatırımları ise sermaye yatırımları gibi masum değildir. Portföy yatırımları hızlı bir şekilde gelirken, çıkışları da bir o kadar hızlıdır. Yabancıların portföy yatırımlarının amacı sadece para kazanıp, bu kazançlarını realize edip çıkmaktır. Bu giriş ve ardından çıkışın ülkemiz ekonomisine sağladığı kazanç, sermaye yatırımları yanında neredeyse yok gibidir. Ayrıca bu portföy yatırımları, ülkemize girerken ılık ılık bahar havası estirerek girer ve çıkarken ise adeta ılıkılık yerini aşırı sıcaklığa terk eder ve yakarak ülkemizden çıkar.

Tam da bu noktada, çoğumuzun bildiği ülkemiz hisse senetleri piyasasındaki yerli yabancı oranını tekrar hatırlatalım, yüzdesel olarak yabancılar yüzde 63 oranında hisse senedi payına sahip iken yerli yatırımcının oranı yüzde 37'ler civarında. Parasal olarak ifade edersek, yabancıların yaklaşık 107 milyar TL, yerli yatırımcının ise 63 milyar TL'lik hisse senedi sahipliği mevcut. Bu rakamlardan yola çıkarak, yabancı yatırımcıların, söz sahibi olduğu aşikâr. Yerli yatırımcının ağırlığının artırılması, olası global ekonomik krizlerde bir tampon görevi görecektir. Aksi takdirde dış alemdeki ekonomik krizleri, sermaye piyasamızda iliklerimize kadar hissederiz. Çünkü ülkemiz hisse senetleri ağırlık olarak yabancıların elinde olursa, adamların kendi sorunlarındaki algılarından dolayı bizi de, ekonomik göstergelerimiz iyi

olmasına rağmen, olumsuz etkiler. Yukarıda bahsettiğimiz faktörleri göz önüne aldığımızda, zaten 20 yılı aşan geçmişinde ağırlıklı olarak kötü tecrübeleri olan yerli yatırımcının, yabancıların menfaatlerine çanak tutacak uygulamalar ile zora sokmak Türk sermaye piyasasının yabancıların emrinde olmasını sağlayacaktır ki, bu da ülkemizde reel sektör de yakalanan olumlu ve sürdürülebilir olduğu anlaşılan büyümenin, sermaye piyasasına yansımını engelleyecektir. Yabancı yatırımcının ağırlığı olduğu bir ortamda ki bunu yukarıda anlatmaya çalıştığımız faktörlerden dolayı sağlıklı bulmuyoruz; bir de buna ek olarak alım ve satım yapanların işlemlerinin anlık olarak görülemeyişi; yabancıların elini iyiden iyiye güçlendirerek yerli yatırımcının, 'yabancı alıyor mu, satıyor mu?' anlayamayışı, görememesi, iş işten geçtikten sonra görmesi, yerli yatırımcının aleyhine işliyor.

Sonuç olarak ülke dinamiklerini iyi kavramak lazım. Amerika veya Avrupa'da süregelen uygulamalar, her ülkede aynı şekilde reaksiyonlar vermeyebilir, çünkü her ülkenin dinamikleri farklıdır. Diğer ülkelerde ki uygulamalar bir başka ülkede aynı sonuçları doğurmayabilir, bakınız yakın coğrafyamız Avrupa'da ekonomik ölçekleri birbirinden farklı ülkeler, nasıl ki tek para birimi ile bir noktaya varamıyor. Ayrıca Amerika ve Avrupa'nın her yaptığı da doğru değil, şu an düştükleri durum bunu açıkça ortaya koyuyor.

Dolayısı ile, 'Efendim gelişmiş ülkelerde alan-satan gözükmüyor, bizde de böyle olmalı' yaklaşımının doğru olmadığıda ortadadır. Kesinlikle altını çizmek istiyorum; BİST'in hak ettiği yere gelmesi için herkes çaba gösteriyor şüphemiz yok, ama yapılan, alınan bazı uygulama kararlarının zaman içinde olumsuzlukları ortaya çıktığı takdirde, geri adım atılması piyasamızın gelişimine katkı sağlar.

Sermaye piyasamızda yerli yatırımcının önemi kavranıp, ağırlığı artırılmaz ise, kendi iç ekonomik göstergelerimizden daha ziyade yabancıların ekonomik göstergelerini izlemeye devam ederiz, kendi piyasalarımız başkalarının göstergeleri ile şekil bulur, biz bunu istemiyoruz.

Türkiye'miz artık sermaye piyasalarında rüştünü ispat ettiğini dış aleme göstermelidir.

ÇÖZÜMÜN ADRESİ SİYASİ İRADE; HAREKET NOKTASI SPYD

Arif Ünver, 11 Ocak 2013, www.borsagundem.com

Piyasaların varoluş sebebi olan tasarruf sahiplerine bir çağrı yapmak istiyorum... Değerli okurlar, piyasamızın maalesef arzu edilen şekilde gelişmemesi ve tasarruf sahipleri ile beraber ülke ekonomisinin, Sermaye Piyasası'nın nimetlerinden faydalanamamasının, belli başlı sebepleri var.

Bu sebeplerden öne çıkanlardan olan, işlem sırası kapanan ve bu firmaların ortağı olan küçük ortakların birikimlerinin mahsur kalması konusu. İlgili konu son derece hassas olmakla beraber kendi içerisinde de ayrıntıları mevcuttur. İşlem sırası, faaliyetlerine devam ettiği halde kapalı olan firmalar gerçekten önemli bir yara olarak varlığını sürdürmektedir. Bu noktada ticari faaliyetlerindeki başarısızlıktan dolayı iflas etmiş olanları bu kategoriden ayırmak lazım. Ortak oldunuz, firma iflas etti, bu mağduriyet kavramı içinde yer almamaktadır. Bir risk aldınız, ortak oldunuz ama işler iyi gitmedi. Tekrar altını çizelim; ticari faaliyetine devam ettiği halde işlem sırası kapalı olanlar ve TMSF tarafından el konulan bankaların hisselerini almış yatırımcılar gerçek mağdurlardır. Bu noktada kimsenin itirazı olmaz kanaatindeyim.

Şimdi tabloyu çizdik, evet, burada sorun çözülebilir mi? Eğer çözülebilirse, bu çözümün adresi neresidir? Bu noktaları iyi algılasak eğer, çözülebilecekse, el birliği ile gerekli adımları atarız.

Bu aşamada tasarruf sahiplerinin şu noktayı iyice algılamasını rica ediyorum; SPK, BİST veya SPYD bu sorunun çözüm mercii değildir. Eğer çözümlene imkânı var ise çözümün adresi siyasi iradedir ve bu siyasi irade de hükümetimizindir.

Tam da bu noktada Sermaye Piyasası Yatırımcıları Derneği, diğer aktörlerden yani SPK ve BİST'den ayrılmaktadır. İşlevi açısından SPYD olarak biz, bir sivil toplum kuruluşuyuz ve gücümüzü üyelerimizden ve ülke demokrasisinden alırız.

Tabloyu netleştirmeye çalışalım, eğer kapalı tahtalar konusu büyük bir sorun ise ki bize göre son derece önemli bir sorundur. İşlem sırası kapalı olan

firmalarda tasarrufları mahsur kalan yatırımcılarımız, biz bu derneği tasarruf sahiplerinin sorunları ve gelişimi için kurduk, dolayısıyla ülke ekonomisi ve Sermaye Piyasaları'nı arzu edilen seviyeye taşınmasına katkı sağlamak niyeti ve kararlılığı içindeyiz.

Siz de bu kararlılık ve ümit içinde iseniz bu önemli konu sağda solda yazarak veya gündeme getirerek olmaz, bireysel yatırımcılardan hiçbir aidat talep etmediğimiz derneğimize gelir üye olur ve imza atarsanız, artık kaç kişi olur bilmem, 200 bin mi, 300 bin mi?.. SPYD olarak alırsız 200, 300 bin kişinin imzasını, talep ederiz hükümetimizden randevuyu ve deriz ki,

“Başbakanım veya Başbakan Yardımcım, ülkemizin ekonomik gelişimi ve nihai hedefleri açısından son derece önemli olan ilgili konuyu arz ederiz...”

Eğer yapılabilecek bir aksiyon varsa şüphesiz devletimiz yapacaktır. Bu noktada şüphemiz yoktur. Ama bu aksiyonun olmazsa olmazı organize olmanız ve bize güç vermenizle olacaktır. Tasarruf sahiplerimizin organize olması birçok sorunun aşılması noktasında önem arz etmektedir.

SPYD'yi kurduğumuzda yaptığımız ilk açıklamalarda ifade ettiğimiz gibi gürültü yapmaya gelmedik, somut çözüm üretmeye geldik... Sorunların aşılması amacını taşıyan bütün yatırımcılarımızı derneğimize yani sizlerin organize olabileceğiniz çatıya davet ediyorum. Buyurun kapalı tahtaların açılmasını isteyenler, eğer oluru varsa beraber deneyelim...

Büyük Türkiye, büyük ve sağlıklı işleyen Sermaye Piyasaları'nı hak etmektedir. İstanbul Finans Merkezi açılımı da son derece yerinde olup, tasarruf sahipleri dahil tüm aktörlerin üzerine düşeni yapması halinde hayal değil gerçek olacaktır, bu noktada hiç bir şüphemiz yoktur...

Son not: sivil ve demokratik yeni bir Anayasa sürecinde olan ülkemizde, sivil toplum kuruluşları, katılımcı demokrasinin en önemli unsurlarıdır. Bu vesile ile tasarruf sahiplerimiz katılımcı olarak sorunlarının çözümü aşamasında sivil toplum kuruluşu olan derneğimize güç katarak, sürece fayda sağlamalıdır...

SERMAYE PİYASALARI, HEM İSLAMİ Mİ YOKSA SOSYALİST Mİ!

Arif Ünver, 23 Aralık 2013 tarihinde Neo-Ekonomi'den Adem Simit'e verilen mülakat

Sevgili Dostlar! Türkiye'de Sermaye Piyasası ve Borsa maalesef çok fazla bilinmiyor ya da yanlış biliniyor. Biz de yıllarını bu alana adanmış bu alanın uzmanlarından, Sermaye Piyasası Yatırımcılar Derneği Başkanına sermaye piyasalarını, ülkeye getirilerini ve götürülerini sorduk ve sizler için güzel bir söyleşi hazırlamaya çalıştık. İyi okumalar...

–Sermaye Piyasaları Türkiye'de çok fazla tanınmıyor ya da yanlış biliniyor. Açık söylemek gerekirse Sermaye Piyasası yabancıların bizim üzerimizden para kazandığı bir yer olarak biliniyor. Siz de 24 yıldan beri bu alanın içerisindeyiz. Sermaye piyasasının hem ülkeye hem yatırımcılara hem de şirketlere yararı nedir acaba açıklayabilir misiniz?

Sermaye Piyasasının Anadolu'daki imece sitemine benzerliği vardır. Mantığı birebir örtüşür o sistemle. Ayrıca sermaye piyasasının enteresan olarak hem İslami hem de Sosyalist bir yönü vardır. İslam'da ve Sosyalizm'de paylaşımcılık vardır.

Sermaye piyasalarında da bu vardır. Yani sermaye piyasası kapitalist bir şey değildir. Sermaye piyasalarındaki uzun vadeli fon arz ve talebinde temel vesikalar tahvil ve hisse senedir. Diğerleri bundan türemiştir. Tahvili ele aldığınız zaman aradaki ilişki borç-alacak ilişkisidir. Hisse senedini ele aldığınız zaman da ortaklık ilişkisi vardır. Buradaki asıl olan da ekonomiye orta ve uzun vadede daha kalıcı fayda sağlayan temel yapı taşı hisse senedir.

Neden hisse senedir? Fon arz ve talep edenleri öncelikle tanımak lazım. Fon talep eden neyi hedefler? Ucuz finansmanın peşindedir ve sağladığı bu ucuz finansman sayesinde de teveccüh gösterip kendisine bu finansmanı sağlayanlara elde ettiği katma değerden pay verir. İlişkinin aslı budur gerisi türemiştir de türemiştir.

Dünyada bir takım ürünleri arz eden ve talep eden ülkeler var. Bu ürünleri arz eden ülkeler, talep eden ülkelere isterse 1 liralık ürünlerini 20 liraya satabilir mi? Normalde satamaz ama türev piyasaları araç olarak kullanırsa satar. Neden? Kaldıraçtan dolayı 1/100 kimi zaman 1/500 maliyetlerle taleplerde

bulunabiliyorsun. Yani cebinde 1 lira varken 500 liralık talep yaratabiliyorsun. Şimdi sen altın ve petrol arz eden tarafsın. Örnek veriyorum, petrolün fiyatı gerçekte 20 \$ olması gerekiyorken. Sen türev piyasalar ile istersen bunu manipüle ederek 100 \$ yapabilirsin. Nasıl yaparsın? Kaldıraç var, küçücük bir maliyetle fiyatı spekülâtif hareketlerle yukarı çıkarabilirsin.

Söyledikleriniz hak! Hak her zaman güçlüdür.

Dünyadaki pozisyonun, statün elinden gidecek kaygısı ile doğru bildiğini söylemiyorsan. Bunu net söylüyorum adam değilsin! Omurgasızsın bir kere. Bak bunu da yaz...

Asli iki üründen bahsettik. Birisi borç alacak ilişkisi, birisi de ortaklık ilişkisi sağlıyor. Ortaklık ilişkisi sağlayan hisse senedi fon talep edenler açısından bir özkaynak sağlar. O küçük birikimlerin oluşturduğu büyük sinerji ilgili firmaya güç katar. O da yeni yatırımlar ile büyüme yoluna gider. Büyüme yoluna gittiği zaman istihdam da yaratır. Şimdi bir yandan istihdam yaratıyor, bir yandan katma değer yaratıyor, büyüme yaratıyor. Bir yandan devlete vergi veriyor. Diğer yandan da elde ettiği kârı tasarruf sahibine veriyor. Ama bu kâr dağıtımı ülkemizde pek yaygın değil. Bu kâr dağıtımının zorunlu olması için mücadele veriyoruz

Ben de o konuya değinecektim. Çok saçma değil mi? Ortalık ilişkisi olan hisse senedi alıyorum ama bana kâr vermiyorlar.

Aynen öyle! SPK'ya görüşümüzü ilettik. Basında da yayınlandı Ümit ediyoruz ki zorunlu olacak. Kârın %20'sinin dağıtılmasının zorunlu olması lazım. Tam da bu noktada Türkiye tarihi bir fırsatla karşı karşıya.

Türkiye'de şu an 1 trilyon TL civarı vadeli-vadesiz döviz, tevdiat, bono v.b ürünlerde para var. Bundan 10 yıl önce biliyorsun enflasyonist bir dönem yaşıyorduk ve faizler yüksekti. Şimdi marj daraldı, faizler aşağıya geldi. O mecrada para kazanmaya alışmış kitle arayış içerisinde şu anda. Bu kitleyi de sermaye piyasalarına çekmek için yapılabilecek tek bir hareket var. Dönemsel getiriye alışmıştır onlar ve dönemsel getiriye sağlayabilecek en önemli unsur hisse senetleri kâr payı konusudur. Dönemsel getiriye alışmış bir adamı sermaye piyasalarına bu şekilde çekebilirsin. Temettü cazibesi ile. Başka türlü çekemezsin. Hisse senetlerinde iki asli getiri vardır. Birisi prim yani kâğıdın

fiyatındaki olası artışlar. İkincisi de kâr payıdır. Aslında kâr payı primin de sigortasıdır. Neden sigortasıdır, bak örnek de verelim.

Hisse senedinin fiyatı 10 TL, bir başka firma var aynı sektörde işlem görüyor o da 10 lira. Mali tabloları da benzer. Birisi düzenli temettü ödüyor diğer ödemiyo. Piyasalarda bir sıkıntı oldu ve ikisi de 5 liraya düştü. Ortalama 1 lira temettü veriyorsa. Eskiden sen o 1 lirayı alabilmek için 10 lira ödüyordun şimdi 5 liraya düştü fiyatı. Temettü de değişen bir şey yok. Dolayısıyla o 5 liralık kâğıdı almak için hemen alım geliyor ve hisse senedi fiyatları artıyor. Diğerine talep gelmiyor çünkü temettü ödemiyo ki.

Sermaye piyasaları arzu edilen şekilde amaca hizmet etmediği sürece Türkiye gelişmiş ülke falan olamaz, bunu herkes iyi bilsin. 2000’li yılların başında bankacılık krizi olunca bankacılık sistemi nasıl iyi bir hale geldi. Sermaye piyasalarının da ivedi bir şekilde o hale gelmesi lazım. Boş mu duruluyor? Gerekli adımlar atılmaya çalışılıyor.

Ben size bu soruyu yöneltecektim. Türkiye’nin 2023’de finans merkezi olabilmesi için neler yapılması gerekir?

Şu hale hazırdaki yaklaşımlarla finans merkezi falan olamayız. Çünkü senin finans merkezi olabilmen için raflarında ürünler olması lazım. Senin rafında ürün yok. Türkiye’nin hisse senedi stoğu 200 milyarın altında. Adamlar ne alacak buraya gelip. Şimdi diyorsun ki borçlanma araçları piyasası gelişti (tahvil piyasası). Evet 35-36 milyar TL nominal halka arz gerçekleşti 2013 yılında. Hisse senedi arzı ise 1 milyarın üstünde, onun da yarısından çoğu Pegasus zaten. Peki, Türkiye’de hane halkı mı tahvil aldı? (Hayır) Büyük para grupları kendi aralarında al gülüm-ver gülüm. Dolayısıyla amaca hizmet eden sermaye piyasası açılımı değil zaten.

Yani Sermaye Piyasalarının gelişmesi için halkın katılımı lazım diyorsunuz. Sermaye Piyasası, halkın katılımı ile yaratılan sinerjinin ülke ekonomisinde yaratacağı katma değerdir ve asli amacı budur. Şu an Amerika’da hane halkının % 52’sinde hisse senedi var ve bu düşmüş bir rakam 2008 yılında % 64’dü. Türkiye’de ise 50 bin TL’nin üstünde hisse senedi olan 70 bin kişi var. Türkiye’nin nüfusu 75 milyon!

Şu da önemli ekonomik temellerle desteklenmeyen ideolojik açılımlar başarısız olmaya mahkûmdur. Çünkü ideolojiler parasızlıktan beslenir. Sermaye piyasaları teröre ilaç olacak kadar önemli bu ülkede, kimse farkında değil. Terörün önünü kesecek bir şeydir sermaye piyasaları. Açlık ideolojileri besler, huzursuzluk yaratır. Karnı doymuş kitle, ekonomik refahı artmış kitle sorunlar içerisinde bulunmak istemez. Güneydoğu'nun sorunu ortadadır. Eğitimdir, parasızlıktır v.s. Bak devlet fabrikalar yapmaya çalışıyor di mi? Arkadaş bunun bir yöntemi var. Kuruyorsun ya fabrikayı, halkı ortak edeceksin ona. Bu kadar basit. Yani bu ruhun iyi anlaşılması lazım. Bu ruh anlaşılmadan bu iş olmaz.

Piyananın derinleşmesi için birçok şey yapılması lazım. İSO 1000'de faaliyet gösterip, halka açık olmayan %80-90'lık firma var. Bunların halka açılmayışının iki sebebi var. Birincisi bu şirketlerin Ar-Ge'si yok. Kazandığı parayı ne yapacağını bilmiyor. İkincisi bunlar aile şirketi ve denetim istemiyorlar. Dolayısıyla bunları halka açmak için yapılması gereken teşvikler var. Teşvik olmadan bunların halka açılmayacağı belli. Biz bunları ilgili bakanlarla da paylaştık. Kurumlar Vergisi'ni, halka açılmak şartıyla %20'den %10'a çekersin olur bu iş. Biz bütçeden ne kadar feragat ediliyor diye hesapladık. 2 yılda feragat edilen rakamın 2-3 katı kaynak telafi ediliyor. Hatta bu firmaların %50'si hisselerini en düşük fiyattan halka arz etse tam 150 milyar TL kaynak artışı sağlanıyor. Hem istihdamda ciddi etkisi var bunun. Dolaylı, dolaysız vergilerde birçok mecrada getirisi oluyor. Ama maalesef Türkiye'de biraz atıl kaldı. Türkiye hala geleneksel işlerle uğraşiyor. Nitelikli işlerle uğraşmak lazım.

Çok değerli başkanımıza bizimle söyleşi yaptığı için çok teşekkür ederiz.

GÜÇSÜZ OLAN TARAF, HALKA AÇIK KISMI ELİNDE BULUNDURANLAR

Arif Ünver, 17 Ocak 2013, www.borsagundem.com

Yazılarımızın ve SPYD'nin genel tabiatı, takip edenlerinizin de bildiği gibi, Sermaye Piyasamızın bütününe ilgilendiren konular oluyor. Kimi zaman düzenleyici denetleyici otoriteye, kimi zaman piyasa işleticisi tarafa, bazende tasarruf sahiplerine yönelik oluyor.

Bu yazımızda tasarruf sahiplerinin muzdarip olduğu ve dolaylı etkileri ile Sermaye Piyasası'nın bütününe zarar veren yaklaşımlardan bir tanesi olan çağrı konusunu ele alıp, ilgili mesajımızı gerekli yerlere iletmeye çalışacağız. Bu noktada belirtmeden geçemeyeceğim, ele aldığımız konularda nihai amacımız, Sermaye Piyasamızın arzu edilen şekilde gelişerek, ülkemiz ekonomisine maksimum fayda sağlamasıdır.

Piyasamızda fon arz ve talep edenlerin asli aktörler olduğu, diğer aktörlerin ise yardımcı rol üstlendiğini ve bu yönde olması gerektiğini biliyoruz. Yardımcı rol üstlenen aktörlerin ana gayesi, asli aktörlerin ilişkilerini objektif ve tarafsız bir şekilde yürümesini sağlamaktır. Aksi takdirde, sağlıklı ve kalıcı bir ilişkinin sağlanması mümkün olmayacaktır.

Ana aktörlerden fon talep eden sermaye sahiplerine, başka ifade ile halka açık firmalarımıza baktığınızda, tasarruf sahiplerine göre, tabir yerinde ise 10-0 önde başlıyorlar maça ve böyle devam ediyor. Konuyu biraz açalım, halka açık firmaların avukatları var, danışmanları var, vesaire, tam teşekküllüler, her açıdan konuya hakimler. Sistemin kendilerine sunduğu her fırsatı değerlendirmek adına son derece donanımlılar.

Diğer taraftan tasarruf sahiplerine yani fon arz edenlerin geneline baktığımızda, bütün kitlenin aynı donanım ve bilgi düzeyinde olmadığını biliyor ve diyoruz ki; tasarruf sahipleri, firmalar düzeyinde bu işlere tam manası ile hakim olmak zorunda da değil. Eğer ki tam manası ile hakim olması gerekliliği ve mecburiyeti olsa idi, düzenleme ve denetleme bacağına gerek olmazdı sanırım. Düzenleyici, denetleyici otorite tam da bu noktada devreye giriyor ve girmeli

ki, yeni 6362 sayılı SP Kanunu'nun en önemli amacı olan; tasarruf sahiplerinin korunması bahsi gerçek olsun.

Şimdi bu noktada bir konuya açıklığa kavuşturalım, firmalar ortaklık yapılarına bakılmaksızın bir bütündür ve sermayenin her bir TL'si, bir araya gelerek bütünü oluşturur. Dolayısıyla, konumuz olan halka açık firmalarda, halka açık olan kısım ile açık olmayan kısmı temsil eden paylara ayrı muamele yapılması, halka açık payları elinde bulunduranların kimi zaman köşeye sıkışmasına ortam hazırlar. Bu yönüyle ele aldığımızda, halka açık firmalara, tasarruf sahiplerinin her zaman mesafeli durmasına zemin hazırlar.

SPYD olarak bize ulaşan yatırımcı sorunlarının öne çıkanlarından olan Arena ve Mataş isimli halka açık firmaların halka açık kısmından alarak ilgili firmalara ortak olmuş tasarruf sahiplerinin karşı karşıya oldukları durum... Şimdi burada şöyle oldu böyle oldu ifadelerini kullanmayacağım, olan biten zaten Kamuyu Aydınlatma Platformu vasıtası ile yapılan yazılı açıklamalarla bilinen, kamuya mal olmuş bilgiler. Yazımızın başında tabloyu çizmek adına kullandığımız ifadeler ile bir önceki paragrafımızda bahsettiğimiz vakaları yan yana getirdiğimizde ne demek istediğimiz daha iyi anlaşılacaktır.

Şimdi firmalarımıza başkaca ortaklar geliyor ve çağrı konusu sorun olarak ortaya çıkıyor. Bir tarafta halka açık kısımdan payı olanlar, diğer tarafta ise halka açık olmayan taraf, her iki taraf karşı karşıya geliyor. Bu karşılaşmada güçsüz olan taraf halka açık kısmı elinde bulunduran tasarruf sahipleri ve ilgili tarafın haklarını korumak için hazırlanmış yeni bir SP Kanunu ve Yönetimi mevcut.

Yazımızın başlarında da belirttiğimiz gibi, firmalar bir bütündür ve sermaye şirketlerinin yani anonim şirketlerin işlem gördüğü bir piyasada, halka açık kısma başka, halka açık olmayan kısma başka muamele, halka açıklık kavramını sorguladır.

Her geçen gün yerli yatırımcı sayısının azaldığının ortada olduğu bir dönemde, yatırımcıların öyle veya böyle mağduriyetlerle karşı karşıya kalmamaları için, otoritenin empati yeteneğini geliştirmesi son derece önemli ve yerinde olacaktır.

Diğer taraftan son dönemde bazı enteresan vakaları da görüyoruz, firma henüz halka açılmış ve ardından hızlı bir şekilde, bedelli sermaye artırımı talepleri, hızlı bir şekilde bir takım başka kurumlarla ortaklık, birleşme, devralma. Bu nokta çok enteresan; madem böyle hızlı ortaklık, birleşme, devralma vs. işleriniz vardı, bunları tamamlayıp halka açılıydınız olmaz mıydı? Halka açılıp ardından hızla bu tip atraksiyonlara girince, kafalar karışıyor...

Tam burada yeni SP Kanunu'nun ilgili konumuzu yakından ilgilendiren bir maddesine göz atalım. 24. Madde, yatırımcılarımıza 'Ayrılma Hakkı' getiriyor ve diyor ki; önemli nitelikteki işlere ilişkin genel kurul toplantılarına katılıp, muhalefet şerhi düşen ortak, paylarını ilgili firmaya satma hakkını elde eder. Ve devam ediyor; ayrılma hakkında satış fiyatı, son 30 günde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasıdır. İlgili kanun maddesi bu şekilde, ama burada durmak gerekiyor, iki konuyu ele alalım:

Birinci konu, önemli nitelikteki işleri bir önceki 23. madde'de açık şekilde *sıralıyor yeni kanun*;

- a) Birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı alması,
- b) Mal varlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde bir ayni hak tesis etmesi veya kiralaması,
- c) Faaliyet konusunu tümüyle veya önemli ölçüde değiştirmesi,
- ç) İmtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi,
- d) Borsa kotundan çıkması,

Yukarıda ele alınıp kanunlaşmış başlıkların amacı nettir; tasarruf sahibinin, halka açık firmaya ilişkin önemli açılımlarda, aklına yatmadığı takdirde, ortaklıktan ayrılması. Buraya kadar çok güzel ama fiyat belirleme sisteminin amaca hizmet etmesini beklemiyorum. Çağrı konularında alternatif çözüm modeli olma potansiyeli taşıyan ilgili kanun maddesinde fiyat belirleme modeli daha farklı bir bakış açısıyla ele alınırsa, işte o vakit tam manası ile tasarruf sahibinin korunması amacına hizmet edecektir. Aksi halde amaca hizmet etmesini beklemek, sadece iyi niyetli bir yaklaşım olur kanaatindeyiz.

Tasarruf sahiplerinin, küçük ortaklar olarak mahkeme kapılarında çözüm arayışlarının önüne geçmek, Sermaye Piyasamızın güvenilirliğini artıracaktır. Bu vesile ile SPK'nu önümüzdeki süreçte son derece çetin bir sınav beklemektedir. İnisiyatif alarak, empati odaklı yaklaşımlar, var olan tasarruf sahiplerinin sorunlarını çözmekle kalmayıp, katılımcı sayısının artmasına vesile olacaktır.

Son olarak, Sermaye Piyasası Yatırımcıları Derneği olarak, bütün aktörlerin kapısını çalarak, her tür öneri ve sorunlarınızı iletme ve üzerinde çalışmaya devam edeceğimizi belirtirken, sizlerin de üzerine düşeni yaparak, SPYD'ye üye olarak katılımcı olmanız, sorunların çözümünü hızlandıracak buna uygun zemini oluşturacaktır.

ŞEFFAFLIĞIN YOLU 'GEREKÇE'DEN GEÇER!

Arif Ünver, 24 Ocak 2013, www.borsagundem.com

Sermaye Piyasası'nın gelişimi adına, son dönemde birtakım gelişmeler yaşıyoruz. Piyasa yeni bir kanunla ele alınıyor, 'Sermaye Piyasası ekonomiyeye ayak uyduramadı' gerekçesi ile yönetim değiştiriliyor ve hepsinden önemlisi tasarruf sahiplerinin haklarının korunması söylemleri öne çıkıyor. Diğer taraftan aracı kurumların bağlı olduğu birlik, şapkasını önüne koyarak 'neden bugünlere gelindi, neler yapılması gerekliliği' konularına dair mesai harcıyor, özeleştiri yapıyor.

Ve son olarak bugün Başbakan Yardımcısı Sayın Babacan açıklama yapıyor ve SPK ile ilgili soruşturma, araştırma talimatını bizatihi kendisinin verdiği ifade ediyor.

Tüm bunlar, piyasamızın gelişimi adına önemli emarelerdir.

Piyasamızda öne çıkan en önemli söylemlerden bir tanesi de ŞEFFAFLIK konusudur. Şeffaflık kavramının sözde kalmayıp, somutlaşması için bir takım açılımlara ihtiyaç var. Şeffaflık mekanizmasının altını doldurmak adına, gerekçe kültürünün benimsenmesi gerekliliği vardır. Gerekçe kültürü benimsendiği ve uygulamaya alındığı takdirde, şeffaflık mekanizması da yavaş yavaş arzu edilen biçimde işlemeye başlayacaktır.

Bu noktada gerekçe kültürünü açmak gerekirse; piyasanın taraflarından olan halka açık firmaları ele alalım, SPK'ya bedelli sermaye artırımını, bedelsiz sermaye artırımını veya şu şu oranda temettü vereceğim/vermeyeceğim, bir başka firma ile birleşeceğim tarzında başvurularına gerekçelerini de ekleme zorunluluğu getirilmeli.

Gerekçe zorunluluğu getirildiği takdirde, en azından bedelli sermaye artırımını yapacak ise bu artırımını ne amaçla, hangi platformda kullanacağı, kısacası bedelli sermaye artırımını neden yapmış olduğunu hep beraber öğrenmiş olacağız ki ilerleyen süreçte, gerekçe ile çelişen durum var ise gereği yapılsın. Ve ilgili gerekçe kabul edilir ekonomik sebeplere dayanıyorsa, tasarruf sahibinin aklında soru işaretleri sona erecek ve şeffaflık kâğıt üstünde kalmayacaktır.

Veyahut temettü dağıtmayacaksa, neden dağıtmadığının gerekçesini açıklayacak ki; rasyonel sebepleri algılayalım.

Diğer taraftan, sadece halka açık firmaların gerekçe açıklaması da şeffaflığı tek başına sağlamaya yetmeyecektir. Aynı şekilde düzenleyici ve denetleyici otoritenin ve piyasa işleticisi tarafında aldığı kararlarını gerekçe ile açıklaması, şeffaflık konusu tam olarak işler hale getirecektir.

Yoksa, yasama yetkisini elinde bulunduran ve sayısız kanun çıkararak koskoca Türkiye Büyük Millet Meclisi, yasalaştırdığı her kanun için neden ‘gerekçe’ yazmak durumunda kalsın? Veya yüce mahkemeler aldığı kararların herbirine neden ‘gerekçe’ eklemek zorunda olsunlar? Demokrasi ülkenin tüm kurumlarınca içselleştirildiği zaman bir yerlere varacağız.

Gerekçe kültürünün devreye alınması ile, şeffaflık kavramının altı dolacak iken, gerekçelerin içeriği, tasarruf sahiplerinin önünü daha net görmesini sağlarken, piyasaların en önemli unsuru olan güven için gerekli zemin oluşacaktır.

Sonuç olarak piyasanın aktörlerinin, aldığı kararlarda gerekçe zorunluluğu ve kültürü benimsenir ve kamuoyuna aleni bir şekilde duyurulursa, tasarruf sahipleri de daha sağlıklı bir şekilde ileriye dönük projeksiyon yapabilir.

$$FD = iS + D$$

Hisse	FD	iS	D
GARAN	%49	%93	%7
AKBNK	%42	%82	%18
ISCTR	%30	%89	%11
TCELL	%27	%93	%7
KCHOL	%22	%91	%9
TTKOM	%12	%89	%11
YKBNK	%18	%88	%12
HALKB	%48	%93	%7
SAHOL	%43	%94	%6
ENKA	%12	%90	%10
AEFES	%32	%92	%8
VAKBN	%25	%90	%10
BIMAS	%67	%94	%6
TUPRS	%48	%89	%11
CCOLA	%25	%98	%2
ARCLK	%25	%91	%9
THYAO	%49	%78	%22
EREGL	%32	%72	%28
EKGYO	%25	%83	%17
FROTO	%17	%88	%12
KOZAL	%30	%90	%10
TOASO	%24	%92	%8
SİSE	%29	%88	%12
TEBNK	%4,4	%96	%4
ASELS	%15	%72	%28
MGROS	%19	%57	%43
TAVHL	%40	%94	%6
ULKER	%23	%96	%4
PETKM	%33	%56	%44
AYGAZ	%24	%92	%8

Tablomuzdaki rakamların tam manası ile ne ifade ettiğini yazmaya kalkarsam, bir kitap yazmam gerekebilir.

Kabaca tablomuzun bize ne ifade ettiğini satırbaşları ile yazalım ki, hep konuşuluyor, yazılıyor çiziliyor, 'İşte sığ ve küçük hisselerde fiyat hareketleri sert olur aman dikkat edin' şeklinde; biz de, 'Büyük, önde gelen hisselerimiz ne kadar derin, bir bakalım?' dedik ve tablomuzu çıkardık.

Rakamlar asla yalan söylemez...

Değerli tasarruf sahipleri tablomuzda yer alan hisselerimiz, BİST'in en derin ve önde gelenleridir.

Tablomuzu incelediğimizde sadece bir firmanın halka açıklık oranının %50'nin üstünde olduğunu görebilirsiniz ve çarpıcı olan ise hemen hemen

hepsinin ortak bir özelliği var; halka açık kısımlarının çok büyük bir kısmı ilk beş aracı kurumun hesaplarında. Varsayalım ki, ilk beş kurumun yatırımcı hesapları çok fazla olsa bile, varolan gerçeği çok fazla değiştirmiyor. Diğer taraftan, yerli yatırımcının elinde bulunan hisse senetleri toplamının yarısının, başka bir ifade ile %50'sinin ilk bin yatırımcıda olduğu rakamlarla sabittir.

Hali hazırda BİST'in toplam halka açık kısmının bile küçük olduğunu ifade ederken, mevcut hisse dağılımını da hesaba aldığımız takdirde, BİST'in aslında tahminlerin de ötesinde sığ olduğunu daha iyi kavramış oluruz.

Hatırlatmadan geçemeyeceğim; son durumda BES'te biriken fon toplamı 21 milyar TL civarına ulaşmış; ilgili fon toplamının %17'si BİST'e gelmiş; BES'teki fon 10 kat artınca, BİST'e fondan gelen paranın yüzdesi aynı mı kalacak? Yoksa düşecek mi? Yoksa hisse senedi fiyatlarını mı şişirecek? Yoksa piyasamızda büyük halka arzlar mı olacak? Bu denge nasıl sağlanacak? Tek çaresi, büyük halka arzların zaman kaybetmeden ivedilikle yapılmasıdır. Bu işlemin anahtarını da birkaç ay önce yazmıştım.

Mevcut sığlık, BİST'in, dünyada yükseliş trendi olduğunda ilk 3'e girmesini sağlarken, düşüş trendlerinde de ilk 3'te veya 5'te olmamıza neden oluyor. Mevcut sığlık, fiyatlarda, aşağı veya yukarı yönde hareketlenmelerde, dalga boylarının büyük olmasına sebep oluyor.

Sonuç olarak, Sermaye Piyasaları özelinde, hisse senetleri piyasasının asli amacı; sermayenin tabana yayılarak yarattığı sinerji ile ekonomik kalkınmayı sağlaması; orta gelir grubunun katılımının sağlanmasıdır. Ama bizde ne olmuş? Halka açık firmalarımız, gerek %50'nin altındaki halka açıklık oranları ile gerekse halka açık kısmı da piyasadan toplayarak, kontrolü, başka ifade ile dizginleri elinde bulundurmaya devam etmiş.

Burada keserek herkesi düşünmeye davet ediyorum...

24. MADDE’NİN HAKKI VERİLMELİ!

Arif Ünver, 17 Haziran 2103, www.borsagundem.com

2013 yılı başında yasalaşarak yürürlüğe giren Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunmasına yönelik önemli açılımların olduğu maddelere sahip. Bu önemli maddeler SPK tarafından, tebliğ ve düzenlemelerle daha ergonomik bir yapıya kavuşturulmaya çalışılmaktadır. Ve SPK son derece yoğun bir biçimde, tabir yerinde ise ince işçiliğe girişmiştir. Son derece başarılı bir şekilde yasal zemini rehabilite çalışmalarını sürdürmektedir.

Yeni SP Kanunu’nun getirdiği önemli açılımlardan birisi de 24. madde de ele alınan “Ayrılma Hakkı” konusu şu şekilde düzenlenmiştir; “Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy kullanan ve muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahiptir.”

24. madde buraya kadar güzel, fakat ayrılma hakkının kullanımı anında uygulanacak fiyat için ilgili madde diyor ki; ‘Söz konusu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması’ ayrılma hakkının kullanımının fiyatı olur.

Tam bu noktada mevcut fiyat tespit modeli, tasarruf sahiplerinin lehine kanunda yer alan “ayrılma hakkı”nın tam manasıyla amaca hizmet etmesine engel olabilir. Özellikle piyasa dinamiklerine hakim olanların malumu üzere, borsada oluşan fiyatlar çeşitli nedenler ile kısa vadeli süreçlerde gerçeği yansıtmayabiliyor. Asli olarak an itibarı ile bir firmanın hisse başı değerini, defter değeri (muhasabe değeri) yaklaşımıyla ele almak daha rasyonel bir yaklaşım olarak öne çıkmaktadır. Defter değerinin altında borsa fiyatı olan firmalarımız olduğu düşünülürse, tasarruf sahiplerini korumak adına büyük öneme sahip ayrılma hakkının kullanımında fiyat tespiti için defter değeri modeli amaca hizmet açısından daha uygun model olarak öne çıkıyor.

Ayrılma hakkının ele alındığı maddede bahsi geçen önemli nitelikteki işler ise 23. madde de açık bir şekilde belirtilmiştir, hatırlatmak adına aşağıda

sıralayalım, bu önemli nitelikteki işleri;

Halka açık firmaların,

- Birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirme veya sona erme kararı alması,

-Mal varlığının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde bir aynı hak tesis etmesi veya kiralaması,

-Faaliyet konusunun tümüyle veya önemli ölçüde değişmesi,

-İmtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi,

-Borsa kotundan çıkması,

Yukarıda sıralanan konulara dair bir genel kurul yapılırsa ve siz genel kurula katılıp olumsuz oy kullanıp, genel kurul tutanağına muhalefet şerhi koyarsanız, “ayrılma hakkı”na sahip olursunuz...

Ve ilgili halka açık firma bu hakkı size kullandırmakla mükelleftir. Bizim kanaatimiz ilgili maddenin tam manasıyla amaca hizmet etmesi için ayrılma hakkına dair fiyat tespit modelinin defter değeri modeli olması yönündedir. Kamuya açıklanan son mali tablolar baz alınarak ortaya çıkan defter değeri (muhasabe değeri) makul olacaktır...

Son olarak SPK, 12 Şubat 2013 tarihinde yayınlandığı bültende yapılan bir düzenleme ile; halka açık firmaların yapacağı bedelli sermaye artırımını münasebetiyle sağlayacağı kaynak, mevcut sermayeyi aşacak ise başka bir ifade ile %100'ün üzerinde bir bedelli sermaye artırımını olacaksa ve buradan sağlanacak kaynak, ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların ödenmesinde kullanılacak olması halinde, ayrılma hakkına giren önemli nitelikteki işlerden sayılacaktır düzenlemesi yapıldı. Ve bahsettiğimiz şartlar oluştuğu takdirde halka açık firma, ortaklara öncelikle ayrılma hakkı verecek ve ardından bedelli sermaye artırımını başvurusu yapacaktır yükümlülüğü getirilmiştir.

Tasarruf sahiplerinin bu haklarını bilip ona göre aksiyon alması, SPK'nın da ayrılma hakkı kullanım fiyatını gözden geçirmesi, 24. maddenin hakkıyla amaca hizmet etmesini sağlayacaktır.

SERMAYE PİYASASINDA MADOLYONUN İKİ YÜZÜ

Arif Ünver, 13 Ağustos 2013, www.borsagundem.com

Ülkemizin en önemli sorunlarının başında gelir dağılımındaki dengesizlik gelmektedir. Gelir dağılımındaki dengesizliğin tedavisi için önemli ilaçlar var; tabi ki bu ilaçlar tek başına kullanıldığında olumlu bir netice alınamıyor. Açıkçası bir ilaç karışımı tedavisi gerekmektedir. Hani bazı ilaçlar vardır; eczaneye gidersiniz, eczacı size, “10 dk buyurun oturun, biz hazırlayalım karışımı” der... O tarz ilaçların etken maddeleri bir değil birkaç tanedir...

Bu karışım tedavisinde Sermaye Piyasası en etken maddelerden birisi olarak öne çıkıyor ama etken maddenin önemi tam olarak kavramış mıdır? Bu nokta bir muamma... Özellikle siyasi iradenin bu önemi kavraması memleket menfaatleri açısından son derece önem arz etmektedir.

Öncelikle gelir dağılımına ilişkin bazı rakamları vermeye çalışalım... 2012 yılında yayınlanan 2011’de yazılmış bir rapora göre (*Aile ve Sosyal Politikalar Bakanlığı tarafından yayınlandı*) ülkemizde yaklaşık 19 milyon aile olduğu ve ailelerin ortalama aylık gelirleri sorgulandığında ise;

- % 6,6’sının aylık geliri 2.500 TL’nin üzerinde,
- % 21,1’inin aylık geliri 1200-2500 TL arası,
- % 41,8’inin aylık geliri 800-1200TL arası,
- % 13,9’unun aylık geliri 600-800 TL arası,
- % 7,6’sının aylık geliri 400-600 TL arası,
- %9’unun aylık geliri ise 400 TL altı...

Son durumda kişi başına ortalama gelirin 10.000 Amerikan Doları civarı olduğu başka bir ifade ile 19.000 TL civarı olduğunu bilmekteyiz... Ortaya koyduğumuz rakamlara baktığımız zaman, kişi başı ortalama gelir olan 19.000 TL’nin altında yaşayanların toplam ailelere oranı %75’ler civarında... Kısacası ülkemizde var olan ailelerin %75 gibi önemli bir kısmı ortalama gelirin altında girdiye sahip... Sonuç olarak görüleceği üzere toplam gelirin önemli bir kısmını azınlık nüfus elde etmektedir...

Şimdi bir de Sermaye Piyasamıza ilişkin bir takım rakamlar vererek devam edelim... Bakiyeli hesap sayısı 1 milyonun biraz üzerinde, 10 bin TL'den fazla bakiyesi olan yatırım hesabı 250.000 civarı, toplam hisse senedi stokunun neredeyse %50'si ilk 1000 kişi veya hesapta...

Gelir dağılımı rakamları ve Sermaye Piyasamızdaki yatırım hesabı bakiyelerini yan yana koyunca bir anormallik yok... Son derece paralel bir durum söz konusu... Mevduat bacağına baktığımızda ise 1 milyon TL'nin üzerinde bakiyesi olan 50 bin civarı hesap var... Geçenlerde önemli bir devlet yetkilimiz de verdiği demeçte, "Türkiye ekonomisini 7.500 kişi yönetiyor" demişti...

Verileri üst üste koyduğumuz zaman, ülkemiz nüfusunun önemli bir kısmı hayatını ancak idame ettiriyorken, azınlık bir nüfus ise pastanın önemli bir kısmından nasipleniyor... Gelir dağılımında var olan dengesizliğin sadece ekonomik değil aynı zamanda sosyo-ekonomik sonuçları olduğunu hepimiz biliyor ve bu dengesizliğin ülkemize farklı sorunları da beraberinde getirdiğini görüyoruz...

Nihai hedefi gelişmiş ülke statüsü olan ülkemizin, orta gelir grubunu bir yere taşımadan ilgili statüye kavuşmasının hayal veya kağıt üstünde gelişmişlik olacağını da hatırlatmak istiyoruz... Ülkemizin orta gelir grubu, kişi başına düşen ortalama gelirin önemli oranda altındadır...

Şimdi gelelim Sermaye Piyasası ve Gelir Dağılımı ilişkisine; mevcut Sermaye Piyasası stratejisi, ülkemizin geniş nüfus yapısına olumlu tesir yapacak politikalardan ziyade, küresel finans alemine hizmet edecek şekilde dizayn edilmektedir... Bu vesile ile ülkemiz ihtiyacı olan enerjiyi/sinerjiyi Sermaye Piyasalarından sağlayamamaktadır...

Elbette ki saniyede daha fazla alım satım emri göndermek önemli ama önce asıl meseleler hazmedilip gerekli aksiyonlar alınırsa, saniyede daha fazla emir iletimi daha anlamlı hale gelecektir... Keza tek hisse opsiyonları da...

Ama daha öncelikli olan mevzularda yol alınmadan diğer adımlara konsantre olursak, maalesef ki Sermaye Piyasamız ülkemize arzu edilen katkıyı sağlamakta yetersiz kalacaktır... Örneğin Amerika'da hisse senedi stoku 15 trilyon dolar ve

gayri safi yurt içi hasılası da 15 trilyon dolar civarındadır... Türkiye’de ise GSYİH 1,5 trilyon TL iken hisse senedi stoku 200 milyar TL civarındadır... Tabii bu noktada niceliksel değil de niteliksel olarak konuya bakmak daha faydalı olacaktır... Konu derin olduğu için ilgili konuyu da başka yazılarımızda ele almaya çalışırız...

Tam da bu noktada, ülkemizde bir ekonomik kalkınma var, büyüyoruz, kişi başına düşen gelir artıyor fakat hane halkına aynı şekilde sirayet edemiyor... Sermaye Piyasalarının asli amacı, ekonomik kalkınmadan, çok daha geniş bir nüfus yapısının pay almasına hizmet etmek olmalıdır... Ama trading dediğimiz alım satım miktarlarının artması odaklı yaklaşımların asli amacın önüne geçmesi durumu söz konusu olursa, Sermaye Piyasasında madalyonun iki yüzü olduğu unutulmuş olur...

Sermaye Piyasamızda madalyonun iki yüzü olduğu ve her iki yüzünde önem arz ettiği unutulmamalıdır... Sermaye Piyasaları, sermayenin tabana yayılması ile orta ve düşük gelir grubunun ekonomik kalkınmadan pay almasına olanak sağlar... Bu açıdan baktığımız zaman gelir dağılımında dengelenmeye yardımcı olur... Ekonomik kalkınmanın orta ve düşük gelir grubuna sirayet etmesi ise demokratik ortamın teminatı olur, aynı zamanda ülkemizin nihai hedefi olan gelişmiş ülke statüsünü de garanti altına alır... Ekonomik neticelerin, aynı zamanda sosyal sonuçları vardır...

“Tasarruf açığımız kırılmalık yaratıyor” ifadesi herkes tarafından sıkça dile getiriliyor, diğer taraftan gelir- tasarruf ilişkisinin rakamlarla Türkiye gerçeği ortada duruyor... Bu açmazı çözerek, reel sektörün fonlanması ve istihdam artışı dahil önemli sorunların çözümünde Sermaye Piyasası önemli bir rol oynayacaktır... Amma yapılması gereken, atılması gereken adımlar vardır...

Bu vesile ile ülkemizin ihtiyacı olan Sermaye Piyasası Stratejik Eylem Planı’nı üç başlık altında hazırladığımızı ve bu üç başlığın sırası ile “Yatırım/Yatırımcı Kültürü, Reel Sektör Sermaye Piyasası Entegrasyonu ve Devlet/Sermaye Piyasası İlişkisi” olduğunu ifade etmek isteriz... Kısmet olursa Sermaye Piyasası Stratejik Eylem Planı’mızı 2014 yılının ilk çeyreğinde kamuoyuna açıklayacağımızı bildiririz...

Sermaye Piyasasında madalyonun iki yüzü olduğu unutulmamalı, toplumun geniş kesimleri tarafından konunun ehemmiyetinin anlaşılması, ülkemizin menfaatleri açısından büyük önem arz etmektedir...

NOT: Ülkemiz nüfusu yaklaşık 75 milyon, yaş ortalaması 29/30, yatırım hesabı 1 milyon civarı, 10 bin TL'nin üzerinde bakiyesi olan hesap 250 bin civarı, günlük ortalama alım satım yapan kişi sayısı 40-50 bin civarı... 40-50 bin kişiyi ülkemiz nüfusuna oranlarsak ülke nüfusunun binde 6,5'i olduğu ortada...

Ek olarak Sermaye Piyasasında lisanslı çalışan sayısı 5 bin civarı... Sonuç; ülke gündeminde Sermaye Piyasası yok... Siyasi irade, Sermaye Piyasalarının ruhunu tam olarak kavradığı vakit, ülkemiz tüm kesimleriyle, ekonomik ve sosyal olumlu sonuçları bakımından, Sermaye Piyasalarından hakkıyla istifade etmeye başlayacaktır...

GİP'TE INSIDER'A AÇIK KAPILAR KAPATILMALI!

Arif Ünver, 24 Haziran 2013, www.borsagundem.com

Değerli tasarruf sahipleri, değerli otoriteler, sermaye piyasamızın hisse senetleri bacağına bir türlü arzu edilen nitelikte hisse senedi stoğu büyüklüğüne ulaşamıyor oluşumuz en önemli sorunların başında geliyor...

Hisse senedi stoğunun artırılması adına, 2013 yılı öncesinde başlatılan halka arz seferberliğinde, niceliksel yaklaşım modeli benimsenmiş ve esnek bir politika izlenmiştir. Neticede son derece başarısız bir süreç yaşanmıştır.

Gelinen noktada nicelikten ziyade niteliksel yaklaşımın önemli olduğu geç olsa da fark edilmiş ve 2013 yılı içerisinde halka arz stratejisi değiştirilmiş, SPK tarafından bir takım düzenlemeler yapılarak, nitelikli halka arzların olması için, gerek halka arza aracılık şartları gerekse halka açılacak firmalara bir takım yeni şekil şartları getirilmiştir.

2013 yılı öncesi niceliksel yaklaşımın bir parçası olarak ortaya konan gevşek politikanın bir uzantısı olarak o zamanki adıyla İMKB'de Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) adında bir Pazar oluşturulmuş ve son derece esnek ve gevşek şartlar ile küçük diyebileceğimiz ölçekteki firmaların borsaya kote olması sağlanmıştır... Düzenleyici tarafından tamamen iyi niyetle, piyasanın büyümesi adına oluşturulan Pazar, son derece önemli sakıncaları da beraberinde getirmiştir...

Tabi bu noktada değinmeden geçmek istemediğim bir husus var; borsamıza ölçek olarak büyük ve kârlı firmaların gelmesini isterken aynı zamanda küçük firmalarında gelmesini, sermaye piyasalarından sağladıkları kaynakla büyümesini de önemsiyor ve arzu ediyoruz. Fakat, büyük küçük ayrımı yapılmaksızın, halka açık/açılacak firmaların bütününe kabul edilebilir bir düzeyde şekil şartlarını sağlamalarının son derece önemli ve hassas bir konu olduğunu da ifade etmek istiyoruz...

Şimdi gelinen noktada GİP'i rakamlarla ortaya koyalım; GİP'te işlem gören firmaların 21 Haziran 2013 tarihi itibarıyla piyasa rakamlarına göre toplam

piyasa değeri 465 milyon TL civarı, halka açıklık oranlarına göre alınıp-satılabilir (mcap) kısmının büyüklüğü ise 100 milyon TL'nin hemen altında... Buradan yola çıkarak GİP'te işlem gören firmaların ortalama halka açıklık oranının %21 olduğunu görüyoruz...

Ve GİP'te işlem gören firmalarda tasarruflarını değerlendiren kişi sayısının da yaklaşık 5000 olduğunu biliyoruz (yetkililerden aldığımız bilgidir). Neticede GİP'te işlem yapan tasarruf sahiplerinin, kişi başına elde tuttuğu hisse senedi miktarı ortalama 20.000 TL civarı, sermaye piyasamızın mevcut şartlarına göre hiç de küçümsenecek bir rakam değil. 5000 kişi ve kişi başına ortalama 20.000 TL, tasarruf sorunu olan ülkemizde son derece önemli bir rakamdır... Evet, GİP'te işlem gören firmaların sahip olduğu önemli bir esneklik ve bizi kısmen rahatsız eden konuya temas etmek isterim...

Değerli tasarruf sahipleri, değerli otoriteler, Gelişen İşletmeler Piyasası'nda bulunan firmalara, diğer kote firmalar gibi yılda 4 dönem (3-6-9-12) mali tablolarını kamuoyuna açıklamak yerine, altı aylık ve yılsonu olarak açıklama yükümlülüğü (kolaylığı) var ve bağımsız denetimden geçmiş hali sadece yıl sonu mali tabloları için yükümlülük...

Şimdi tam bu noktada, GİP'te işlem gören firmaların, tüm dönemlerine (3-6-9-12) ilişkin mali durumunu borsadan satın alarak ortak olanlar göremeyecek ama şirketin muhasebecisi, yöneticisi vs görecek! Bu adil bir durum mudur? İkincisi, küçük ortak ne olup bittiğini bilemeyecek ama şirket tarafındakiler bilecek ki, bu insider'a açık kapı bırakır... Ortada tamamen iyi niyetlerle dizayn edilmiş bir GİP var ama, şeffaflık ilkesi ile çelişen bazı durumlar, iyi niyetin suistimal edilebilmesine açık kapıları da içerisinde barındırmaktadır.

Sonuç olarak, denebilir ki, tasarruf sahipleri risk bildirim formlarını imzalıyor vs... Ama takdir edersiniz ki bu detaylar son derece teknik işlerdir, uzmanlık ister... Asli işi başkaca olan tasarruf sahiplerinin tüm bu detaylara hakim olmasını beklemek haksızlık olmaz mı?

Ve diyebilirsiniz ki; kurumsal mekanizmalarla piyasaya girsinler, bireysel iş yapmasınlar. Bu konuyu biz de önemsiyoruz, şimdi moda bir yaklaşım var;

kurumsal yatırımcı, portföy mekanizmaları kulağa hoş geliyor ama ilgili mekanizmaların altlarının çok dolu olmadığı da aşıkâr...

Neyse konular zincirleme birbirine bağılı uzatmayayım... Halka açılmayı kolaylaştırmak önemli olmakla beraber, ilgili halka arzlara teveccüh gösteren tasarruf sahiplerini de zora sokmayıp, her iki tarafın menfaatlerini beraber ele almak sağlıklı ve kalıcı bir modeldir. Her ne pahasına olursa olsun niceliksel yaklaşımla skor peşinde olmak yerine nitelikli bir piyasa adına enerji harcamak, daha kalıcı ve pozitif neticeler sağlayacaktır...

Ayrıca ifade etmek isterim ki; kurumsal yatırımcı zaten bu tip mecralardan uzak durur, mevcut bilinçsiz mecra olmasa kim teveccüh eder bu tip ortamlara? Vatandaş almasaydı, okusaydı, baksaydı gibi yaklaşımları kesin ve net bir dille reddediyoruz. Milli menfaatlerin savunulması bireyden başlar, yukarıya doğru gider.

Ülkemizin en önemli sorunlarının başında gelen tasarruf açığı ortada iken, tasarruf sahibinin korunmasının önemi daha iyi anlaşılmalı, saygılarımla... Sağlıklı sermaye piyasası, Türkiye'nin sigortası...

ŞİRKETLER, NİÇİN BORSADAN ÇIKMAK İSTER!

Arif Ünver, 11 Temmuz 2014, www.borsagundem.com

Değerli piyasa katılımcıları, son dönemde Sermaye Piyasamızın gündeminde önemli bir yer teşkil eden “kottan çıkma” başka bir ifade ile “borsadan çıkma” konusunu, tüm yönleriyle ele almak istiyorum...

Öncelikle, kote olmak, borsaya kote olmak, kotasyon nedir? Kabaca bakalım... Bir firmanın, piyasa işletici dediğimiz borsalarda alınıp satılabilmesi için, ilgili borsanın işlem görenler veya alınıp satılabilir menkul kıymet pazarında işlem görebilme şartlarına haiz olması gerekir. Ve ilgili şartları gerçekleştirenler, borsalarda alınıp satılabilir listesine eklenirler, buna da literatürde kotasyon denir.

Peki, borsalara neden kote olunur? Bu kavramı açıklamak için öncelikle birincil piyasa ve ikincil piyasa kavramlarını izah etmek faydalı olacaktır.

Birincil piyasalar menkul kıymetlerin ilk defa halka arz edildiği, başka bir ifade ile fon arz ve talebinin ilk defa karşılaştığı piyasalardır. Amiyane tabirle, cebinde fazla parası olanlar ile bu paraya ihtiyacı olan yapıların ilk defa ilişkiye girdikleri mecradır. Bu ilişki ise menkul kıymet dediğimiz bir vesika ile gerçekleşir. Tabi ki cebindeki parayı karşı tarafa verenler daha sonra eline aldığı vesikayı da istediği zaman tekrar paraya çevirme ihtiyacı hissedebilirler. İşte bu vesikanın da istenildiği zaman paraya çevirebileceği bir piyasa vardır; bu piyasanın adı da ‘İkincil Piyasa’dır. İşte bu sürekli izlediğiniz indi çıktı borsası, İkincil Piyasa olarak adlandırılır. Sizin istediğiniz zaman çıkabileceğiniz piyasada, karşı tarafında kanunlardan aldığı hakla sonsuza kadar çıkma hakkı vardır. Bu olası çıkışın adı da kottan çıkma olarak kanun maddeleri arasında yerini almıştır. Elbette istem dışı kottan atılma durumu da vardır, o da başka bir konudur!!!

Olası bir kottan çıkma vakası gerçekleşirken, özellikle azınlıkların zarar görmemesi için, kottan çıkma fiyatı önem arz etmektedir. Bu noktada öz düzenleyici denetleyici otorite ve yatırımcıya da önemli vazifeler düşmektedir. Aksi takdirde arzu edilmeyen can sıkıcı durumları yaşama

olasılığı artabilmektedir. Düzenleyici denetleyici otoritenin yatırımcı hak ve menfaatlerini gözetmesi gereğinden yola çıkarak, kottan çıkacak firmanın mali tablolarına bağımlı bir fiyat modelini savunması, yatırımcıların da mali tablolardan bağımsız fiyatlamaya yapmalarının önünü kesecektir. Yatırımcıların bir firmanın hisselerini alırken mali tablolardan bihaber olmadan alım satım yapmaları çok çok önem arz etmektedir. Örneğin, BİST'in tüm hisselerine göre Piyasa Değeri/Defter Değeri ortalaması 1,7'lerdeyken, vatandaşın sadece geçmiş fiyat grafiklerine bakarak ucuz pahalı yorumlaması yapıp PD/DD oranı 5-6-7-8 veya 10-15 olan firmaları alarak serzenişte bulunmaları hiç, hem de hiç rasyonel olmamaktadır.

Yatırımcı alım satım yaparken mali tablo diye bir şey olduğunu bilip ve buna bakıp alım satım yaparsa, SPK'da mali tablolardan bağımsız olmayan fiyat modelini benimser ise istenmeyen tablolar ile karşılaşmayız...

Şimdi başka bir konuya bakalım, bir firma neden borsadan çıkmak ister?

- 1) Yabancı ortak gelir ve benim işlerimin ağırlığı sizin ülkenizde değil ben sizin Sermaye Piyasası mevzuatınızla uğraşamam, yoğunum arkadaş der ve çıkmak isteyebilir
- 2) Hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran hakim yerli ortak diyebilir ki, arkadaş, denetim, SPK falan bu işler zor, ben aşırı denetim işleri sorumluluk uğraşamam deyip çıkmak isteyebilir,
- 3) Firmanın halka açık kısmının sığılığında dolayı, kendi firmalarına dadanan spekülâtörler olabilir ve bu durum firmada rahatsızlık yaratabilir ve kottan çıkmak isteyebilir,
- 4) Sermaye Piyasası Kanunu'nda belirtilen son 30 günlük ağırlıklı ortalama fiyatın ortalaması gibi son derece riskli bir açımdan dolayı bazı fırsatçılara gün doğabilir, firmada bunlarla işbirliği yapabilir. Bu amaçla da kottan çıkma atraksiyonu yapılabilir,
- 5) Yabancı ortak an itibarı ile çeşitli sebeplerden dolayı ülkemiz sermaye piyasalarında bulunmak istemeyebilir.

Neticede sebepleri çoğaltabiliriz, fakat burada memleket menfaatleri ve sermaye piyasalarının ülke ekonomisine arzu edilen şekilde katkı sağlaması amacı ile konuya başka açıdan da bakmak lazım gelir ki;

Aliif Ünver - Dussun Altı Ezer

Türkiye Borsası'na kote olmak için veya mevcut halka açıklık oranlarını artırmak için şirketler sıraya girmeli, kottan çıkmak için değil...

Ülkemiz Borsası'nda işlem görmek prestij haline gelmeli... Neden arzu edilen tabloyu göremiyoruz? Çünkü konulara nitelik açısından değil de nicelik açısından bakıyoruz...

Ayinesi iştir kişinin lafa bakılmaz...

'TÜRK EKONOMİSİ' PRANGALARINDAN SERMAYE PİYASASI İLE KURTULUR!

Arif Ünver, 06 Mayıs 2014, www.borsagundem.com

Değerli okurlar, üzerinde bulunduğumuz coğrafya, bin yıllardır çok çeşitli medeniyetlere ve topluluklara ev sahipliği yapmış, her açıdan çekim merkezi olmuştur.

Geçtiğimiz zaman dilimlerinde, dünyanın ilgi odağı olmuş yaşadığımız coğrafyada, egemenlik sağlayarak hüküm sürmek için, askeri unsurlar ön planda olmuş ve çoğunlukla tek başına kâfi gelmiştir... Zaman zaman egemenliğin tesisi ve devamı için askeri unsurların ideolojik unsurlar ile desteklenmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır...

1923 yılında, Osmanlı İmparatorluğu'nun hükmünü yitirmesinin ardından büyük bir mücadele neticesinde kurulan Türkiye Cumhuriyeti'nin egemen olduğu Anadolu toprakları, dünyanın ilgi odağı olmaya devam ediyor ve edecektir...

1923 yılının Ekim ayında resmen egemenliğini ilan etmiş olan Türkiye Cumhuriyeti'nin, dünyanın ilgi odağı olmakla kalmayan coğrafyası, birçok iç-dış riskle her daim güçlü bir şekilde mücadele etmesinin gerekliliği, var olan egemenliğin sürekliliği açısından çok ciddi önem arz etmektedir...

Büyük bir mücadele ve bedeller karşılığı kazanılan bu cazip coğrafyanın, elde tutulması, geçtiğimiz zaman dilimlerinde olduğu gibi tek başına askeri ve kimi zaman ideolojik ortak paydalar ile sağlanabileceği düşüncesi, riskli bir düşüncedir. İçinde bulunduğumuz çağda teknolojinin hızla gelişmesi ve henüz adı konmamış bir çağı başlatmış olması hasebiyle, askeri, ideolojik faktörlerin güçlü ve homojen bir ekonomik gelişmişlikle desteklenmesi şart olmuştur...

Açıkçası, ülkemizin geleceği açısından risk teşkil edebilecek faktörleri bünyesinde barındıran ideolojik açılımların beslendiği kitle, ülkemiz toprakları üzerinde var olan ve azımsanmayacak bir boyutta olan yoksul ve eğitimsiz kitledir. (2010 OECD verilerine göre ortalama eğitim seviyemiz 6,5 yıl.) Bizim değerimiz olan bu genç ve büyük kitlenin bir avantaj olacak iken dezavantaj haline gelmemesi için ekonomik refahın ve bu refahın homojen dağılıma

etkisi ile nitelikli eğitim sorununun aşılması, ancak ve ancak ülkemizin var olan ekonomik modelinde büyük bir değişime gitmesi ile aşılabilecektir.

Hali hazırda ülkemizde devam eden bankacılık sistemi üzerine inşa edilmiş kısır ekonomik model, diğer taraftan dolaylı vergilerin hakimiyeti ile bütçenin ağırlıklı beslenmesi metodu, Türkiye'mizi, içerisinde bulunduğu kısır ekonomik modele mahkum ederek önünü tıkamaktadır...

Bankacılık sistemi üzerine inşa edilmiş ekonomik modelimizin gerçek kazananı bankaların sahipleri olurken, az biraz da, kurumlar vergisi sağlayan devletimiz oluyor... Az biraz diyorum çünkü vergi gelirlerinde ağırlık, dolaylı vergilerde (gelişmiş ülkelerde toplam vergi gelirleri içinde dolaylı verginin payı ülkemizdeki kadar yüksek değildir), kurumlar vergisinde değil...

Ayrıca bu bankacılık sistemi üzerine inşa edilen modelde, tüketimin tetiklenmesi ve cari açığı yukarı baskılayan etkisi de ülkemiz özelinde malumunuz... Tüketen Türkiye'den, üreten Türkiye'ye modelinin önündeki en büyük engel de salt bankacılık sistemi üzerine inşa edilmiş modeldir... Bankacılık sistemi üzerinden hane halkına sağlanan kaynak, tüketimi tetiklerken, kurumlara sağlanan bankacılık orjinli kaynak da özkaynak değil, borçluluğu tetiklemektedir... Elbette bankacılık ekonominin önemli bir faktörü olmakla beraber, bizim ülkemizdeki gibi ekonominin tek aktörü konumunda olması hem kabul edilemez hem de ülkemizin içinde bulunduğu kısır klasik modeli beslemeye devam etmektedir.

Ek olarak ülkemizdeki bankacılık modeli, hane halkının ekonomik zayıflığından rant sağlamaktadır. Vatandaşın hayatını idame ettirmesi için eksik olan kaynağı kredi vererek finanse etmektedir. Başka bir ifade ile ülkemizde var olan bankacılık sistemi, ülkemizin ekonomik sorunları üzerinden para kazanmaktadır.

Gelişmiş ülkelerdeki bankacılık sistemine baktığımız vakit, oralandaki bankalar bizdeki gibi iç çamaşırına taksit yaparak veya hane halkının 3-5 bin TL'lik açıklarını finanse etmek amacı ile bankacılık yapmamaktadır. Başka gelişmiş diyarlarda bankacılık ağırlıklı yatırım bankacılığına odaklanmıştır... Ki,

onların yolu da dolaylı olarak sermaye piyasalarına çıkmaktadır... Ülkemizde var olan bankacılık anlayışının da revize edilmesi kaçınılmaz olmuştur...

Bankacılık sisteminde park etmiş olan 1 trilyon TL civarı mevduat sınırlı sayıda bir kitleye ait iken neredeyse $\frac{3}{4}$ 'ü ekonomik zorlukla mücadele eden hane halkı ve kurumlara kredi olarak kanalize ediliyor ve bankalar başkasının taşıyla başkasının kuşunu vurarak kazanç sağlamaya devam ediyorlar... Bu noktada bankaları suçlamak en yanlış yaklaşım olacaktır, önemli olan salt bu şartların oluşmasına imkân sağlayan ortamın ve sistemin revize edilerek, gerekli adımların atılarak Türkiye'nin ekonomik modelini değiştirebilmesidir, ülkemizin sağlıklı gelişimi açısından...

55-60 milyar dolar cari açık, tüketimi kısırsak kontrol altına alabiliyoruz; tüketimi çok kısırsak ülke soğuyor, malum genç işsizlik sorununuz ortada; tüketimde ayar kaçarsa, aşırı büyümeyelim cari açık artar, hemen sıcak para ihtiyacı için faizi artır, bu sarmal devam... Tüketen sıfatıyla öne çıkmak yerine üreten sıfatıyla öne çıkmak istiyorsak, gelir dağılımında adaleti sağlamak istiyorsak, istihdamı artırmak istiyorsak, kurumlar vergisinin payını toplam vergiler içerisinde artırmak istiyorsak, ekonomik kalkınmadan hane halkının pay almasını istiyorsak, sermaye piyasası kavramının ne ifade ettiği anlamak farz oluyor...

Kötüden örnek olmaz diyerek ABD'den örnek verelim; halkın %52'sinde hisse senedi var ve halk ekonomik kalkınmadan pay alıyor. ABD'de reel sektöre kaynak sermaye piyasaları üzerinden gelirken 'Yaşlı Avrupa Kıtası'nda fonlama bizde olduğu gibi bankacılık sistemi üzerinden gerçekleşiyor... Ve ECB (Avrupa Merkez Bankası) Başkanı çıkıyor diyor ki; ABD de reel sektör sermaye piyasaları üzerinden fonlanıyor, bizde (Avrupa) ise bankacılık fonluyor, bu önemli bir sorun ve hızla toparlanan ABD oluyor, Avrupa hala boğuşuyor... Bu vakalar iyi anlaşılmalı ve Türkiye'mizde de iyi algılanmalı...

Güçlü ülke kavramının altını dolduran ve gelişmişliğin sürdürülebilirliği açısından en önemli faktörlerinin başında gelen; hane halkının sosyo-ekonomik gücünün artırılması, fevkalade önem arz etmektedir.

Malumunuz bizde yaşanan vakalardan ve bilgi eksikliğinden dolayı, toplumun en alt kesiminden en tepesine kadar sermaye piyasaları antipatik karşılanıyor...

Hepsinin çözümü ve telafisi var, yeter ki "Sermaye Piyasası" kavramının ruhu anlaşılabilirsin, atılan adımlar skora yönelik değil de olayın özüne yönelik olsun... Sermaye piyasamızda geçmişe ait hasarlar telafi edilmez ise, negatif geri besleme daima gelişimin önünde engel olacaktır, ta ki birkaç nesil sonra unutulmaya yüz tutana kadar... Ülkemizin bu kadar vakit kaybı lüksü bulunmamaktadır kanaatindeyim...

Sonuç olarak, ülkemizin, sermaye piyasalarının nimetlerinden faydalanarak, nihai ekonomik hedeflerini garanti altına alması ve bu realitenin sürdürülebilir olması için bankacılık sistemi üzerine yoğunlaşmış ekonomik modeli terk etmesi kaçınılmaz olmuştur, her geçen gün ülkemizin geleceğinden çalmaktadır...

FISILTI GAZETESİ PARA KAZANDIRMAZ!

Arif Ünver, 26 Nisan 2012 tarihinde Anadolu Ajansı'na verilen mülakat

Borsa Uzmanı Arif Ünver, piyasanın gelişmesi ve arzu edilen noktaya gelmesi adına, temettü, yatırımcının oy hakkı, halka açıklık oranları gibi konuların önemli olduğunu altını çizdi. Bunların yanı sıra yatırımcıların dersini çalışıp, ev ödevlerini yapması gerektiğini söyleyen Ünver, "Herhangi bir çaba, emek göstermeksizin, para kazanmak dayanaksızdır. Bu anlayış, 'borsa kumar' söylemini teyit eder" dedi.

İMKB'nin 5 Nisan 2012 verilerine dayanarak bazı detayları paylaşan Ünver, şunları kaydetti:

◊İMKB'de işlem gören firmaların, son çeyrekteki net kârları toplamda 33,7 milyar lira. Bu rakamın 9 milyar lirası nakit temettü. Bu, İMKB'de işlem gören firmalar elde ettikleri kârın ortalama yüzde 27'sini kâr payı olarak dağıtmış veya dağıtacak anlamına geliyor. Bu toplam dağıtılacak temettünün, 7,4 milyar lirasını, İMKB 50 endeksindeki firmalar dağıtıyor. Kısaca toplam temettünün yüzde 82'sini İMKB 50 endeksindeki firmalar dağıtacak. İMKB de toplam 376 şirketin işlem gördüğü göz önüne alındığında, 326 şirketinde toplam temettünün yüzde 18'ini sağladığı ortada."

Yatırımcıların endeksin genel trendini takip etmelerinin de önemli olduğunu ifade eden Ünver, şöyle devam etti:

"En azından birkaç yıllık bir periyota bakıp endeksimiz yukarıda mı, aşağıda mı... Çünkü trende karşı elinizdeki hissenin kayıtsız kalma ihtimali fazla değil. Sonuç olarak yatırımcıların ders çalışmadan, fısıltı gazetesi ile alım satım yaparak para kazanmaları neredeyse imkânsız olup, emek harcamadan para kazanmanın olmayacağını bilmeleri gerekir. Kısa vadeli spekülasyon profil içinde şunları söyleyebiliriz, piyasamıza onlarda lazım ama çoğunluk orta ve uzun vadeli profil olmalı, sağlıklı olanı da budur. Kısa vadeli profil çok stres çeker az kazanır, uzun vadeli profil ise az stres ile çok kazanır. Tercih değerli borsa alacaklarının."

FOREKS ŞİRKETLERİNİN VE YATIRIMCILARININ DİKKATİNE!

Arif Ünver, 21 Nisan 2014, www.borsagundem.com

Değerli tasarruf sahipleri, Hisse Senedi piyasasında yatırımcı bilinci ne kadar önemli ise Foreks piyasasında da bir o kadar önemli. Malumunuz bilinçli yatırımcı kitlesinin artması, finansal piyasaların sağlıklı gelişimi açısından son derece önem arz etmektedir. Bilinçli yatırımcı kitlesi arttıkça, zafiyetten rant sağlamak gayesinde olan unsurların önleri kesilecektir.

Her arz kendi talebini yaratır elbette, lakin bilinçli davranan kitle arttıkça, olası manipülatif tuzakları kurma heva ve hevesinde olanların iştahı azalacaktır. Ve böylelikle sistem kendi kendini rehabilite edecektir.

Ek olarak, bölgesel finans merkezi olmayı kendisine hedef koymuş bir ülkenin yatırımcı kitlesinin ivedi şekilde bilinç düzeyinin topyekun artması elzemdir. Keza sektör çalışanlarının da...

Değerli tasarruf sahipleri ülkemizde var olan gelir dağılımı problemi ve tasarrufların azlığı sorunu, birikim sahiplerini kısa zamanda çok kazanma davranışına sürüklenme potansiyelini taşımaktadır.

Bu doğrultuda kaldıraçlı piyasalar her geçen gün büyümektedir. Kaldıraçlı piyasaların önde gelen mecrası ise Foreks piyasalarıdır.

Aslına bakacak olursanız, ülkemizde var olan firmaların neredeyse %90'ı KOBİ tarzındaki firmalardan oluşmaktadır. KOBİ tarzındaki bu firmaların çok önemli bir kısmında nitelikli finansal yönetimin olmadığı da aşikâr. Özellikle kur riski taşıyan, gerek ithalatçı, gerekse ihracatçı firmaların kur riskini hedge (riskten kaçınma) etmeleri için kaldıraçlı piyasaları kullanmaları, ülkemizin ekonomik menfaatleri açısından önem arz etmektedir. Eğer ki kur riski taşıyan firmalarda nitelikli finansal yönetim açılımları olsa idi 2013'ün 2. ve 3. çeyreğinde özel sektör çok büyük kur farkı zararları yazmayacaktı.

Çok fazla detaya girmeden devam edelim, eğer ki Foreks firmaları, sadece bireysel yatırımcı üzerine kurulmuş pazarlama stratejilerine odaklanmasaydı, hem kendileri daha büyük bir pazar yaratacak hem de ülke ekonomisine destek olmuş olacaktı.

Foreks eğitimleri salt bireysel profillere odaklanmasaydı, kur riski veya başkaca ürün riski taşıyan KOBİ'lerimize de odaklanıp eğitim ve pazarlama faaliyetleri ortaya koyabilmiş olsalardı, Türkiye'de önemli bir işe imza atmış olacaktı... Pek tabi ki fonlama riski yaratmadan, optimum kaldıraç oranları ile kur riskinin hedge edilmesine işaret etmekteyiz... Kaş yapalım derken göz çıkmasın da... Geç kalmış değiller...

Tabi ki sadece sorun bu değil, önemli hususların başında gelen bir diğer konuda Foreks piyasalarında faaliyet gösteren kurumların personel politikaları... Bu nokta hassas... Gözlemediğimiz kadarıyla, risk unsuru son derece yüksek olan bir pazarda, satış ve pazarlama görevi ile çalışan personelin önemli bir kısmının lisansı olmayan profillerden oluşması... Çalışan personelin önemli bir kısmının yetkinliği olmadan, hem de risk düzeyi çok yüksek bir ortamda, daha kendisi piyasayı anlayamamışken başkalarına anlatması ve pazarlaması, makul değil... Elbette ki personel yetkinliği ve lisanslarına dikkat eden aracılarımız var ama maalesef çoğunluk biraz önce çizdiğimiz tabloya dahil...

Son derece tecrübesiz ve lisanssız personelleri sahaya sürerek hem kendilerine hem de topyekun tasarruf sahiplerini ateşe atan bu yaklaşımdaki araçların ivedi şekilde, personel politikalarını gözden geçirmeleri sağlıklı olacaktır. Kulağımıza geliyor, duyuyoruz, görüyoruz; genç kardeşlerimiz, 3 ay o kurumda, 2 ay başka kurumda, son derece hızlı bir eleman sirkülasyonu... Tutarsız personel açılımlarına dikkat edelim, ucuz, lisanssız ve niteliksiz... Azınlık olan ve personel konusunda titiz olan yapıları tenzih ederim... Maalesef azınlıkta yer alan, arzu edilen personel yapısına sahip ve sorumluluk bilinci gelişmiş olan araçlarda bu durumdan itibar olarak paylarına düşeni alıyorlar...

Yatırımcılardan ricam; yüksek risk iştahına sahip bir profil olarak tercihiniz Foreks tarafında ise mutlaka ama mutlaka size danışmanlık ve pazarlama yapan personelin lisanslı olup olmadığını sorgulayın, ki en azından nitelikli hizmet alın... Foreks tarafı, finansal piyasalarda çok büyük yere sahip, ülke olarak dışında kalamayız fakat oyunun kuralları çok iyi dizayn edilmeli ki hali hazırda tasarruf sorunu yaşayan ülkemiz zarar görmesin...

Aliif Ünver - Dursun Ali Ezer

Foreks tarafında faaliyet gösteren yatırım kuruluşlarının da salt bireysel yatırımcı odaklı pazarlama yerine KOBİ'lere de yönelmeleri, orta ve uzun vadede kendi lehlerine olacaktır...

Aksi takdirde 14.000 kişiye ulaşmış hesap sayısı bir noktada tıkanıp kurumaya yüz tutma potansiyeli taşımaktadır, benden söylemesi...

İHTİSAS MAHKEMELERİ TESİS EDİLMELİ!

Arif Ünver, 12 Aralık 2013, www.borsa gündem.com

Değerli piyasa katılımcıları, piyasanın asli aktörleri olarak fon arz ve talep edenlerin başrolde olduğu, diğer aktörlerin ise bu ilişkinin sağlıklı bir biçimde yürütülmesinden mesul olarak var olduklarını, her platformda ifade etmeye çalıştık.

Tam da bu noktada düzenleyici denetleyici otorite olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun, fon arz ve talep edenler arasındaki ilişkinin centilmence cereyan etmesi adına attığı adımlar ve düzenlemeler son derece güven vermeye başlamıştır. Açıkçası özlenen düzenleyici ve denetleyici otorite resmi ortaya çıkmaya başlamıştır ve ortaya çıkan ivmenin hızla devam edeceğine inancımız giderek kuvvetlenmiştir.

Tabi ki ülkemizin hak ettiği ve ekonomimizde daha aktif bir rol oynamasını arzu ettiğimiz sermaye piyasası yek başına Sermaye Piyasası Kurulu'na yüklenecek bir olgu değildir.

İvedi şekilde siyasi mecranın gerekli açılım ve teşvikleri ortaya koyarak, özellikle piyasamızın temel yapı taşı olan özkaynak enstrüman piyasasının (hisse/pay) büyümesi ve kârlı büyük yapıların halka mal olmaları için atması gereken adımlar vardır.

Eş zamanlı olarak ihtisas mahkemelerinin tesis edilmesi, en az diğerleri kadar önem arz etmektedir. Tam da bu noktada ilerleyen zamanda değinmeye çalışacağım, amaca hizmet edebilecek tarzda ihtisas mahkemelerinin oluşması ancak ve ancak mahkeme üyelerinin taşınması gereken özellik ve kriterlerinin niteliklerinin doğru olarak ortaya konmasına bağlı olacaktır.

Yukarıda ele almaya çalıştığımız konu başlıklarının topyekün sağlıklı bir şekilde işlerlik kazanması ile beraber fon arz eden tarafın bilgi seviyesinin artması ülkemizin ekonomik menfaatleri açısından son derece olumlu katkılar sağlayacaktır.

Aliif Ünver - Dursun Ali Ezer

Son olarak piyasa işleticisi sıfatını taşıyan borsamızın, niceliksek yaklaşımlar yerine nitelikli yaklaşımları benimsemesi halinde bütün parçalar tamamlanmış olacak ki, bu tablo ülkemizin nihai ekonomik hedeflerini sigorta altına alırken, halkımızın ekonomik kalkınmadan pay almasını sağlarken, ülkemizin sadece ekonomik değil, sosyo ekonomik gelişimi açısından da önemli artılar katacaktır.

SPK, TÜM OTORİTELERE REFERANS OLMALI!

Arif nver, 10 Ocak 2014, www.borsagundem.com

Değerli yatırımcılar, değerli spekülātörler, değerli otoriteler, açıkçası aklı eren herkese seslenmek istiyorum...

Sermaye piyasası kavramı maalesef ülkemizde son derece sınırlı sayıda insan veya topluluk tarafından algılanmış bir olgu...

Eğer ki tam manası ile algılanıp, gerekli aksiyonlar hakkıyla alınsa veya alınabilse, an itibarı ile Türkiye FED'le yatıp kalkmayacak, varsa eğer bir takım lobiler ile uğraşmayacak, gelir dağılımdaki adaletsizlik, istihdam da dahil olmak üzere biręok ekonomik derdimiz dert olmaktan çıkacak... Tabii bu kabaca sıraladığımız öne çıkan sorunların, sermaye piyasası ile bağını çeşitli basın mülakatlarında, katıldığımız TV programlarında işlemeye çalıştık...

Bundan yaklaşık bir-bir buğuk yıl gibi kısa bir süre önce, sevk ve idare edenler tarafından SPK yönetimi revize edildi, 2013 yılı bağında yeni bir Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girdi. Ardından hızlı ve amaca hizmet edecek şekilde, ham kanun maddelerinin ikincil düzenlemeleri yapılmaya başlandı.

Bazı katılmadığımız noktaları olsa da, ana hatları ile amaca hizmet edecek, sermayenin sağlıklı bir şekilde tabana yayılmasına olanak sağlayacak yeni yasal altyapı oluşmaya başladı diyor ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun tebrik edilmesi gerektiğine inanıyorum... Elbette ki varolan veya geğmişte birtakım hasarlar oluşturan vakaların zm aşamasından uzak olduğunu da ifade etmek istiyorum... Ki geğmişte cereyan eden bazı hasarların üzümünde SPK'dan ziyade siyasi iradenin üzerine düşenler vardır... Ve siyasi irade sermaye piyasamızın kısa geğmişinde varolan travmaların zm adına bir adım atmamıştır. Ayrıca konunun öneminin bence farkında bile değiller...

Siyasilerin lkemiz ekonomisinin gelişimi adına sabah akşam mesai harcarken, masada duran sorunların aşılmasında sermaye piyasasının ne faydası olduğunun farkında olmadıklarını ve anladıkları sermaye piyasası kavramında yanlış olduğu kanaatindeyim... Bu yapıcı eleştirmiyi de, 20 yılı aşan süredir piyasa içerisinde varolan bir profil olarak ifade etmek istiyorum...

Sadece rakamsal olarak, bir başka ifade ile niceliksel olarak, sermaye piyasasını değerlendirmeye kalkarsanız, sermaye piyasasının, sosyo ekonomik boyutunu başka bir ifade ile ruhunu anlamadığınız sonucu ortaya çıkar... Sermaye piyasası, sermayenin tabana yayılması ile ortaya çıkan sinerjinin yarattığı dinamo etkisi ile tüm ülke ekonomisinin ivme kazanmasına olanak sağlar ve ekonominin sağlam temellere oturmasını teminat altına alır...

Ülkemize zarar veren ideolojik yaklaşımlarında herkesin malumu olduğu üzere var olan ekonomik sebeplerden beslendiğini biliyoruz... Tam bu noktada bile fayda sağlayacak bir piyasadır “sermaye piyasası” ama işin alsat, trading kısmına odaklanıp, sizin sermaye piyasanız arzu edilen niteliğe kavuşmadan, dayanak varlık piyasası belirli bir büyüklüğe ulaşıp, sığılta dahil birçok sıkıntıdan kurtulmadan siz türevleri inşa etmeye kalkar da, saniyede şu kadar bu kadar emir hızına ulaşmaya konsantre olursanız, biz Türkiye'nin menfaatlerine hizmet edecek bir sermaye piyasası yerine, yabancıların kısa vadeli para kazanma amacı ile giriş çıkış yaptığı trading cennetlerinden birisi oluruz...

Açıkçası içinde bulunduğumuz yol bizi finans merkezi değil de, trading merkezi yapar. Burada sıkıntı yok. Ama konunun ruhu anlaşılıp, tüm memleketin ekonomisine, halkına fayda sağlayacak bir sermaye piyasasını gaye ediniyorsak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun son bir yıllık rotası diğer otoritelere referans olmalıdır... Amaca hizmet eden bir sermaye piyasası, ancak ve ancak siyasi iradenin farkındalığı ile mümkün olabilecektir...

Hükümetin önemseydiği ve katkı sağladığı ki bizlerin de son derece önemseydiği Bireysel Emeklilik mevzuunun başarısı da, arzu edilen sermaye piyasasının tesisi ile mümkündür. An itibarı ile BES sistemi getiri açısından maalesef sınıfı geçmemektedir...

Sermaye Piyasası kavramının altı dolmadan, ülkemiz tek motorlu uçak gibi, sadece bankacılık motoru ile yoluna devam eder ama ikinci motoru takarsa ki bu motor sermaye piyasasıdır... Türkiye'miz böylece hızla yol alır...

SERMAYE PİYASALARI ÜLKEMİZ İÇİN LÜKS MÜ, İHTİYAÇ MI?

Arif Ünver, Sabah Gazetesi "Borsanın Yıldızları" başlıklı ekine

11 Aralık 2014 tarihinde verilen mülakatın tam metni.

-Bir finansman tekniği olarak borsanın önemi nedir? İstatistiki bilgi varsa eğer Borsa kurulduğu tarihten bu yana kaç şirket halka açılıp ne kadar gelir sağlamış?

- Firmaların finansman tekniği olarak iki ana başlıktan bahsedebiliriz; borçlanma ve özkaynak modeli... Borçlanma modeli hem para piyasaları hem de sermaye piyasaları vasıtası ile işleyebilen bir mekanizmadır. Özkaynak modeli ise yeni ortak kazanımları ve sermaye piyasaları marifeti ile gerçekleşmektedir. Borç alacak ilişkisi vasıtası ile kaynak temini firmalar açısından vade sonunda bu borcun ödenmesi yükümlülüğünü ortaya koyar ve firmanın pasifinde yükümlülükler tarafında bir yük oluşturur...Diğer taraftan sermaye piyasaları vasıtası ile özkaynak modelini tercih eden firmalar, bir borç yükümlülüğü altına girmeden, yeni ortakların sağladığı kaynağı sermayesine ekler ve karşılığında yeni ortaklara pay verirler...

Verilen bu paylara likidite sağlanması başka bir ifade ile ortakların paylarını dilediği zaman başkaca yeni paydaşlara satabilmesi için ortak sayısı 500'ün üzerinde ise borsaya kote olurlar. Bu noktadan sonra özkaynak modeli ile sermaye temin eden firmanın yeni paydaşları diledikleri zaman borsada paylarını satın alabilirler...

Bu noktadan baktığımız zaman, özkaynak modeli tercih eden firma borç alacak ilişkisi yerine ortaklık ilişkisine girerek görece olarak daha ucuz bir finansman modelini tercih ederek avantaj sağlarken, yeni paydaşlarda küçük birikimleri ile devasa firmalara ortak olabilmektedirler. Bu ilişkinin sağlıklı ve sürdürülebilir olması büyük önem arz etmektedir; firmaların sağladığı özkaynak modeli finansman modeli ile işini gücünü büyütmesi, istihdam dahil birçok önemli kalemin olumlu yönde gelişimini de desteklemektedir. Elbette bu ilişkinin sağlıklı bir şekilde kurulması ve devamı için olmazsa olmazlar vardır; fon talep eden firmalarımız, kendilerine teveccüh gösteren fon sağlayıcı yeni ortaklarına vefalı olmaları ve gereken kâr paylaşımlarını yapmaları gerekmektedir. Aksi takdirde bu ilişkiden bir tarafın nemalanamaması sermaye piyasalarının gelişiminin önünü kesmektedir.

Asgari müşteregin sağlandığı bir ortam tesis edilebilirse Türkiye'nin birçok ekonomik sorunu da ortadan kalkacaktır. ABD'de hane halkının yaklaşık %52 si hisse senedi sahibidir. Bu noktayı iyi anlamak lazım; ABD'de şirketlerin sağladığı ekonomik büyümeden ABD hane halkı pay almaktadır ve bu da gelir dağılımında dahi olumlu etki yaratarak, ekonomik kalkınmanın tabana yayılmasına aracılık etmektedir. Ülkemizde henüz yolun çok başındayız. Dolayısıyla bankacılık sistemine mahkum olan ekonomik modelimizin prangalarından kurtulmasının en önemli araçlarından birisidir, sermaye piyasalarının özkaynak modeli...

Ülkemizde 1986 yılında 80 adet firma borsamızda işlem görmekte iken 2014 yılına geldiğimizde 400'ün üzerinde firmanın BİST te işlem gördüğünü biliyoruz. 1986 yılında borsamızda işlem gören firmaların toplam piyasa değeri 938 milyon Amerikan Doları iken günümüzde yaklaşık 250 milyar Amerikan Doları civarında bulunuyor...

Sermaye piyasalarından özkaynak modeli ile sağlanan fonun aslında bir sermaye olduğu unutulmamalıdır. Toplumumuzun geniş kesimlerinde hatta finans aleminin aktörleri tarafından da zaman zaman özkaynak modeli ile sağlanan fonlara "gelir" ifadesi kullanılmakta olup sakıncalı bir ifadedir. Ancak ve ancak ortak satışı modeli ile halka açılan firmalar açısından bir gelir kavramı olabilir. Lakin yeni sermaye temini için yapılan halka arzlarda sağlanan kaynak net bir şekilde sermayedir, bu kaynak firmanın işini gücünü büyütmek amacı ile topladığı yeni sermaye girişidir. Elbette yeni sermayeyi sağlayanlara karşı bir takım yükümlülükler vardır ve bu yükümlülüklerinizi yerine getirdiğiniz takdirde, sermaye piyasaları, firmanıza kapılarını sonuna kadar açacaktır. Hem firma, hem de fonu sağlayanlar mutlu mesut yoluna bakacaktır... Devlet desteği alan Bireysel Emeklilik Sisteminde arzu edilen seviyelere gelerek kalıcı başarı elde edilmesi de hisse senedi piyasalarının genişlemesine, nitelikli hisse stoğunun artmasına bağlıdır... En nihayetinde topyekun Türkiye kazanacaktır.

-Halka açılmanın şirketlere faydaları nedir? Şirketlerin performanslarını nasıl etkiliyor?

- Öncelikle ülkemiz DNA'sına uygun bir söz iletmek isterim; "Gönlünü

Hakka açan Malını Halka açar.” Özkaynak modeli ile halka açılan firma her şeyden önce bir borç yükü altına girmeden, sermaye temin eder... Ve sağladığı bu sermayenin vadesi yoktur. Bir bankadan aldığı borcun yarattığı baskı, özkaynak modeli ile halka açılmada yaşanmaz... Bir bankadan kredi alırken kimi aktifleriniz pasifize olabilir lakin halka açılarak sağladığınız kaynak karşılığında herhangi bir aktifiniz kısıt altına girmez...Faiz yükünden kurtulmanın da önemli bir yoludur, halka açılmak...

Özkaynak modeli ile sağlayabileceğiniz kaynak, bankacılık kanallarına göre daha düşük maliyet ve daha özgür bir firma olunmasını sağlarken, hareket kabiliyetiniz görece olarak daralmaz...Size fon sağlayanlarını mağdur etmediğiniz sürece, sermaye piyasası kanalları ile her zaman rahatça kaynak ve sermaye temini daim olur, altın şart ise size fon sağlayanları üzmemek... Elbette ki sermaye piyasalarından sağlanan ve bu sağlama sonrası üzerine düşeni yapan firmalar, üretim faktörünün en önemli sac ayağı olan sermaye sıkıntısı yaşamadan yeni atılımlarını fonlama sıkıntısı yaşamadan önlerini daha gözerek hareket kabiliyetlerini artırırılar...

-Borsanın kurumsallaşma ve kredibilite etkisi nedir?

-Halka arz olan firmalar, aile şirketi gömleğini üzerlerinden atarak, daha şeffaf ve sürdürülebilir bir yapıya sahip olurlar...Bu noktada sürdürülebilir olmak kavramı çok önemli...Firmanın ileri standartlarda denetim ve kontrol altında olması firmanın olası risklerinin de azaltılmasını sağlarken, firmanın devamlılığına önemli katkı sağlamaktadır. Bir aile şirketinin yaşayabileceği olası risklerin denetim ve kurumsal anlayışla hafifletilmesi adına, kurumsallaşmanın önemli bir aşamasıdır halka açılmak...

Halka açılmış borsaya kote olmuş bir firmanın, kartviziti daha etkin ve itibarlıdır. Özellikle uluslararası alemde ticareti olan firmaların borsaya kote firma kartvizitleri olması kapıları daha kolay açabilmektedir. Borsaya kote bir firmaya ilişkin algı önemlidir. Bu algı denetlenen, şeffaf ve kurumsal gibi itibarlı gömleklere giydiğinizizi teyit eder... Açıkçası kote bir firma ile kote olmayan firmanın itibarları hem yurtiçinde hem de yurt dışında farklıdır. Kote olmuş halka açılmış firma, her daim bir adım önde olup, itibar gömleği ile daha rahat yol alabilmektedir... Halka açık bir firmanın finansman kaynaklarına ulaşması, halka açık olmayan bir firmadan daha kolaydır.

Çoğu zaman risk primlerinde dahi avantajlıdır, halka açık firmalar... Tabi ki ülkemizdeki firmaların neredeyse %95'inin KOBİ olduğu düşünülürse, halka açılma, sermaye piyasası gibi kavramlara dair farkındalık çalışmalarının hızlandırılması ve artırılması da ayrı bir öneme sahip...

-Halka arz seferberliği amacına ulaştı mı? Halka açılma nasıl teşvik edilebilir?

-Samimi ve iyi niyetli bir şekilde başlatılan halka arz seferberliği döneminde kemerlerin görece olarak gevşetilmesi borsamıza biraz zarar verdi demek yanlış olmayacaktır. Bu süreçten önemli dersler çıkarıldığına inanıyorum... Bu noktadan bakarsak salt niceliksel yaklaşım modeli yerine nitelikli yaklaşım stratejileri sergilemek her daim fayda sağlamıştır. Önümüzdeki yeni halka sürecinde niteliksel yaklaşım ülkemize kazanç sağlayacaktır.

Ülkemizde var olan küçük birikimlerin bir sinerji yaratarak ülkemiz ekonomik kalkınmasına arzu eden katkıyı sağlaması adına yeni halka süreci daha titiz yürütülmelidir. Halka açılma sürecinde ortaya konulacak teşviklerin sadece firmalara değil bu firmalara fon sağlayarak halka arz sürecine katılacak tasarruf sahiplerine de sağlanması çok sağlıklı olacak ve arzu ettiğimiz tablonun realize olmasına zemin hazırlayacaktır. Firmaların halka açılmaları için kurumlar vergisinde teşvik ve başkaca argesel teşvikler sağlanması makul olacaktır. Diğer taraftan fon sağlayan tasarruf sahiplerinin de dönemsel getiri ve vergisel tenkisatlar ile teşvik edilmesi önemli adımlar olacaktır.

Bakınız her platformda zikredilen yapısal reformların tamda göbeğinde sermaye piyasaları yer almaktadır. Devletin feragat edeceği bazı vergisel kayıplar ilerleyen dönemde kat be kat geri dönüşler sağlayarak topyekün ülkemize artı yazacaktır... Bu konulara ilişkin teknik çalışmaları zaman zaman bizler yaptık ve baktık ki atılacak feragat içeren adımların geri dönüşleri çok daha yüksek olabilecek ve ülkemizi sıkıştığı ekonomik modelden de sıyrılmasına katkı sağlamaktadır. Ülkemizin önünü açarak, bankacılık sistemine olan bağımlılığımızı azaltırken, makro ekonomik açıdan pranglarımızı da çıkarıp atmamızın yolunu açabilmektedir.

Diğer taraftan özel sektörümüzün sağlamak zorunda olduğu dış kaynak ve yükünü hafifletmekten tutun, istihdam vs birçok ekonomik derdimize deva

bir mecradır, sermaye piyasaları...

Sonuç olarak bu kadar önemli bir mecraya mümkün olan her tür teşviğin verilmesi, etik, ilke ve samimiyet kavramlarının da altını beslediği bir stratejik eylem planı, ülkemizin nihai ekonomik hedeflerinin gerçekleşmesi adına önemli bir adım olabilecektir...

-Halka açık şirket sayısında hedef nedir?

-Tek başına sayısal olarak halka açık şirket sayısına bakmak yerine, üreten işini gücünü büyüten potansiyel kârlılığın olumlu etki yaratacak firmaların halka açılması ve bu profile dahil olan firmaların teşvik edilerek Borsaya davet edilmesi sağlıklı olacaktır, kanaatindeyim. Aksi takdirde bir bankadan kredi bile alamayacak mali yapıya ve vizyona sahip firmaları sermaye piyasalarına davet edersek, fon arz eden taraf bu işten zarar görür ve negatif geri besleme ülkemizin ekonomik gelişimine zarar verir. Sonuçta gönül ister ki uygun profili taşıyan 1000 firmamız sermaye piyasaları sınırlarına dahil olup, borsaya gelsin...

Bu noktada ülke olarak hedefimiz GSYİH'a denk bir halka açık kısmın piyasa değeri olmalı. Örneğin ABD'de 15 trilyon dolar bir GSYİH var diğer taraftan ABD'de halka açık firmaların alınıp satılır kısmının piyasa değeri de yaklaşık 15 trilyon Dolar... Ülkemizde GSYİH yaklaşık 800 milyar dolar ise bizim borsamızda işlem gören firmaların halka açık kısımlarının piyasa değeri de 800 milyar dolar olmalı ki ülkemiz sermaye piyasalarından hakkıyla nemalansın...

Kaynak nerede diyenler olabilir; ülkemiz bankacılık sisteminde yaklaşık 1 trilyon TL'lik bekleyen mevduat var... Bir de yastık altı konusuna işaret edersek kaynak var, önemli olan atıl kaynakları harekete geçirecek zemin hazırlansın... Bu açıdan baktığımız zaman mevcut alınıp satılır kısmın piyasa büyüklüğünü yaklaşık 8 kat artırmamız lazım. Ülke olarak 10 yıl içerisinde hedefimiz borsada alınıp satılabilen kısmın piyasa değerinde ilk hedefimiz asgari 500 milyar Doların üzerinde olmalı... Bu da demek oluyor ki daha yolun çok başındayız...

Sermaye Piyasası, borsa ülkemizde iyi anlatılmalı, borsa sadece fiyatların inip çıktığı ve insanların bu şekilde oyun oynadığı bir yer değildir. Fiyatların

inip çıkması ve bu işlerin öne çıkarılması, sermaye piyasalarının asli amacına haksızlık olur. İndi çıktı gibi salt fiyat mekanizmalarına odaklanmak biraz magazinsel yaklaşımdır.

-Yatırımcı sayısının artması için neler yapılabilir?

-Yatırımcı sayısının artması için iki temel şart var; birincisi yatırımcının bu işten nemalanması, zarar görmemesi... İkincisi ise farkındalık...

Birinci şartın yerine gelmesi için; fon arz eden taraf olan yatırımcıların dönemsel olarak getiri elde etmeleri şarttır. Bu dönemsel getiri konusu da nettir; kâr payı, namı diğer temettü... Yatırımcının temettü alabilmesi için öncelikle firma kâr edecek kârlı firma olacak ikincisi asgari müşterekte bu kârını kendisine teveccüh gösterip ortak olanlar ile paylaşacak, aksi takdirde yatırımcı sayısı artmaz...Artsa artsa spekülâtif amaçlı fiyat farklılıklarından faydalanmak isteyen kitle artar buda ülkemize fayda sağlayacak sermaye piyasası yapısına hizmet etmez...Diğer taraftan fon arz ve talep eden arasındaki ilişkiyi düzenlemekle mesul olan otoritelerin etkin aktif ve objektifliklerinin artırılması ile mümkün olabilecektir.

Farkındalığın artması da ancak ve ancak eğitim ile mümkündür. Eğitim stratejisi geliştirilirken de amaca hizmet etmesi açısından ülkemizin ortalama eğitim seviyesi dikkate alınarak ve hane halkının algılayacağı sade ve anlaşılır bilgi zerk edilmeli, aksi takdirde eğitim açılımları arzu edilen neticeyi vermekten uzak olabilir... Açıkçası bizim bir sloganımız var; Türkiye'nin Sigortası; Sağlıklı Sermaye Piyasası...Ve ülkemizin içerisinde bulunduğu salt para ve maliye politikaları dar alanından sıyrılıp hakettiği ekonomik kalkınmayı realize etmesi açısından sermaye piyasası Türkiyemiz için olmazsa olmazdır...

TÜRKİYE'NİN SİGORTASI; SAĞLIKLI SERMAYE PİYASASI

Arif Ünver, Eylül 2014 tarihli TUROB Hotel Dergisi Mülakatı

İstanbul Üniversitesi'nde bazı öğrenci kulüpleri ile toplu eğitimler gerçekleştirdik. Bahçeşehir Üniversitesi ile Borsa Okulu adı altında 5 dönem yaklaşık 25 haftalık bir eğitim gerçekleştirdik, 2014-2015 eğitim yılında farklı platformlarda da aynı eğitimleri eş zamanlı yapmayı planlıyoruz. Diğer taraftan ülkemizde çok daha geniş kitlelere ulaşmak için Turkcell ile gerçekleştireceğimiz bir projemiz var. Stüdyoya girip yaklaşık 4 saatlik bir bilinçli yatırımcı eğitimi çekeceğiz. Bu eğitim en sade vatandaşın anlayabileceği üsluba sahip olacak ve en önemlisi internet üzerinden ücretsiz olarak online izlenecek. Ayrıca bu eğitimimiz İngilizce alt yazılı olarak tüm dünyada sermaye piyasası yatırımcılarının hizmetine de sunulacak.

Sloganımız net; Türkiye'nin Sigortası Sermaye Piyasası...

Kısa Vade de Büyük Para Peşinde Koşmayın!

Sermaye Piyasası Yatırımcıları Derneği (SPYD), sermaye piyasalarında son derece aktif bir kurum. Başındaki isim ise yine piyasanın yakından tanıdığı bir isim olan Arif Ünver. Sermaye piyasalarının tabanının genişlemesi ve halka biraz daha indirebilmek adına bir çok çalışma yaptıklarını ifade eden Ünver, aynı zamanda yatırımcıları bilinçlendirmek için önemli girişimleri olduğunun altını çiziyor. Türkiye'nin hedeflerine ulaşabilmesi mutlaka ve mutlaka sermaye piyasalarına ihtiyacı olduğunu vurgulayan Ünver'e göre Türkiye'deki genç işsizlik sorunun ilacı da sermaye piyasaları...

Ünver'in sermaye piyasalarında yatırım yapacak olanlara da önemli uyarıları var. Öncelikle risk getiri tercihleri belirlenmeli ve uygun finansal ürünler tanınmalı. Kimse kısa vadede büyük kazançlar peşinde koşmamalı. Çünkü bu arzu ciddi zararlar yaratma potansiyeline sahip. Ayrıca hayatınızda hiç görmediğiniz bilmediğiniz insanların sosyal paylaşım ortamlarındaki önerilerinden uzak durun...

Türkiye için sermaye piyasalarının genişlemesi neden önemli?

Türkiye'de bankacılık üzerine inşa edilen ekonomik sistem gelir dağılımında adaletsizlik yaratıyor ve bu durum ülkeler açısından en tehlikeli zehir. Gelir adaletsizliğinin panzehiri ise sermaye piyasalarının sağlıklı bir şekilde gelişimi.

Ülkemiz özelinde varolan genç işsizlik sorunun ilacı da sermaye piyasaları. Kurumlar finans ihtiyacını bankalardan borçla değil de, özkaynak modeli ile sermaye piyasalarından sağlar ise istihdam, gelir dağılımdaki adaletsizlik başta olmak üzere birçok ekonomik sorun hal yoluna girecek. Açıkçası sermaye piyasası çörek otu gibidir; birçok ekonomik derde devadır, Anadolu topraklarında varolan eski bir paylaşımçı açılıma “imece sistemine” çok benzer.

Ülkemiz bankacılık sisteminde park etmiş 1 trilyon TL civarı mevduat var, vadeli vadesiz, TL, yabancı para cinsinden, kamu, özel, bireysel ve kurumsal olarak. Bu kaynağın üçte biri sermaye piyasalarına kaydırılabilirse Türkiye şahlanır, birkaç level birden atlar ve elbette bireylerin güçlenmesi ülkemizin her açıdan menfaatine olur.

Derin bir konudur, hep söylenir ya; yapısal çözüm yapısal çözüm diye. İşte size yapısal çözüm. Elbette bu işler çok kolay değil, zaman ister, meşakkatlidir, elinizi taşın altına koymanız lazım. Bence bu doğrultuda elini taşın altına koyanı ülkemiz altın harflerle tarihine yazacaktır. ABD’de hane halkının yaklaşık yüzde 52’sinde hisse senedi var ve etkisi net: ABD ekonomisinde ortaya çıkan pastadan hane halkı önemli oranda pay alıyor. Bizde ise hane halkının yüzde 1’inde bile hisse senedi yok. Ama bu kadar önemli bir mevzunun devreye alınabilmesi için öncelikle sevk ve idarenin en üstünün bu mevzuları iyi kavraması lazım. Yani önce hane halkına değil en üst yapıya finansal okuryazarlık şart...

Peki bu finansal okuryazarlık nasıl geliştirilebilir?

Finansal okuryazarlık mevzusu gerçekten çok önemli fakat herkesin dilinde olmasına rağmen ilgili kavramın anlamını ortaya koyabilen olmadı. Dolayısıyla herkes kendi çıkarları doğrultusunda ilgili kavramı tanımlıyor ve ilerliyor.

Ülkemizde ortalama eğitim seviyesi 2010 OECD verilerine göre ortalama 6,5 yıl, bu gerçekten bağımsız bir finansal okuryazarlık açılımı olamaz, olsa da amaca hizmet etmez. Dolayısıyla ülkemizde finansal okuryazarlık kavramı yerine bilinçli tüketici gibi “bilinçli yatırımcı” kavramı öne çıkmalı.

En nihayetinde finansal ürünleri tüketme potansiyeli olan insanlardan

bahsediyorsak, insanların bu finansal ürünleri tanımaları önem arz ediyor. İnsanların risk getiri tercihlerine göre doğru finansal ürünleri bilinçli olarak tüketmeleri, insanları bilinçli yatırımcı yapar. Finansal okuryazarlık başka bir şey; kişinin finansa dair konuları öğrenerek ilgili alanda bilgi sahibi olmaları akademik bir konu. Ama ülkemizde ortalama eğitim seviyesi orta 2'den terk. Bu profilde liseyi bitirmeden finansı yazıp okumak çok fazla gerçekçi değil.

- Fakat bu finansal okuryazarlığın ders olarak koyulması da gündemde..

Öyle de, çok gerçekçi değil, ilkokulda olsa olsa tasarruf bilinci dersleri olabilir. İlkokul öğrencisi ABC'yi yeni öğrenmiş, finansal okuryazar nasıl olur? Neticede sonuç odaklı işler yapacaksak kavramları ortaya koyarken altını doldurmak lazım. Aksi takdirde her zamanki gibi ses çıkartırız, iş değil. İlkokul çağına "tasarruf bilinci" halka ise "bilinçli yatırımcı" eğitimleri verilirse netice alırız. İlgili eğitimleri objektif verecek, kâr amacı gütmeyen kuruluşların gerçekleştirmesi hususu da çok önemli. Aksi takdirde bankaların ve yatırım kuruluşlarının pazarlama faaliyetlerinin adı finansal okuryazarlık eğitimleri olur ve amaçtan uzaklaşır.

Peki Türkiye'de sermaye piyasaları bilinci nasıl geliştirilebilir?

Önce ülkemizi sevk ve idare edenlerin konunun önemini kavraması şart. Ama niceliksel olarak değil olayın ruhunu nitelikli bir şekilde kavramaları şart, aksi takdirde sermaye piyasalarının ülkemiz ekonomisi içerisinde olması gereken yere gelmesi çok zor. Siyasi mecra konuya eğilmeden, anlamadan sermaye piyasası bilinci halka sirayet edemez, sıkıştığı dar alanda patinaj yapmaya devam eder. Biz de para politikaları orjinli bir Türkiye olmaya devam ederiz. Eğitim şart ama, yukarıdan aşağıya... Birkaç tane siyasinin konuya hakim olması ile olacak iş değil bu. Siyasi partilerin programlarına sermaye piyasası kavramı girmeli, ekonomik reçetelerinde satır aralarında değil, ayrı başlıklar ile yer almalı.

Yatırım yapmak isteyenlere temel önerileriniz neler?

Sermaye piyasalarında yatırım yapmak isteyenler, risk getiri tercihlerini belirlemeden ve bu neticeye uygun finansal ürünleri tanımadan bu işlere girmesinler. Aksi halde zarar görme olasılıkları yüksek olur ve bu olası zarar ile piyasaya dair etraflarında da negatif algıya sebep olabilirler. Hem kendilerine

hem de topyekün piyasaya zarar verebilirler. Sermaye piyasalarında yatırımcı olmak ile spekülâtör olmak hep biriyle karıştırılır, özellikle de ülkemizde. Siz sadece fiyat farklılıklarından kazanç sağlamak amacıyla iseniz siz zaten yatırımcı değilsiniz, paranızın büyüklüğüne göre spekülâtör veya spekülâtörcüksünüz. Sermaye piyasalarında gerçek yatırımcı dönemsel getiriye odaklıdır, fiyat farklılığı kazançları ikinci sırada gelir. Örneğin siz hisse senedi aldığınızda 3'ten alayım 5'e satayım'a odaklanırsanız, hisse senedi olarak ortak olan ve kâr payı alabilme hesapları ile gerçek yatırımcı olan profil kimliğinden uzaklaşırsınız. Hisse senedi almak, bir firmaya ortak olmaktır, dolayısıyla ortak olmak için konuya hakim olmak lazım, mali tablo bilmek lazım ve daha başkaca bilgi donanımlarına ihtiyaç vardır. Türev piyasalarda işlem yapmanın asli amacı da risten kaçınma olmalıdır. Yoksa kaldıracın cazibesi ile spekülâtörlüğe soyunursunuz.

Kur, emtia riski taşıyan firmalara baktığımızda, bu risklerini optimum kaldıraçla hedge (risten kaçınma) amacı taşıyarak türev piyasalarda bulunursa, piyasa ürünleri de amaca hizmet etmiş olur. Aksi takdirde bireylerin şansını denediği alan olmaktan öte bir şey olmaz. Tasarruf sahiplerine finansal ürünlerin tek tek ortaya çıkış amaçları iyi anlatılmalı ki mekanizmalar amaca hizmet etsin.

Bilinç çok önemli, her alanda olduğu gibi yatırım bilinçli olacak, yoksa sadece yatırımcı değil sistemde zarar görüyor, gelişmiyor.

Toplumda borsa genelde kumar gibi algılanıyor. Sizce bu algı nasıl değişir?

Borsa=kumar algısı maalesef toplumun geniş kesimlerinde mevcut.

Bu algının oluşmasındaki en önemli sebep tasarruf sahiplerinin bilinç düzeylerinin son derece düşük olmasından kaynaklanıyor. Tasarruf sahipleri genellikle kısa vadede büyük kazançlar peşinde. Gerçek yatırımcı kavramları ve bunun gereklilikleri için yeterli analitik bilgiyle hareket etmediğinden zararlarla karşılaşp para kaybediyorlar. Tabi hal böyle olunca kumar deyip işin içinden çıkmak işin kolayı olabiliyor. Tasarruf sahibi hisse senedini alırken ortaklık bilinci olmadığından aslında ucuz mu pahalı mı gibi işlere bakmıyor. Aslında bakacak edcek bilgisi de yok, maalesef rastgele alıyor satıyor.

Aslında kendileri kumar oynuyor ama sonra sisteme kızıyorlar.

İstisnalar yok mu? Var elbette; siz bilinçlisiniz hesap kitap yapıyor bir hisse alıyorsunuz ve ardından hoop ilgili firma faaliyetlerine devam ettiği halde borsa dışında kalıyor. İşte bu noktadan bakıp da kumar diyenlere söyleyecek sözüm yok. Geçmiş dönemde cereyan eden bu hadiseler piyasamızın gelişimine çok darbe vurdu ve önünde engel teşkil etmeye devam ediyor. Gri alanlardan birisidir, çözümü yok değil aslında. Bu noktada ilgili makamlara önemli önerilerimiz oldu ama henüz bir yol alamadık.

Kumar algısının değişmesi için yatırımcı aldığı ürünü tanıyacak ve muhakeme yeteneği gelişmiş olacak, kara düzen alım satım yapmayacak. Ek olarak geçmişte gerçekten mağduriyetler yaşatan konuların telafisi de şart. Yoksa bir güven sorunu hep devam edecektir.

Hisse senedi alacak olanların neleri bilmesi gerekiyor?

Hisse senedi alıyorsanız, ortak olduğunuzu unutmadan yapmanız gerekenler var; mali analiz bileceksiniz... Ucuz mu pahalı mı? Firmayı yönetim kuruluna kadar inceleyeceksiniz, en nihayetinde “at sahibine göre kişner” atasözümüzü unutmayalım.

Firma kârlı mı? Geçmişine bakarak geleceğe dair öngörüler ortaya koymalısınız ve eğer kârlı bir firma ise sizinle paylaşıyor mu? Veya yatırım mı yapıyor? Yoksa kâr edip hem kâr payı vermiyor hem de yatırım yapmıyor mu? Bunlar önemli kriterler. Bütün bunları aşacak bilgi donanımınız yoksa profesyonel danışmanlarınızı çok iyi seçerek yolunuza devam edeceksiniz. Profesyonel danışmanlık hizmeti almadan ilgili danışmanların geçmişini iyi analiz edin, test edin, başarılı danışmanlar bulmaya çalışın. En nihayetinde para kolay kazanılmıyor, bir televizyon alırken gösterdiğiniz özeni tasarruflarınız için de gösterin.

Peki ideal bir portföy dağılımı nasıl olmalı?

İdeal portföy oluştururken kendi profilinizi tespit etmeniz çok önemli. Gönülünüzden geçenle realiteleriniz birbirinden farklı olabilir. Son derece gerçekçi olarak kararlarınızı verin. Örneğin aylık sabit bir ücretle çalışıyorsanız, risk iştahınız düşük tutun ve orta uzun vadeli getiriler sağlayacak yatırım ürünlerini tercih edin. Gelirinizin bir kısmı ile 5-10 yıllık süreçleri göze alabileceğiniz dönemsel getirisi olan, örneğin temettü getirisi sağlayan hisse

senetlerini tercih edin. Gelirinizi sağladığınız asli işinizi ve özel hayatınızı sekteye uğratacak spekülâtif ürünlerden uzak durun. Potansiyel kazanç ne kadar yüksek ise risk de bir o kadar yüksek olacaktır. Türev ürünler hedge amacı ile doğmuş ürünlerdir, ilgili piyasalarda işlem yaparken risk düzeyinin çok yüksek olduğunu unutmayın.

Tasarruflarınızın küçük olması sizi riskli ürünlere yöneltmesin, aceleci olmayın ve küçük birikimlerinize uzun zaman tanıyın. Kısa vadede büyük kazanç arzusu ciddi zararlar yaratma potansiyeline sahiptir. Hayatınızda hiç görmediğiniz bilmediğiniz insanların sosyal paylaşım ortamlarındaki önerilerinden uzak durun. Kendi yaşınız gelir düzeyiniz vb gibi realiteleriniz ile örtüşen yatırım araçlarına yönelin, dolayısıyla finansal ürünleri tüketecek bilince sahip olun. Olmaz ise profesyonel yardım alın.

PETROLDEKİ DÜŞÜŞ MANİPÜLATİF

Arif Ünver, 03.01.2015, Anadolu Ajansı ile yapılan mülakat

Sermaye Piyasası Yatırımcıları Derneği (SPYD) Başkanı Arif Ünver, petrol fiyatlarının manipülatif bir biçimde düşürülerek Rusya'nın zayıflatılmak istendiğini belirterek,

'Bu noktada özellikle türev piyasalar önem kazanıyor. Çünkü siz türev piyasalarda bir malın değerini 1'e 400 oranında kaldıraç kullanarak sanal arz ya da talep yaratabilirsiniz. Dolayısıyla petrol fiyatlarındaki düşüş türev piyasalar marifetiyle yapılan manipülatif bir düşüştür' dedi.

Ünver, AA muhabirine yaptığı açıklamada, 2014 yılının özellikle Yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkması ve bununla ilgili 60'ın üzerinde ikincil düzenlemenin hayata geçirilmesi nedeniyle sermaye piyasaları açısından rehabilitasyon yılı olduğunu söyledi. Bu yıl büyük firmaların halka arzının etkisiyle sermaye piyasalarının büyüyeceğini dile getiren Ünver, bunun ardından hisse senedi stokunun artırılmasının beklendiğini ifade etti. Özel sektörün de sermaye piyasaları kanalıyla borçlanma modelini kullanacağını kaydetti.

Ünver, 'Hisse senedi pazarının büyümesinin ekonomi açısından olumlu etkilerini göreceğiz. Gerçekleşecek halka arzlarla sermayenin tabana yayılması sağlanacak. Kısaca Türkiye, bu yıl ekonomik modelini güncellemiş olacak. Sermaye piyasalarının etkin bir şekilde devreye alınmasıyla Türkiye, para ve maliye politikaları arasına sıkışmışlığın yarattığı zafiyetten kurtulacak' diye konuştu.

Bu yıl Türk sermaye piyasaları açısından en önemli gündem maddelerinin önem sırasına göre seçim, Rusya kaynaklı gelişmeler ve Amerikan Merkez Bankasının (Fed) kararları olacağını belirten Ünver, Türkiye'nin bu dönemde sermaye piyasaları mekanizmasını ekonomiye eklemeyerek yapısal çözümler üretmeye başlayacağını vurguladı. Fed'in piyasalar üzerindeki etkisinin ise sınırlı hale geleceğine dikkati çeken Ünver, ülkenin para-maliye-sermaye piyasaları üçlüsüyle daha güçlü hale geleceğini söyledi. Rusya kaynaklı gelişmelerin Türkiye sermaye piyasalarına etkisi hakkında da değerlendirmelerde bulunan

Ünver, geçmiş dönemdeki kur savaşlarının yerini artık emtia savaşlarının aldığını kaydetti.

Petrol fiyatlarının manipülatif bir biçimde düşürülerek Rusya'nın zayıflatılmak istendiğine işaret eden Ünver, 'Bu noktada özellikle türev piyasalar önem kazanıyor. Çünkü siz türev piyasalarda bir malın değerini 1'e 400 oranında kaldıraç kullanarak sanal arz ya da talep yaratabilirsiniz. Dolayısıyla petrol fiyatlarındaki düşüş türev piyasalar marifetiyle yapılan manipülatif bir düşüştür' görüşünü dile getirdi.

Petrol fiyatlarındaki düşüşün Türkiye'ye etkisine bakıldığında bir olumlu bir de olumsuz iki durumun ortaya çıktığını belirten Ünver, fiyatlardaki gerilemenin cari açığı azaltma ihtimaline karşın Rusya'daki vatandaşların alım gücünün zayıflamasının bu ülkeye ihracat açısından sıkıntı yaratabileceği uyarısında bulundu. Ancak her iki durum karşılaştırıldığında Türkiye'nin petrol fiyatlarındaki düşüşten "hafif de olsa" olumlu etkilenebileceğini ifade eden Ünver, düşük petrol fiyatları nedeniyle cari açığı azaltma nedeniyle elde edilecek parasal birikimin mutlaka eğitim ve altyapı yatırımlarına harcanması gerektiğini söyledi.

Milletvekili seçimlerinin piyasalara etkisine ilişkin de değerlendirmelerde bulunan Ünver, son 10 yıldaki seçim süreçleri göz önüne alındığında en sakın seçim dönemlerinden birinin yaşanabileceğini kaydetti. Seçim tarihi yaklaşırken tansiyonun biraz daha yükselme ihtimali olsa da bu tansiyonun seviyesinin geride kalan seçim öncesi dönemlerden düşük olacağına dikkati çeken Ünver, 'Düşük tansiyonlu bir ortam da yerli ve yabancı yatırımcıların davranışlarına olumlu yansımaktır. Özellikle piyasalar açısından seçim sürecinin sakın geçeceğini düşünüyorum' dedi.

BAĞIMSIZ YÖNETİM KURULU ÜYELERİNİN ‘VARLIK NEDENİ’

Dursun Ali Yaz, 23 Haziran 2013, www.finansgundem.com

Gelişmiş ülkelerde yaşanan halka açık şirket skandalları sonrası ortaya çıkan ve kurumsal yönetim ilkeleri başlıklı düzenlemeler, sermaye piyasalarının kaybettiği güveni tazelemeye yöneliktir.

Özellikle hisse senedi piyasalarında sermayenin tabana yayılması, piyasalara duyulan güvenin artmasıyla mümkündür. Bunun için, literatürde ‘azlık payı’ denilen yatırımcı haklarının yasal düzenlemeler eliyle korunması ve ufak birikimleriyle borsaya gelenlere güven telkin edilmesi piyasanın olmazsa olmazları arasındadır.

Bu hedefe istinaden, halka açık ortaklıkların yönetim kurullarında yapısal bir değişikliğe gidildi. Sermaye Piyasası Kurulu’nun (SPK) 30 Aralık 2011 tarihinde yürürlüğe koyduğu, kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesine ilişkin 56 no’lu tebliği ile başlayan süreçte, yönetim kurulu üye sayısının en az yüzde 30’unun ve her durumda en az iki kişinin bağımsız üyelerden oluşması mecburi kılındı.

Ancak düzenleme içerisinde bağımsız üyelere tanınan geniş yetkilerin başında gelen ‘Veto Hakkı’na yöneltilen tepkiler üzerine, bu hak bir sonraki tebliğ ile derhal törpüldü.

Gerçekten de, dünyada faaliyet gösteren tüm halka açık şirketlerin genel kurulları, istisnasız hakim ortakların işaret ettiği kimseleri yönetim kurulu üyesi olarak seçmek durumunda kalmaktadır. Amerika’da yaşanan meşhur şirket skandalları, bilinen bu yapının revize edilerek benzer ‘finansal travma’ların tekrarlanmaması adına bir dizi önlemler alınmasını gerektirmiştir.

İşte tüm bu çalışmalar ‘Kurumsal Yönetim İlkeleri’ şemsiyesi altında derlenmektedir. Artık yönetim kurullarının 1/3’nün bağımsız üyelerden oluşmasıyla birlikte, bu kurullarda alınacak kararlara ‘veto hakkı’ tanıyan

düzenleme, azlık pay sahiplerinin mevcut haklarının görmezden gelinmesini engellemek ve şirketleri, icrai faaliyetlerinde daha rasyonel davranmaya sevk etmeyi amaçlıyordu.

Ancak, halka açık şirketlerin yönetim kurulu başkanları ve uluslararası nitelikteki danışman firma yöneticileri tarafından yapılan uyarılar uygulamanın 40 gün gibi kısa bir süre içerisinde 57 no'lu tebliğ ile değişikliğe uğramasını sağladı. Mezkur değişiklik neticesinde yetkileri törpülenen bağımsız üyeler, bundan böyle görev aldıkları ortaklıklarda 'önemli nitelikte işlem'* sayılan kararlara katılmadıkları takdirde, bu kararları veto edemeyecekler ancak ilgili hususu muhalefet şerhiyle birlikte SPK'na bildirerek kamuya açıklanmasını sağlayacaklardır. Aynı zamanda bağımsız üyelerin muhalefet ettikleri kararlar, yapılacak ilk genel kurul toplantısında tüm ortakların dikkatine sunulacaktır.

Bağımsız Üye (BÜ) uygulaması, içinde bulunduğumuz Haziran ayı itibarıyla ilk yılını doldurdu. Bağımsız üye müessesesinin, sadece küçük ortakların menfaatlerini savunmak adına getirilen bir düzenleme olmadığına altını çizmek gerekiyor. Her ne kadar dünya uygulamasında ilk çıkış nedeni bu olmakla birlikte, bağımsız üyeler ne şirketlerin denetçisi, ne savcısı ne avukatıdır. Eğer düzenlemelerin altında yatan anlayış bu kadar basit olsaydı, bağımsız üyelik sadece halka açık şirketlere yönelik bir mecburiyet olmazdı. Az önce sözünü ettiğimiz SPK tebliğlerinde bağımsız yönetim kurulu üyeliğinin açık bir tanımı yapılmamıştır. Dolayısıyla bağımsız üyenin tanımı bu kişilerin yönetim kurullarında üstlenecekleri rol ve sağlayacakları katkı çerçevesinde zaman içerisinde yapılacak gibi gözükmektedir.

Değerli yatırımcılar, kanuni düzenlemeler lafzı ve ruhu ile hüküm ifade eder. Yasal metinlerin açık olmadığı hallerde kanunun ruhuna bakmak herkesin ihtiyaç duyduğu adaletin doğru yansıması başka bir ifadeyle hukukun ve güvenin tesis edilmesini sağlayacaktır. Aksi halde bütün hukuk fakültelerinin adının 'kanun fakültesi' olarak değiştirilmesi gerekirdi.

Hatırlatmak gerekir ki; bağımsız üye müessesesinin ülkemizde kurulu 610 bin şirketten sadece halka açık olanları kapsama alması, kanunun lafzıyla olmasa da ruhuyla toplamda bin kişiyi aşmayacak bağımsız üyelerin, yatırımcılar

başta olmak üzere piyasalara karşı olan sorumluluklarının önemine dikkat çekilmesini gerektirmektedir.

Bağımsız yönetim kurulu üyeleri, görev yaptıkları şirketlerde üst yönetimin performansını tarafsız ve objektif bir biçimde değerlendirek şirketlerin toplam menfaatlerini korumaya çalışmaktadırlar.

Bu sayede, azlık hak sahipleri kadar hakim ortakları da temsilen, tüm yatırımcıların kapalı kapılar ardındaki ‘gözü-kulağı’ oldukları unutulmamalıdır.

* “Şirketlerin; varlıklarının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde aynı hak tesis etmesi veya kiraya vermesi, önemli bir varlığı devir alması veya kiralaması, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, borsa kotundan çıkması Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulanması bakımından önemli nitelikte işlem sayılır.

AKİL KURUMLARA ORTAK AKIL ÇAĞRISI

Dursun Ali Yaz, 01 Temmuz 2013, www.finansgundem.com

Tüm ekonomilerde değişmez bir döngü vardır. Her şirket kâr elde etmek için mal veya hizmet üretir, alır, satar. Tüm bu ekonomik faaliyetler ‘muhasabe’ dediğimiz bilim dalıyla belirlenen standartlar çerçevesinde tasniflenir, ilgili hesaplara kaydı yapılır, raporlanır ve analiz edilir.

Ancak bu bilgi sistemi gereğinden fazla geleneksel bir yapıda işler. Zira, her ülkenin vergi kanunları muhasebenin genel kabul görmüş standartlarının üzerinde sallanan ‘demoklesin kılıcı’ misali sürekli kendini gösterir.

Modern devletler, vergi geliri elde edebilmek için işletmelerin ticari faaliyetlerine bağlı kazancından hangi usullerde pay alacaklarını ‘kural temelli’ bir anlayış üzerine inşa etmişlerdir. Şirketin kasasına para girmesinin veya girmemesinin, varlıklarının piyasa değeri ile değerlendirilmesinin, satışlarının kredili veya nakit olmasının maliye camiası açısından hiçbir önemi yoktur. Çünkü tüm modern devletler, idare ettikleri kişi veya kurumların kazanç beyanlarını özgür iradelerine bırakmış gözükmese de, vergilendirmeye ilişkin gelir ve gider kıstaslarını piyasa gerçeklerinin dışında belirlemeyi kendilerine kutsal bir görev sayarlar.

Bağımsız Denetim ve Akıl Kurumlar

Kanıksanmış bu katı kurallar, şirketlerin uluslararası arenaya açılmasıyla yerini ‘ilke temelli’ yepyeni bir yapılandırmaya bırakmıştır. Uygulama örnekleri ve yasal altyapısı geçtiğimiz yüzyılın başlarında ilk defa İngiltere’de görülen Bağımsız Denetim uygulaması, ölçek ekonomisinde yer alan şirketlerin, gelir tablosu kalemlerinden tutunda sahip olduğu varlık ve borçlarına kadar bütün muhasabe hesaplarının, dolayısıyla finansal tablolarının gerek vergi kanunlarından gerekse devletin vergi alma kaygısından bağımsız bir şekilde yani ‘gerçeğe uygun değer’ her ne ise, ona ulaşmayı hedefler.

Dikkat edilirse, özellikle KOBİ diye adlandırdığımız işletmelerin faaliyetleri belli bir büyüklüğün altında olduğundan, mali işlemlerin tamamı hakim ortakların sevk ve idaresinde yürütülür. Ancak, ne zaman ki şirketler belli bir

hacmin üzerine çıkarlar, ticari faaliyetleri patronların bizzat denetleyebileceği sınırı zorlarsa işte o zaman şirketlerin gerçek değerinin tespit edilmesi için profesyonel bir ekibe ihtiyaç duyulur.

Bağımsız denetimin asli çıkış noktalarından birisi olan, kurucu ortakların zamanla büyüyen şirketlerinin idari ve ekonomik faaliyetlerini fiziken denetleyememe olgusu, halka açık şirketlerin bağımsız denetime mecbur kılınmasının bir yansımasıdır aslında.

Türkiye, Bağımsız Denetim kavramıyla 1987 yılında Sermaye Piyasası Kurulu vasıtasıyla tanıştı. Uzun yıllar bu denetimin usul ve esaslarını tek başına belirlemekteydi. Ancak yeni yeni dünyaya açılan ülke ekonomisi, bu süre zarfında yepyeni sektörler ile tanıştı. Finansal krizler ve gelişen ekonomik iklim yeni özerk kurumların ortaya çıkmasına neden oldu. Başta BDDK, Hazine Müsteşarlığı, EPDK gibi kurumlar ve son olarak dünyanın 7. büyük firması olan Enron skandalının ardından Amerika'da kurulan bir üst yapıyı benzer şekilde, iki yıl önce tesis edilen 'Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu' bağımsız denetim müessesinin iplerini eline aldı.

Bu kurumun tesis edilmesindeki gerekçe; artık farklı kurumlar tarafından yapılan denetimler reel sektör ve finansal piyasalara güven vermekten uzaklaşmaya başlamıştı. Bağımsız denetimin ilke ve standartlarının tek elde toplanması, çok başlılığı ortadan kaldıracak ve bu sayede bağımsız denetim çalışmalarından gerektiği düzeyde faydalanılabilecekti.

Kamu Gözetimi Kurumu, 26.12.2012 tarihli resmi gazetede yayımlanan yönetmelik ile, Bağımsız Denetim mekanizmasını tüm yönleriyle belirlemek istedi. Ancak hala, SPK'nın 26 yıllık yönetmeliği yürürlükteydi. Nitekim beklenen oldu ve 28.05.2013 tarihinde yayımlanan başka bir yönetmelikle Sermaye Piyasası Kurulu'na bağımsız denetimi düzenleme veren ilk ve temel yönetmelik iptal edildi. Artık, bu alanda tek yetkili Kamu Gözetimi Kurumu olmuştu.

Fakat son günlerde tartışılan SPK'nın bağımsız denetim standartları tebliği 28.06.2013 tarihli resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe girince işin boyutu yine karıştı. Şimdi hem kamu gözetimi kurumunun hem de Sermaye Piyasası

Kurulu'nun yayımladığı yönetmelik ve tebliğ elimizde. İşin ilginç tarafı her iki düzenleme, yasal açıdan kanuni dayanaklara sahip, yani her ikisi de yasal. Ancak, hukukta yasallık başka bir şey hukuki olmak başka bir şey. Yasal olan ile hukuki olan birbirine karıştırmamak gerekir. Yasallık bir kurallar manzumesini, hukukilik ise haklar manzumesini ifade eder. Bu ikisinin üst üste oturması gerekmez.

Tabi çok fazla teknik olduğu için borsa yatırımcılarının detaylarına girmediği bu konular, mesleki örgütler ve profesyoneller tarafından üç yıldan beri sürekli tartışılıyor. Bu gün gelinen noktada, bağımsız denetim standartlarını belirleyen ve farklı iki kurum tarafından yayımlanan yasal metinler içerisinde birbiriyle çelişen taraflar mevcut. Piyasalar yukarıda neler olup bittiğini ve gelecekte bu yarışın nerede biteceğini bilmek ister. Zira, piyasalar fotoğrafın bütünü görmediği zaman endişeye düşer.

Ortak Akıl Çağrısı

Piyasalarda binlerce mağdur yatırımcının yüzünü güldürecek çalışmaların ortak akıl olmadan üretilebilmesi mümkün değil. Yatırımcıların aradığı güven ve şeffaflığı tesis edebilecek bir ortam ancak denetim faaliyetlerinin tek bir üst yapı tarafından organize edilmesi şeklinde mümkündür. Ancak gidişat tekrar eski haline dönmeye yani çok başlılığa dönüşmeye başladı. Yeni TTK, SPK ve KGK ile başlayan değişim rüzgarı ve harcanan binlerce saatlik emeğin boşa gitmemesini dilerken, kanun yapıcılarının ana hedeften ayrılmaması gerektiğini hatırlatmakta fayda görüyoruz.

Şimdi ister Sermaye Piyasası Kurulu ister Kamu Gözetimi Kurumu olsun, bağımsız denetim veya uluslararası denetim standartları olsun tüm bu yapıların ortak bir amacı var değil mi. Nedir bu? Doğru ve güvenilir bilginin; zamanında ve anlaşılabilir nitelikte kamuoyuna ulaşmasını sağlamak. Bu atmosferin ülkemizin tasarruf sorunundan, gelir dağılımına ve daha demokratik bir yapıya kavuşmasına kadar makro düzeyde katkılar sunacağına kimsenin kuşkusu yok sanırım.

Kanun yapıcılarının, bugüne kadar ki birbirinden habersiz veya ben yaptım oldu tarzında yaklaşımlarının piyasalarımıza verdikleri zarar ortada. Farklı kurumlar eliyle getirilen her birincil düzenleme otorite boşluğu algısını

artırarak, güven ortamını zedelemektedir. Yıllar içinde sektörde çalışan sayısı beşten bire indi, 10 bin lira üstü portföye sahip yatırımcı sayısı bir milyondan 250 bine indi, nereden bakarsan herkes küskün. Makro ekonomik verilerin ülke ekonomisinde karşılık bulmadığı tek yer belki de sermaye piyasalarıdır.

Mevzuat, bireyi insan yapan düzenlemeler bütünüdür. Sermaye piyasasının esaslarını düzenleyen mevzuat ise, sıradan vatandaşı yatırımcı seviyesine yükseltebilmelidir. Bunun yanında, piyasaları tüm aktörleriyle kucaklayan bir yapıda ortak akıl koymalıdır ortaya.

Köklü düzenlemelerin yapıldığı bu günlerde, piyasaların akıl kurumlarına her zamankinden daha çok iş düşmekte olup tarihi fırsatı kaçırmayalım derim.

1 ŞİRKET 2 BİLANÇO İSE; 2 ŞİRKET 4 BİLANÇO EDER

Dursun Ali Yaz, 30 Temmuz 2013, www.finansgundem.com

Yolum ne zaman aracı kurumlara düşse, laf dönüp dolaşıp; “Yahu şu bizim senedin yıl sonunda iki farklı kâr / zararı varmış. Bu nasıl iş?” ve ardından “Şimdi Matriksten baktığımız bilanço rakamları neyi ifade ediyor?” şeklinde sorulara muhatap oluyorum. Artık tek tek cevap vermektense, hazır elimizin altında böylesine seçkin bir portal varken, fırsatı değerlendireyim istedim.

Öncelikle yukarıdaki yatırımcı sorularını cevaplayalım; “Evet, doğrudur.” İkincisi, sizi asıl ilgilendiren önünüzdeki ekranda veya şirketlerin internet sayfalarında veya www.kap.gov.tr sitesinde açıklanan finansal tablolarıdır.

Peki ama nasıl oluyor. Şimdi bunu açıklayalım.

Borsada işlem gören bütün şirketlerin finansal tabloları, bağımsız denetime tabi tutularak Sermaye Piyasası Kurulu'nca açıklanan Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (UFRS) uyumlu olup olmadığı hakkında denetim raporu hazırlanması gerekir. Böylelikle, hâkim ortakların, bizler gibi yatırımcıların, kredi kurumlarının, tedarikçilerinin, personelin ve daha başka menfaat sahiplerinin faydalanabileceği finansal tablolar setinin hem Kurul'a gönderilmesi hem de halka açıklanması sağlanmış olmaktadır.

Bağımsız denetime tabi finansal raporlarda, ilgili şirketin fiili kâr/zarar durumunu gösterecek faaliyet sonuçları ile tüm varlık ve borçları gerçeğe uygun değer metodu dikkate alınarak tabloları hazırlanır. Vergi kanunlarının amortisman, değerlendirme, maliyet, hasılat, karşılık, reeskont ve benzeri tanımlama ve esaslarının bağımsız denetim yönünden herhangi bir bağlayıcılığı yoktur.

Bunun yanında bütün halka açık şirketler, diğer sıradan firmalar gibi Maliye Bakanlığına bildirmek üzere yukarıdaki mali tabloları bir daha hazırlamakla yükümlüdür. Çünkü gerek üç aylık dönemlerde ‘geçici vergi’ adıyla gerekse yıl sonlarında ‘kurumlar vergisi’ adıyla, dönem kârı üzerinden devlete ödenmesi gereken % 20 oranındaki verginin tahakkuk ettirilmesi gerekir.

Maliye Bakanlığı, bağımsız denetime tabi tutulmuş finansal tablolarında yer alan dönem kâr veya zararını dikkate almaz. Bakanlık, yukarıda saydığımız

bilanço, gelir tablosu gibi mali tabloların ismen hatta şeklen aynısını talep etmesine karşın, hazırlanma esnasında SPK'nın öngördüğü bağımsız denetim uygulamasından tamamen farklı usul ve esasların kullanılmasını zorunlu kılmıştır.

Fark ettiğiniz üzere, her iki kurum yani sermaye piyasası ve maliye birbirinden tamamen farklı standart ve esasların kullanılmasını istediğinden, her bir şirketin aynı tarihli gelir tablosu farklı kâr/zarar rakamı vermek durumunda kalmaktadır. Bunun doğal sonucu olarak ise aynı firmanın öz sermaye toplamı ve aktif büyüklüğü de bizlere farklı yansımaktadır.

Hisse senetleri hakkında alım-satım kararı verilmesinde önemli bir etkisi olan mali tabloları incelerken, aynı şirketin aynı döneme ait mali tablolarında farklı kâr zarar veya farklı öz kaynak ve aktif büyüklüğe sahip olduğunu görmek hepimizin kafasını karıştırabilmektedir. Bu uygulamanın dünya sermaye piyasalarında da aynı şekilde işlediğini hatırlatalım. Bu nedenle, üzerinden vergi alınacak mali tablolar ile yatırımcıların haklarını takip edecekleri mali tabloların farklı olması çok doğaldır.

Son olarak, kâr dağıtımını gibi işlemlerin bağımsız denetime tabi dönem kârı yerine yasal kayıtlar olarak tabir edilen vergilendirmeye yönelik hazırlanan mali tablolar üzerindeki verilerden yola çıkılarak tespit edildiğini belirtmekte fayda görüyorum.

2013 yılının altı aylık mali tabloları önümüzdeki günlerde yayımlanmaya başlayacak. Biz de bu süre içerisinde yavaş yavaş bu tabloları ve mali analize temel teşkil eden kavramları bu yukarıdaki şekilde izah etmeye çalışacağız. Sonrasında, açıklanacak mali tablolardan, siz değerli yatırımcılar tarafından en çok talep edilenleri baz alarak, mali analizlerini bu köşede paylaşmaya çalışacağız.

KÂR DAĞITMAYAN ŞİRKET YOKTUR!

Dursun Ali Yaz, 19 Kasım 2013, www.finansgundem.com

Pek çok yatırımcının başlıktaki hüküm cümlesine inanmakta zorlandığını biliyorum. Dağıtılan temettünün yüzde 80'ni, 50 endeksinde işlem gören firmalarca gerçekleştiriliyorsa, bu başlıkta neyin nesi. Bu ironiyi açıklayacağız elbette.

Tabiatta hiçbir şey gereksiz yaratılmadığı gibi, insan eli hiçbir mekanizmada sebepsiz yapılmaz. Şirketlerin kuruluş nedeni para kazanmaktır. Halka açık şirketlere ortak olan halkın gayesi ise bu şirketlerin kârından hisselerine düşen nispette pay almaktır. Derneğimizin (SPYD) neredeyse kuruluş amaçlarından birisi haline gelen 'temettü' olgusu bilindiği üzere bizzat başkanımız tarafından defalarca canlı yayında ekranlara taşındı. Aslında tüm yatırımcıların ortak şikâyeti olan bu konu, yetkin ağzardan sürekli dile getirilince, gerek SPK gerekse şirketler bu konuda daha hassas davranmaya başladı. Son altı ayda neler mi oldu?

....

Yatırımcıların hassasiyetlerini dikkate alan bürokrasi ve şirket idarecilerinin duyarlılığı arttıkça bu konuda yerleşik algı düzelecektir. Biraz ironi yapmama izin verirseniz, yatırımcıların en temel beklentilerine bile kayıtsız kalan diğer şirketlerin temettü dağıtmama politikasının yanlış algılandığını ve bu firmaların üzerine gereksiz bir şekilde ve hatta orantısız düzeyde gidildiğini düşünmekteyim.

Şöyle ki, yıllarca ortaklarına dağıtmaktan imtina ettikleri kârlarını öz sermaye grubunda biriktiren ve bunları zaman zaman bedelsiz sermaye artırımları ile ortaklara def-i bela kabilinden bahşettiğini iddia eden şirket yöneticilerinin, başka bir ifadeyle hakim ortakların, söz konusu muhatap kendileri olunca, yönetim kurulu kararı ve genel kurul onayı ile takdir edilen huzur hakkı ve benzeri adlar altındaki ücretleri zamanında ve eksiksiz aldıklarını üzülerек görmekteyiz.

Aynen, sabah akşam devletin âli menfaatleri için kavga ettiklerini zannettiğimiz milletvekillerinin, süper emeklilik gibi, maaş zammı gibi konularda ışık hızıyla karar almaları gibi.

Yukarıda cümleye muhatap olan kişilere bir hatırlatmam olacak. Hem kendilerinin hem şirketlerinin hem de piyasaların menfaatlerine dönük bir uyarı. Kurumsallık sadece patron yoklu olgusu değildir. Kâr dağıtmayan şirketler kurumsal olamazlar. Kurumsallık kültürü yani paylaşma ve bir arada iş yapma melekesi gelişmemiş işletmelerin bu çağda ayakta durması söz konusu bile olamaz. Lütfen buraya çok dikkat ediniz. Hiçbir şirket boşuna boşuna veya şansa büyümediği gibi, birdenbire veya nedensiz batmaz. Her depremin, her krizin öncüleri muhakkak vardır.

Bu işaretleri görebilmek, objektif karar alabilmek, sizi diğer yatırımcılardan farklı kılacaktır. Günümüzde sahip olduğumuz iletişim araçlarını dikkate aldığımızda yatırımcıların çok şanslı olduğunu düşünüyorum. Yarın duvar kâğıdı olacak şirketler, öz sermaye grubundaki dağıtılmayan geçmiş yıl kârları ile kendi kendilerini ele veriyorlar. Bize sadece bakıp görmek ve onlardan uzak durmak kalıyor.

Sözün özü şu sevgili yatırımcılar; bu satırların yazarı piyasalarda işlem yapmaya başlayalı yani para kaybetmenin zevkini tadalı 25 yıl olmuş. Öncelikle kendime söylüyorum, asla unutmayalım; elde ettiği kârı bölüşmeyen, paylaşmayan şirket yoktur. Hatta hepimizin gözleri önünde pek çok şirket zararını bile bölüşmektedir. Sadece adı temettü değil de astronomik tutarlarda huzur hakkı veya başka bir şeydir.

Bu kadar zaman zarfında eğer bir şey öğrendiysem, o da şudur. Yaşamın hızla akıp gitmesinin doğal bir sonucu olarak, insanlar kadar şirketlerin de sicili hızlı bir şekilde kirleniyor. Bize düşen görev ise, elimizdeki hisse senediyle kanunların bizi ortak kabul ettiği ancak şirket idarecilerinin 'dış kapının dış mandalı' yerine koyduğu firmalardan aslandan kaçarcasına uzaklaşmaktır. Yoksa kâr dağıtmayan şirket yoktur. Ama bir sor bakalım 'Acaba, seni ortak yerine koyan var mı?'

GELECEĞİ TAHMİN ETMEK İŞİN BÜYÜSÜ!

Dursun Ali Yaz, 12 Ocak 2014, www.finansgundem.com

Mali analiz bir yorumlama sanatıdır. En temel araçlarını ise finansal tablolar teşkil eder. Milyonlarca akçeli işlemin damıtılmasıyla elde edilen birkaç sayfalık rakamlardan geleceği tahmin etmeniz gerekir. Zaten işin büyüğü de burada yatar.

Sayısal verilerin istenildiğinde kötüye kullanılmasını bir kenara bıraksak bile arkasında yaşanmış binlerce işlemi hissedemedikten sonra doğru sonuçlara ulaşmak kanımca nafle bir çaba olacaktır. Bırakın hiç gezmediğimiz, incelemediğimiz fabrikalar hakkında fikir yürütmeyi veya sadece mali tablolarını inceleyerek yorum yapmayı, her gün bünyesinde çalıştığımız işletmenin geleceği üzerine bile yanlış tahminler yürütebiliyoruz. Çünkü beklenti ve algı düzeyi kararlarımızın doğruluğunu etkilemektedir. Zira karar verici insandır ve insan psikolojik bir canlıdır. Her gün girip çıktığı fabrikanın gidişatı hakkında bile doğru karar almaktan aciz olmasının psikoloji bilimindeki karşılığı ‘paradigma körlüğü’ tabirine tekabül eder.

Hiçbir kriz, hastalık veya iflas için kazara oldu diyemeyiz. Zira hiçbir şey bir anda olmaz. Görebilen göz için pek çok öncü depremler vardır. Şirketlerin mali tablolarını en çok bu açıdan önemsemekteyim. Bir şirketin iflasının en belirgin habercisi her zaman mali tablolar olmuştur. Bunlardan gereken dersi çıkaran yatırımcılar çaresiz duruma düşmekten kurtulabilirler. Bazen ise, az önce değindiğimiz gibi en tepe yönetici de olsanız geleceği yanlış okuyabiliyoruz.

Gerek dostlarımdan gerekse okuyucularımdan mali analiz üzerine yazı bekleyenler beni uyarıyor. Ne var ki, yatırım şirketlerimizin raporları bana oldukça doyurucu geliyor. Bunun yanında nesir şeklinde yazarken daha mutlu oluyorum.

Girişteki düşünceme dönerek, somut bir örnekle açıklık getirmek isterim. Beş yıl önce Amerika’da başlayan ve etkileri hala devam eden küresel krizi ateşleyen ‘kıvılcım’, Türk yatırımcısının kulağına küpe olacak niteliktedir. Değerli yönetici Cem Kozlu beyin Liderin Takım Çantası başlıklı kitabından o kıvılcımın nasıl göstere göstere geldiğine bakalım.

Lehman Brothers yatırım bankası, konut kredilerinden ürettiği rizikolu mali araçlar yaz sonu hızla değer kaybetmeye başlayınca, sermayesini güçlendirmek için Amerikan iş dünyasının gurusu ve dev finansörü Warren Buffet'den yardım istedi. Varılan ön anlaşmaya göre Lehman'ın beher hissesine yaklaşık 40 dolar değer biçilmişti.

Piyasada daha yüksek değerden alıcı bulabileceğini düşünen Lehman CEO'su Richard Fuld son anda imzadan vazgeçti. Ancak, konut değerlerinin hızla düşmesinden etkilenen tüm finansal piyasalar inişe devam ettikleri için, Fuld'un bundan sonra bulabildiği stratejik ortaklık adayı Bank of Amerika Corp.'nın teklifi daha da düşük oldu. Hisselerindeki düşüşün artık duracağını hesaplayan daha doğrusu ümit eden Fuld bu ortaklıktan da caydı. Kararlarını alırken çevresinde güçlü bir takımı yoktu. Çünkü yıllar boyunca bankada sivrilen parlak yöneticileri, kendisine rakip olurlar düşüncesiyle hep tırpanlamış ve çevresini "evet efendim" cilerle çevirmişti.

Lehman'ın kanaması devam etti. Bunun üzerine Kore Kalkınma Bankası KDB'le pazarlığa oturan Fuld'a gelen ilk teklif o günkü piyasa değeri olan hisse başına 22 dolardı. Ayrıca KDB önemli yönetim hakları da istiyordu. Fuld buna direnip görüşmeler de uzayınca, KDB teklifini 8 dolara indirdi. Fuld ise 17.50 doların altına inmemekte ısrarlıydı. Ne var ki, mali krizin derinleşmesiyle Eylül sonunda Lehman hisseleri \$7.79'a gerilemişti.

KDB'le anlaşmak yerine yeni ortak arayışına çıkan Fuld gene olayların gerisinde kalmıştı. Çünkü, 10 Eylül'de Lehman'ın mali sonuçları açıklanınca Moody's, eğer bir stratejik ortak bulamazsa Lehman'ın kredi notunu düşüreceğini ilan etti. Bu duyuru hisselerin \$4.22'ye inmesini tetikledi. Birkaç ay önce 40 doları beğenmeyen Fuld'un kararsızlığı sonucu şirket değeri onda birine inmiş, daha da kötüsü, birkaç kere önüne kadar gelen, ortak bularak kurtulma şansı yitirilmişti.

Nitekim, 15 Eylül'de 158 yıllık Lehman Brothers'ın değeri sıfırlandı ve banka battı. Bu Amerika tarihindeki en büyük iflastı.

*

Yazımızı Amerikalı beyzbol oyuncusu Yogi Berra'nın tespitiyle sonlandıralım; "Tahmin yürütmek zordur, özellikle gelecek hakkında..."

MALİ ANALİZİN KÖKENİ

Dursun Ali Yaz, 03 Mart 2014, www.finansgundem.com

Halka açık olan veya olmayan bir şirketin, finansal durumu ile faaliyet sonuçları hakkında fikir sahibi olmak ve geleceğe dönük tahminlerde bulunmak için mali analiz çalışması yapılır. Böylelikle, şirketlerin geçmiş dönem faaliyet sonuçlarından hareketle, geleceğe dönük rasyonel kararlar alınmaya çalışılır. Mali analiz yapılırken, uluslararası genel kabul görmüş belli teknikler kullanılır. İlerleyen dönemlerde bunlara da değineceğiz.

Finansal tablolar; şirketlerin muhasebe sistemine kaydedilen ve sınıflandırılan bilgilerin belirli zaman aralıklarıyla bu bilgilere ihtiyaç duyan ve bu bilgileri kullanacak olanlara iletilmesini sağlayan araçlar şeklinde tanımlanır.

Ortaklar, kredi kuruluşları, devlet, çalışanlar, tedarikçiler gibi farklı menfaat sahipleri aynı mali tablolardan ve aynı analiz tekniklerinden faydalanır. Tüm dünyada uygulandığı üzere muhasebe sistemleri tarafından benimsenen ve analize tabi tutulan temel mali tablolar; Bilanço (Finansal Durum Tablosu) ve Gelir Tablosu'dur.

Yine bütün dünyada olduğu şekilde ülkemizde uygulanan Tekdüzen Muhasebe Sistemi uyarınca, Bilanço ve Gelir Tablosu mesleki terminolojide 'mizan' adı verilen tablodan yola çıkılarak hazırlanır. Başka bir ifadeyle, hisse senedi sahiplerinden, kredi ve yatırım kuruluşlarına, tedarikçilerden milli gelir hesaplarına kadar etki eden bu tablolar mizan denilen sonuç tablosundan elde edilir.

Peki **mizan nedir?** Kısaca belirtmekte fayda var.

Herhangi bir şirketin finansal sonuç doğuran tüm işlemleri, muhasebe usul ve esasları çerçevesinde kayıt altına alınır demiştik. Bu kayıtlar, tek tek ve günlük olarak yapılır. Her bir kayıt, hesap dediğimiz bir kalem içinde sınıflandırılır. Sözelimi, şirketin bankasına gelen bir tahsilat veya bankadan yapılmış bir ödeme 'banka hesabı' kalemi altında ilgili işlemin tarih ve açıklamasıyla birlikte kayda alınır. Benzer şekilde, ortaya çıkan işlemler, stoklar hesabında

veya müşteriler hesabında veya kasa hesabı gibi diğer binlerce hesap kalemi altında takip edilmesi mecburidir. İşte bu hesaplar yardımıyla varlık-kaynak, gelir-gider kalemleri tek bir başlık altında toplanarak sıralanır.

Özetlemek gerekirse; tüm muhasebe işlemlerine ait giriş çıkışların, Tek Düzen Hesap Planında belirlenmiş isim ve kod numaralarında tasnifli bir şekilde takip edildiği çizelgelerin her birine hesap diyoruz. Bir şirketin, bütün muhasebe hesaplarını bir araya getirdiğinizde ise, mizan dediğimiz tasnifli tabloyu elde ediyoruz.

Kısa açıklamalarımızdan anlaşılacağı üzere, hesap olmadan mizan oluşmuyor. Mizan olmadan ise ne bilanço ne de gelir tablosu hazırlamak mümkün.

Bilanço Makyajı Mizanla Başlar!

Mizan nedir ne değildir, hatırladıktan sonra mizandan elde edilen mali tabloları kimlerin incelediğine bir daha bakalım.

Fon sağlayacak kuruluşlar yani banka ve finans kurumları ile yatırımcılar grubu, bir şirketin mali tablolarını analiz ederken mutlaka mizanı da karşısına alır. Diğer önemli bir taraf ise devlettir. Para kazanan her kuruluşa otomatikman yüzde 20 oranında ortak olan Maliye Bakanlığı, son üç yıldan beri tüm mükelleflerin mizan cetvelini talep etmektedir. Yine bir şirkete yatırım yapmayı düşünen fonlar, kredi vermeyi planlayan bankalar, vergi tahsil edecek kamu kuruluşları temel mali tablolar dediğimiz bilanço ve gelir tablosu ile yetinmemektedir. Bu tablolara dayanak teşkil eden ve yukarıda oluşum sürecini kısaca izah etmeye çalıştığımız “mizan cetveli”ni talep etmektedirler.

Başta dediğimiz üzere, mali tabloların analiz edilmesindeki ortak amaç, firmanın geleceği hakkında doğru bir kanaate ulaşmaktır. Bu noktada bilanço ve gelir tablosu gibi araçlar yetersiz kalmaktadır. Çünkü, bilanço makyajı dediğimiz usulsüzlükler veya şirket hakkında olumsuz kanaat oluşturacak pek çok işlem ancak mizan incelendiği zaman fark edilebilir.

Ancak, ekonomik büyümenin finansmanına destek olma misyonu taşıyan Borsa İstanbul ve tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak ve sermaye

piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek amacıyla kurulan SPK'nın halka açık şirketlerden talep ettiği bilgi ve belgeler arasında önemini açıkladığımız “mizan cetveli” bulunmamaktadır.

Gerçektende nitelikli yatırımcı olarak sermaye piyasalarımızda işlem yapmak isteyen yatırımcı sayısı her geçen gün artmaktadır. Eskisi gibi ‘tüyo’ ve duyumlarla senet almak yerine yatırım yapmayı düşündüğü şirketlerin mali tablolarına en azından belli kalemler itibariyle inceleyen tasarruf sahiplerinin huzuruna ‘mizan’ dediğimiz tablolarda sunulması gerekmektedir. Çünkü temel mali tablolar, yatırımcının sağlıklı karar almasında yetersizdir. Aksi halde maliye bakanlığı veya bankalar bu cetveli neden talep etsinler?

Bu yazımızda halka açık ortaklıkların BİST ve SPK'ya bildirmek zorunda oldukları finansal tablo ve raporlar arasında yer almayan mizan olgusuna dikkat çektik. Ek düzenlemeyle bu eksikliğin giderilmesini umut ediyoruz. Bir sonraki çalışmamızda ise, mizanın nasıl oluşturulduğunu ve ardından mali tablolarda yapılan makyajlama işlemlerinin mizan üzerinden nasıl fark edilebileceğini geniş bir şekilde kaleme alacağız.

İŞİN SIRRI MİZANDA

Dursun Ali Yaz, 10 Mart 2014, www.finansgundem.com

Baştan söylemekte fayda var. İş bu yazı, yoğun düzeyde teknik detaylar içermektedir.

Öncelikle mizanı oluşturan kavram ve olguları, ardından mizandan elde edilen tabloları geniş bir şekilde ortaya koyacağız. Son olarak bilanço ve gelir tablosu gibi temel finansal tablolarda gözükmeyen, ancak ve ancak mizanı incelediğimizde fikir sahibi olabileceğimiz incelikli konuları göz önüne sereceğiz.

İşletmelerin varlıklarında ve bu varlıkların kaynaklarında değişme yaratan mali nitelikte ve para ile ifade edilen işlemlere ait bilgiler hangi kişi veya kurumların ilgi alanına giriyorsa, haliyle bu kişi ve kurumlar muhasebe ile temas etmek durumunda kalacaklardır.

İnsan hafızası tüm sosyal vakaları hatırında tutamadığı gibi, daha karmaşık ve hata yapmaya müsait olan ticari olayları ve bunların yekünlerini de hıfz etme imkânına sahip değildir. Bu acziyet, muhasebe ilmine duyulan gereksinimin sürekli olmasını sağlamıştır.

Başka bir ifadeyle; insan hafızası tüm ticari işlemleri belli bir sistematik içerisinde depolayamadığı sürece muhasebe ilmine ve muhasebeciye olan gereksinim bitmeyecektir. Tabi ticari ilişkilerin kriminal olmadığı ve mali hafızanın değer kattığı gelişmiş ekonomilerden söz ettiğim anlaşılacaktır sanıyorum.

Ekonomi geliştikçe işletmelerin ticari işlem sayısı da artarak, yevmiye defterinden (bakkal defteri) farklı bir yapı geliştirilmesini zorunlu kılmıştır. Bu ihtiyaçtan ortaya çıkan defteri kebir sistemi ise, beraberinde hesap olgusu ve çift ayaklı kayıt ile eş zamanlı kayıt sistemi zorunluluğunu ortaya çıkarmıştır. Fikir vermesi açısından şunu belirtmekte fayda var ki, adı geçen bu sistem ortaya çıkmalı 500 sene olduğu gibi, 250 yıl evveline dayanan sanayi devrimi ile bugünkü halini almıştır.

Kavramlar

Makalemizde adı geçen ve finansal tablolar ile ilişkili kavramların muhasebe bilimindeki açıklamalarına bakalım.

Kod; kısaca ondalık sayı sistemi diyebiliriz.

Hesap, tüm muhasebe işlemlerine ait giriş çıkışların, Tek Düzen Hesap Planında belirlenmiş isim ve kod numaralarında tasnifli bir şekilde takip edildiği çizelgelerin her birine hesap denir. Hesapların yardımıyla aynı özelliklere sahip varlık-borç, gelir-gider kalemleri tek bir başlık altına toplanarak tasnifli bir sonuç üretilir.

Muhasebe tekniğinde 'hesap' kavramını duyan her borsa yatırımcısının aklına, bilanço ve gelir tablosunda yukarıdan aşağıya sıralanan kalemler gelmelidir.

Hesap; muhasebe teorisinin tarihsel gelişimi incelendiğinde muhasebede temel ögenin hesap kavramı olduğu görülür¹. Bu kavramın en önemli özelliği; muhasebenin sınıflandırma işlevini yerine getirmede önde gelen bir araç olmasıdır².

Kısaca, adına 'hesap' denilen bu çizelgeler olmasaydı, hiçbir şirketin kasa, banka, stok kalemleri, demirbaşları, alacak ve borçları, sermaye tutarları veya kâr zararını tespit etme şansımız olmazdı.

Bir şirketin bütün muhasebe hesaplarını bir araya getirdiğinizde mizan dediğimiz tasnifli tabloyu elde ederiz. Şöyle ki, şirketlerin mal veya hizmet satın aldığı tedarikçilerin her birisi, muhasebe sisteminde açılması gereken bir hesaba tekabül eder. Yine bir işletmenin mal veya hizmet sattığı tüm müşteriler için en az bir adet hesap açılması gerekir. Benzer şekilde bir şirketin herhangi bir bankadaki herhangi bir para biriminden herhangi bir hesap numarasıyla açılmış tüm hesapları için, muhasebe sistemi yani mizan yani hesap planı içinde yer alacak bir hesap kullanılır. Aksi halde, firmamıza mal satanlara karşı

1 Eldon S. Hendriksen, Richard D.Irwin, **Accounting Theory**, INC. Homewood – Illinois, 1982, s. 99.

2 Mazhar Hiçşamaz, **Muhasebenin Teorisi ve Teknik Yapısı**, Tisa Matbaacılık Sanayii, Ankara, 1970.

borcumuzu, müşterilerimizden alacaklarımızı veya bankada paralarımızı takip etmemiz olanaksız ve zahmetli olurdu.

Hesap Planı; bütün hesapların bir düzen ve plan çerçevesine oturtulduğu ana çatıyı ifade eden yasal çerçevesi çizilmiş olgudur.

Her şirkette binlerce sayıya ulaşan hesapları birbirine karıştırmamak, aynı sektörde faaliyet gösteren farklı şirketlerin mali bilgilerini karşılaştırabilmek ve muhasebenin temel fonksiyonlarından olan ‘raporlama’ işlemini tüm ülkede tek bir çatı, plan dahilinde düzenlemek amacıyla oluşturulan sisteme ise Tek Düzen Hesap Planı (TDHP) adı verilmiş olup, bu düzene uyulması yasalarla mecburi kılınmıştır.

Tek Düzen Hesap Planı düzenlemesi; bilanço usulünde defter tutan gerçek ve tüzel kişilere ait teşebbüs ve işletmelerin faaliyet ve sonuçlarını sağlıklı ve güvenilir bir biçimde muhasebeleştirilmesi, mali tablolar aracılığı ile ilgililere sunulan bilgilerin tutarlılık ve mukayese edilebilirlik niteliklerini koruyarak gerçek durumu yansıtmasının sağlanması ve işletmelerde denetimin kolaylaştırılması amacıyla yapılmıştır.

Mizan; yukarıda açıklanan TDHP’da yer alan tüm hesapların, kümülatif giriş ve çıkışları ile kalan bakiyelerini alt alta, hesap hesap gösteren çizelgedir. Kısaca muhasebenin raporlama fonksiyonunun başladığı yerdir.

Mizan kavramını biraz daha açalım.

Mizan Cetveli Nedir?

Bir şirkette gerçekleşen her maddi olay, öncelikle günü gününe yevmiye defterine işlenir. Ardından, tarihsel bazda kaydı tutulan bu işlemler ‘hesap’ dediğimiz kalemler altında sınıflandırılır. İşte bu tasnifleme işlemi sonrası tüm muhasebe kayıtları mizan cetveli üzerine aktarılarak özetlenmiş olur.

Mizan denildiğinde anlamamız gereken; çıkarıldığı tarih itibariyle çalışmış tüm hesapların kümülatif borç ve alacak toplamları ile kalan bakiyelerini Tek Düzen Hesap Planında gösterilmiş sıralama usulüne göre özetlemektir. Başka bir ifadeyle hesap planı ne derece kaliteli ve ekonomik faaliyetleri çerçevelemiş olursa mizanlarda o kadar donanımlı olacaktır. Ancak hesap planı, zamana ayak uydurmaya çalışılsa da evrimini tamamladığını söylemek için erken.

Bu işlem aynı zamanda tüm finansal işlemlerin sonucunu ifade eder. Zaten bundan sonra muhasebe biliminin son fonksiyonu olan raporlama yani mali tabloların hazırlanmasına geçilir.

Bu açıklamalarımızı şu şekilde formülüze edebiliriz.

Muhasebe İlminin Fonksiyonları

Kayıt etme (Recording): İşletmelerdeki finansal olayların günlük olarak kaydedilmesi.

Sınıflandırma (Classifying): Günlük olarak kayıt edilen işlemlerin 'hesap' kalemleri altında tasnif edilmesi.

Özetleme (Summarizing): Sınıflandırılmış tutarların mizan cetveli üzerine aktarılarak özetlenmesidir. Mizan oluşturma işlemine literatürde raporlama denildiğini de görmekteyiz³.

Raporlama (Reporting): Raporlama tarihine kadar gerçekleşmiş, kayıt edilmiş, tasnif edilmiş ve özetlenmiş tüm maddi olayların bilanço ve gelir tablosu başta olmak üzere mali tablo haline getirilmesi sürecini ifade eder.

Mizanın Düzenlenmesi

Şimdi anlatacaklarımı gözünüzde canlandırmaya çalışın lütfen. İster sanayici isterse ticari bir şirket olsun. Gün içerisinde gerçekleşen, hammadde veya mal alımı, üretim faaliyeti, pazarlama ve satış işlemleri, elektrik, su, akaryakıt benzeri masraflar, kredi alımları, tedarikçilere veya personele yapılan ödemeler ve aklınıza gelebilecek her türlü parayla ifade edilebilecek işlem mutlaka muhasebe servisleri tarafından günlük olarak kayıt edilir. Bu kaydetme işlemi esnasında çerçevesi yasal olarak belirlenmiş 'hesap kod'ları ve isimleri kullanılır.

İşte mali tablonun kapsadığı zaman aralığı içerisinde gerçekleşmiş her işlem sistematik bir düzen içerisinde "hesap" dediğimiz kalemler altında tasnife tabi tutulur. Sonra bu hesap kalemlerinin toplamları ve bakiyeleri mizana aktarılır.

Mesela, raporlama tarihine kadar Akbank Üsküdar şubesine yatan tutarların yekünü borç toplam sütununa yazılır. Yine bu hesaptan gerçekleşmiş tüm çıkışlar toplanır ve alacak sütununa aktarılır. Sonuç itibariyle hesapta kalan

3 A.Tugay YÜCEL, **Genel Muhasebe**, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, 1.Baskı, İstanbul, 2011, s. 6.

tutar ise bakiye bölümüne yazılarak bir hesabın mizana aktarılma işlemi tamamlanmış olur.

Şimdi bir örnek yardımıyla konuyu daha anlaşılır hale getirelim.

Daha önce değindiğimiz üzere muhasebe sistemi gereği, bir hesaba yapılan girişler o hesabın borç tarafına kayıt edilir. Tam tersi durumlarda yani bir hesaptan çıkış olduğu takdirde ilgili hesabın alacağına kayıt yapılır.

Örneğimizde, 03.03.2014 tarihinde tescil edilerek 100.000 TL. sermaye ile iki ortaklı bir şirket kurulmuş olsun. Bu şirketin ortakları 05.03.2014 tarihinde taahhüt ettikleri sermaye tutarlarını bankaya yatırırlar.

Şirket tüzel kişiliği, 08 Mart tarihinde banka hesabında bulunan parayla ticari mal alsın. Birim fiyatı 3.000 lira değerinde 30 adet bilgisayar, yarısı peşin yarısı ise vadeli bir şekilde satın alsın. Aynı şekilde pazarlama faaliyetinde kullanmak üzere 60.000 lira tutarında bir adet araç satın alsın. Bu aracın bedelini ise banka kredisi yoluyla ödemiş olsun.

Ertesi gün aynı banka şubesinde bir takım ödemeler için şirket kasasına 7.000.-TL.'nin çekilmiştir. Ancak bu paranın tamamı masraflar için kullanılacağına yanlışlıkla tekrar banka hesabına yatırılmıştır.

(Profesyonellere bir not: Kuruluşun tahakkuk kaydı, KDV ve faiz işlemi ihmal edilmiştir.)

Bu andan itibaren başka bir işlem olmadığını kabul ederek, günlük muhasebe kayıtlarından başlayarak şirketimizin mizan cetvelinin nasıl oluştuğuna bakalım.

Şimdi bu örnekteki öznelerin her birisi yukarıda hesap olarak tanımladığımız kaleme karşılık gelmektedir. Başka bir ifadeyle bu örnek olayda adı geçen her özne bir hesaba karşılık gelmek zorunda olup mali tabloların birinde mutlaka yer alacaktır.

Evet, öncelikle bu kalemleri tek tek tespit edelim.

Şirketin kuruluşunda adı geçen 'sermaye hesabı'nı dikkate almalıyız. Ortaklar bankaya para yatırdığını göre 'bankalar hesabı', satmak amacıyla ürün alındığına göre 'ticari mallar hesabı', bedelin peşin ödenen kısmı 'bankalar hesabı'nda vadeli kısmı için ise 'satıcılar hesabı', yine araç alındığına göre 'taşıtlar hesabı', yabancı finansman kullanıldığından dolayı 'banka kredileri

hesabı' ve son olarak bankadan kasaya para çekildiği ve geriye götürüldüğü için 'bankalar hesabı' ve 'kasa hesabı' kullanılmış olmalıdır.

Yukarıda yer verilen her maddi olay, günlük bazda kayda alınır demiştik. Muhasebenin 'kayıt etme' fonksiyonu içerisindeki bu işlemlerin teknik detaylarına yer vermeye gerek görmüyorum.

Biz, doğrudan bu işlemlerin yevmiye defterine yani günlük deftere kayıt edildiği varsayımından hareketle 'sınıflandırma' safhasına geçeceğiz. Yani günlük deftere kaydedilmiş işlemleri ilgili hesap kalemleri altında bölümleyip oradan mizanı oluşturacağız. Bu esnada hesapların başında gözüken rakamlar, ilgili hesapların muhasebe kodlarıdır. Tüm ülkede aynı olmak zorunda olan bu kodlar, mizanı oluştururken çok işimize yarayacak.

Şirket Faaliyetlerinin Sınıflandırılması (Defteri Kebire İşlenmesi)

Örnekte sıralanan işlemlere göre değil de, kullanacağımız hesapların kodlarının sıralaması doğrultusunda gerekli işlemleri yapacağız.

Hatırlayacağımız üzere, 09 Mart tarihinde bankadaki hesabımızdan 7 bin lira kasaya çekilmiş ancak daha sonra tamamı geri yatırılmıştı.

Evvvela her bilançonun ilk sırasında yer alan 'Kasa Hesabı' üzerinde gerçekleşen iki adet işlemi sınıflandırmaya tabi tutalım.

(Borç Taraf)	100. Kasa Hesabı	(Alacak Taraf)
09.03.14 (Kasaya çekilen) 7.000,-		-----
-----		7.000,- 09.03.14 (Bankaya yatan)
=====		=====

Borç Toplamı= 7.000 .-

Alacak Toplamı= 7.000 .-

Bakiyesi= 0,00,-TL.

Şirketin fiziki kasasına çekilen nakdin tamamı, geri yatırıldığı için kasada bakiye tutar kalmadı. Örneğin bu kısmını unutmayalım.

Az sonra düzenleyeceğimiz mizanda, bu hesaba yer vereceğiz. Ancak bakiye kalmadığı için bilançoda adı sanı geçmeyecek.

09 Nisan 2008 tarih ve 26842 no.lu Resmi Gazete’de yayımlanan ‘Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:XI, No:29)’ içindeki 4/b bendi hükmüne eklenecek bir kelime ‘mizan’ ibaresinin gerekliliğini gösteren bir olgudan bahsediyorum.

Bu kısa not üzerinde detaylıca duracağım. Zaten sayfalar dolusu yazının bütün amacı bu ve benzeri incelikli noktaları yatırımcıya sunabilmek. Şimdi mizanı hazırlamamıza dayanak olacak kebir defterini dökmeye devam edelim.

Sırada ‘bankalar hesabı’ var.

<u>(Borç Taraf)</u>	102. Bankalar Hesabı	<u>(Alacak Taraf)</u>
05.03.14 (X ortağın havalesi).....	50.000.-	-----
05.03.14 (Y ortağın havalesi).....	50.000.-	-----
-----		45.000.- (X satıcıya havale) 08.03.14
-----		7.000.- (Kasaya çekilen) 08.03.14
09.03.14 (Kasadan yatırılan).....	7.000.-	-----
<hr/>		<hr/>
Borç Toplamı =	<u>107.000.-</u>	Alacak Toplamı= <u>52.000.-</u>
<hr/>		<hr/>
Borç Bakiyesi=	<u>55.000.-TL.</u>	

Ortaya çıkan tabloyu biraz açıklamaya çalışalım. Yukarıda Bankalar hesabının kebir defterini görüyorsunuz. Tablonun her iki tarafını terazinin birer kefi olarak kabul edelim. Sol tarafa, her ne sebeple olursa olsun bankaya yatırılan paraları yazıyor. Sağ tarafa ise çekilenleri.

Raporlama tarihine kadar banka hesabına yatan miktarın toplamı 107.000 TL., çıkan miktar ise 52.000 liradır. Dolayısıyla, bankadaki hesabımızda kalan tutar, 55.000 lira olup aynı zamanda bilançoya yansıtılacak rakama ulaştığımız olduk.

Şimdi ise bilanço aktifinde yer alacak diğer hesabımıza geçelim. Yani ‘Ticari Mallar’ hesabı.

(Borç Taraf)	153. Ticari Mallar Hesabı	(Alacak Taraf)
	90.000,-	-----
08.03.14 (X firmasından alım) (3.000 TL*30 adet)		
	-----	-----
	Borç Toplamı = 90.000,-	Alacak Toplamı= 0, 00 .-
	-----	-----
	Borç Bakiyesi= 90.000,-TL.	

Örneği hatırlarsak, satmak amacıyla tanesi 3000 liradan 30 adet bilgisayar satın almıştık. Yukarıdaki ‘Ticari Mallar’ hesabında yani bilinen adıyla stoklarımızda 90 bin liralık ticari mallarımızın girişini görüyorsunuz.

Bir de araç satın almıştık. Şimdi onun görüntüsünü verelim.

(Borç Taraf)	254. Taşıtlar Hesabı	(Alacak Taraf)
	60.000,-	-----
08.03.14 (araç alımı)		
	-----	-----
	Borç Toplamı = 60.000,-	Alacak Toplamı= 0, 00 .-
	-----	-----
	Borç Bakiyesi= 60.000,-TL.	

Yine şirket aktifine alınan 60 bin lira değerindeki taşıtımızın kaydını gerçekleştirdikten sonra bu alıma ilişkin banka kredisinin durumuna bakalım.

(Borç Taraf)	300. Banka Kredileri Hesabı	(Alacak Taraf)
-----		60.000,- (Araç alımı için kredi kullanımı)
-----		-----
Borç Toplamı = 0.00,-		Alacak Toplamı= 60.000,-
=====		=====
		Alacak Bakiyesi= 60.000,-TL.

Biraz sonra bilançonun pasifinde bulacağınız, banka kredisinin kebir defterine yansıyan hali ise işte bu şekilde olacaktır.

Satın aldığımız bilgisayarların bedelinin yarısını tedarikçimize ödememiştik. Halk arasında bilinen adıyla açık hesap almıştık. Yani bize ticari mal satan firmaya 45 bin lira borcumuz vardı. İşte bu sonucun yasal defterlere yansıyan durumu aşağıda.

(Borç Taraf)	320. Satıcılar Hesabı	(Alacak Taraf)
-----		45.000,- (Vadeli mal ticari mal)
-----		-----
Borç Toplamı = 0.00,-		Alacak Toplamı= 45.000,-
=====		=====
		Alacak Bakiyesi= 45.000,-TL.

45 bin liralık açık hesap borcumuz da, şirket bilançosunun pasifinde yani kısa vadeli borçlar arasındaki yerini almaya hazır.

Son olarak, şirket kuruluşunda taahhüt edilen ve ortaklar tarafından bankaya yatırılan ödenmiş sermayenin durumuna bakalım.

(Borç Taraf)	500. Sermaye Hesabı	(Alacak Taraf)
-----		50.000.- (X ortağın sermayesi)
-----		50.000.- (Y ortağın sermayesi)

Borç Toplamı = 0,00.-		Alacak Toplamı= 100.000.-

		Alacak Bakiyesi= 100.000.-TL.

Özkaynaklar bölümü içinde yer alan ödenmiş sermayemizi de sınıflandırmış olduk.

Yazımızın başlarında mizan cetvelini tanımlarken, her muhasebe hesabının borç ve alacak toplamlarının ve bakiyelerinin yer aldığı özet tablosudur demiştik. Yukarıdaki hesapları mizana aktarabiliriz.

İşletmesinin 31.12.2014 Tarihli Mizanı

Hesap Adı	Tutarlar		Bakiyeler	
	Borç Top.	Alacak Top.	Borç Bakiye	Alacak Bak.
Kasa Hesabı	7.000.-	7.000.-	0,00.-	0,00.-
Bankalar Hs.	107.000.-	52.000.-	55.000.-	0,00.-
Ticari Mal Hs.	90.000.-	0,00.-	90.000.-	0,00.-
Taşıtlar Hs.	60.000.-	0,00.-	60.000.-	0,00.-
Banka Kredileri Hs.	0,00.-	60.000.-	0,00.-	60.000.-
Satıcılar Hs.	0,00.-	45.000.-	0,00.-	45.000.-
Sermaye Hesabı	0,00.-	100.000.-	0,00.-	100.000.-
Toplam	264.000.-	264.000.-	205.000.-	205.000.-

Yukarıdaki örnekte verilen bilgiler ışığında mizanımızı düzenledik.

Koca dağı kazdık ve elimizde bir avuç elmas kaldı. Halka açık şirketlerimize ait mizan cetvellerinin açıklanmasını neden istediğimizi sonraki makalemizde okuyabilirsiniz.

MİZANDAN YAPILACAK MALİ ANALİZİN FARKI

Dursun Ali Yaz, 31 Mart 2014, www.finansgundem.com

Önceki iki yazımızda, mali analiz çalışmasının bir şirketin faaliyet sonuçları hakkında fikir sahibi olabilmek ve geleceğe dönük tahminlerde bulunmak için yapıldığını hatırlatmıştık. Ardından mali analiz yapan kişi ve kurumlara sunulan finansal tabloların yetersiz olduğunu savunmuş, mizan denilen olgunun gerekliliğini izah etmeye çalışmıştık. Bu savımızı desteklemek için kavramlardan başlayarak bir mizan tablosunun oluşma sürecini göstermeye gayret etmiştik.

Olayın özü hakkında fikir sahibi olduğumuza göre, şimdi de bilanço, gelir tablosu ve faaliyet raporları yanında mizanlara eriştiğimizde, daha güçlü analiz yapabileceğimizi somut bir şekilde ortaya koymaya çalışalım.

Öncelikle, inceleyeceğimiz örnek bir bilanço verelim.

(A) İşletmesi 31.12.2013 Tarihli Bilançosu

	Aktif (Varlıklar)			Pasif (Kaynaklar)	
Kasa Hesabı	500.-		Banka Kredileri	50.000.-	
Ticari Mallar	37.500.-		Satıcılar Hesabı	45.000.-	
Taahhütler Hesabı	157.000.-		Ödenmiş Sermaye	100.000.-	
Aktif Toplamı		195.000.-	Pasif Toplamı		195.000.-

Teknik adıyla finansal durum tablosu veya bilinen adıyla bilanço hazırlanırken bir mizan tablosunun baz alındığını önceki makalelerimizde açıklamıştık. Yukarıdaki bilançonun alttaki mizandan yola çıkılarak hazırlandığını kabul edelim.

(A) İşletmesi 01.01.2013- 31.12.2013 Tarihler Arası Mizanı

Hesap Adı	Borç Top.	Alacak Top.	Borç Bakiye	Alacak Bak.
Kasa Hesabı	1.197.000 .-	1.196.500 .-	500 .-	0,00 .-
Ortaklardan Alacaklar	307.000 .-	307.000 .-	0 .-	0,00 .-
Ticari Mal Hs.	90.000 .-	52.500 .-	37.500 .-	0,00 .-
Taşıtlar Hs.	157.000 .-	0,00 .-	157.000 .-	0,00 .-
Banka Kredileri	0,00 .-	50.000 .-	0,00 .-	50.000 .-
Satıcılar Hs.	0,00 .-	45.000 .-	0,00 .-	45.000 .-
Sermaye Hesabı	0,00 .-	100.000 .-	0,00 .-	100.000 .-
Toplam	1.751.000 .-	1.751.000 .-	195.000 .-	195.000 .-

Her iki tabloyu karşılaştırdığımızda tezimiz daha net anlaşılacaktır.

Şimdi, yukarıdaki Mizan Cevtveli'nde yer alan, 'Borç Bakiyesi' ve 'Alacak Bakiyesi' isimli son iki kolonun bilançoya aynen yansıdığı ancak 'Borç Toplam' ve 'Alacak Toplam' olarak adlandırılan ilk iki kolondaki rakamların aktarılmadığını görüyoruz.

Başka bir ifadeyle, bir şirketin tüm maddi olaylarının kayıt edildiği hesapların tamamına yer veren mizan cetvelinin sonuç kısmı bilançoya aktarılmış durumdadır. Ancak dönem içinde gerçekleşen işlemlerin kümülatif hacmine işaret eden ilk iki kolon sadece mizanda görülebilmektedir. Zaten, dikkat edeceğimiz üzere bilançonun başlığında belli bir tarih yazar. Örneğimizde 31.12.2013 derken, ilgili tarihin gece 24:00 itibarıyla çekilen fotoğrafını sunar bizlere. Ancak mizanın başlığına baktığımızda ise gelir tablosuna benzeyen bir tarih aralığı vardır. Örneğimizde görüleceği üzere 01.01.2013-31.12.2013 şeklindeki tarih aralığının anlamı ise bu tarihler arasında ilgili hesaplara giriş çıkışların toplam TL hacmine işaret eder.

İki resim arasındaki farkı genel olarak ifade ettik. Şimdi kredi verecek bankaların ve maliye bakanlığının neden mizan istediğine daha yakından bakalım.

Mizana baktığımızda, yıl içinde hareket görmesine rağmen bilançoda yer almayan bir hesap dikkatimizi çekmiş olmalı.

Evet, 'Ortaklardan Alacaklar' hesabını kast ediyorum. 01.01.2013-31.12.2013 tarihleri arasında 307 bin liralık giriş ve çıkış olan bu hesabın bakiyesi sıfır olduğundan bilançoda adı sanı geçmiyor. Ancak görünen o ki, hakim ortaklardan birisi şirket kaynaklarını kendi ihtiyacı için bilmediğimiz bir sebepten ve yine detayını bilmediğimiz bir süre için kullanmış. Elbette daha sonra ödemiş ancak şirketten alınan borç para geri ödenmiş olsa bile paydaşlara mizan sunulmadığı takdirde yatırımcının bu gelişmelerden haberdar olma ihtimali bulunmamaktadır.

Yasa gereği Genel Kurul'dan 15 gün öncesinde şirket ortaklarının kontrolüne sunulan bilgi ve belgeler arasına mizan cetveli alındığı takdirde bu tip gelişmelerden küçük ortaklar da haberdar olacak ve bunu genel kurulda dile getireceklerdir. Bu durum sermaye piyasalarının şeffaf, adil ve etkin işlemlerini mümkün kılacaktır.

Konunun daha iyi anlaşılması bakımından bir hesaba daha dikkat çekmek istiyorum.

Kasa Hesabı.

Şirket bilançosunu incelediğimizde 500 TL.'lik bir nakte sahip olduğunu görüyoruz. Bunun anlamı, şirketin kasasında 31.12.2013 gününün geceyarısı itibariyle 500 lirası varmış. Ancak belki bir gün önce milyonları vardı veya bir gün sonra hiç parası kalmadı. Bilanço o anın bir fotoğrafıdır sadece. Ve hemen belirtelim, modern dünyadaki tüm raporlama sistemi böyledir. Bu detayı muhasebe servisi dışında kimse bilemez. Zaten 'insider trading' bu sebepten ötürü suç olarak nitelenir.

Konumuza dönersek; eğer şirketler, ortaklarına bilanço yanında mizan cetveli de sunuyor olsaydı, aklımıza şöyle bir soru gelmesi gerekirdi. Dönem sonunda şirket kasasında sadece 500 lira varken, dönem içinde kasaya milyonlarca para girmiş ve çıkmış. Acaba 5.000 lira üzerinde nakit işlem yapması vergi yasalarının engellenmiş bir ticari zeminde hangi amaçlarla bu boyutlarda nakit işlem gerçekleştirilmiştir? Özellikle halka açık bir şirketin önemli düzeydeki tüm tahsilat ve ödemeleri banka sistemi üzerinden gerçekleştiriliyorsa bu hacmin açıklaması nedir?

Yukarıdaki ufacık örnekten yola çıkarak, çok daha fazla soru üretmek mümkündür. Buna girmeyeceğim. Yine, bilanço dipnotlarının veya faaliyet raporlarının yeterli olduğunu savunanlar olacaktır. Bu yazıyı hazırlarken halka açık şirketlerde çalışan pek çok meslektaşımınla konuyu tartıştığım, kendilerine yeni bir iş yükü çıkaracağımın dolaylı bana sitem ettiler. Ancak uygulamanın hayata geçmesinin yatırımcıların lehine olacağını kabul etmekten geri durmadılar. Yüzlerce mali tablo ve dipnot hazırlamış birisi olarak, hiç bir açıklama mizanın yerini tutmaz. Zaten böyle olsaydı, bankalar ve maliye bakanlığı mizan talep etmezlerdi.

Sonuç olarak, mizan ve bilanço karşılaştırarak sadece ortaklar cari hesabı ve kasa hesabı üzerinde yapılacak kısa bir gözlemin faydalarını gördük. Ortaya koyduğumuz bu fayda, piyasalarımızın daha şeffaf olmasına katkı sunacaktır. Yeter ki, ‘Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ⁴⁷ hükümleri arasında ‘mizan cetveli’ de yer alabilsin.

BİLANÇO MAKYAJI

Dursun Ali Yaz, 08 Nisan 2014, www.finansgundem.com

Yatırımcının ilk hedefi para kazanmak ise ikinci hedefi portföyünü korumaktır. Bunun yolu ise almayı veya satmayı planladığı menkul kıymetin, gelecekteki fiyatını doğru tahmin etmekten geçer. Sermaye piyasalarının en temel enstrümanlarından olan ‘Hisse Senedi’nin gelecekteki fiyatı hakkında öngörü sahibi olabilmek, şirketin mevcut durumunun iyi analiz edilmesine bağlıdır. İşte bu aşamada, fikir sahibi olmak isteyen hisse senedi yatırımcısının ilk başvuru kaynağıdır bilanço. Geçmişin fotoğrafı olan bu tablo üzerinden gelecek hakkında öngürüde bulunmak isteriz. Fon arzı yapan taraflar ise muhataplarının tahminlerini, beklentilerini, hedeflerini velhasılı yatırım kararlarını etkilemek için suistimallere başvurabilir. Bu eylemler kimi zaman ‘hile’ kimi zaman ‘pembe yalan’ hüviyetinde olsa da, halk arasında hepsine birden “bilanço makyajı” denilmektedir.

Batık bir firmayı fırsat gibi, kârlı bir pozisyonu ise kayıp gibi göstermenin hukuk karşısında elbette dereceleri vardır. Ancak, yatırımcının beklenti ve umutları arasında mali tablolar kadar fark olduğunu unutmamalım. Ve bu farkın ufak veya büyük olması, yapılanların suç olduğu gerçeğini değiştirmez.

Şirketlerin belli bir tarihteki varlık, borç ve özsermayesini gösteren tabloya bilanço diyoruz. Her bilanço üzerinde mutlaka bir tarih bulunur. Ve yine her bilanço, üstündeki tarihin geceyarısı itibariyle çekilmiş finansal durumuna ait fotoğraftır.

Nasıl ki insanlar fotoğraf çektireceği zaman üstüne başına çeki düzen verirse, şirketlerde kamuoyuna açıklayacakları bu fotoğrafın istedikleri gibi çıkması için bazı eylemlere kalkışır. Olduğundan farklı tablo yansıtmayı hedefleyen her çaba ‘bilanço makyajı’ içine girer. İngilizce karşılığı ‘balance makeup’tır. Hedef kitlesindeki kişi veya kurum üzerinde ne tür izlenim sunmak isteniyorsa makyajlama da bu doğrultuda yapılır. Şirket hakkında, olumlu izlenim bırakmak isteyenler, gerçeğinden daha güçlü bir bilanço elde ederken, kötü intiba bırakmak isteyenler ise gerçeğinden daha zayıf bilanço hazırlar. Her iki durumda da gerçek rakamlar hileli işlemlerle tahrif edilmiştir.

Bilanço makyajı tabirini ilk duyduğumuzda, ışıltılı bir intiba uyandırır da, mali

tablolar üzerinde gerçekleştirilen yasal rehabilitasyon gibi anlaşılmamalıdır. Yapılan her türlü işlem hile olduğundan Türk Hukuku uyarınca suç teşkil eder. Hatta pek çoğu hürriyeti bağlayıcı ceza olarak tanımlanan hapis cezasını gerektirir. Bunun yanında, literatürde en çok bilanço makyajı tabiri kullanıldığından sanki gelir tablosu veya satışların maliyeti tablosunda herhangi bir makyajlama operasyonu yapılmadığı zannedilebilir.

Hayır! Hazırlanan tüm mali tablolarda makyaj yani üçüncü kişileri kandırmaya yönelik hilelere başvurulduğu görölmektedir. Hangi tabloda yapılırsa yapılsın, iş dönüþ dolaşıp bilançoya bağlandığı için bilanço makyajı dilimize pelesenk olmuştur. Diğer mali tablolardaki usulsüzlüklere de ileride değinmek istiyorum.

Bilanço Makyajı İkiye Ayrılır

1.) Bilanço makyajı genellikle firmaları olduğundan daha kârlı göstermek amacıyla yapılır. Bankalar nezdinde kredi itibarının yüksek çıkması, fon sahibi yatırımcıları ortak olmaya veya borç vermeye ikna etmek amacıyla daha sağlam gözüken bilançolar hazırlanır.

Yine kamu veya özel sektörde yöneticilik yapanların başarısızlıklarını gizlemek ve haliyle pozisyonlarını korumak için bu yola başvurdukları bilinir.

2.) Bunun tam zıt istikamette de bilanço makyajı yapıldığını görüyoruz. Özellikle daha az vergi ödemek için elde edilen kâr gizlenebilir. Bu tür makyajlama işlemi daha çok gelir tablosu üzerinde yapılır. Buna bir sonraki yazıda değinmek istiyorum. Veyahutta küçük ortakların gerek temettü payının düşük çıkması, gerekse hisselerini ucuz fiyattan geri almak için konjoktüre bağlı olarak şirketin mali görünümü zayıf gösterilmek istenebilir.

Her ne kadar kategorize etmesek bile, bir bilançonun olduğundan daha iyi veya daha kötü gösterilmek maksadıyla değiştirilmesi, 'bilanço makyajı' veya 'bilanço hilesi' kavramları içerisine girmektedir. Tekrar edelim, hangi amaçla olursa olsun yapılan fiil kamuoyunu kandırmak olup resmen suçtur. Yatırımcılar bu tür suçları mali tabloların neresinde arayacaklarını bilmediğinden, bilanço makyajının asla tespit edilemeyeceğini düşünmektedir. Profesyonel uzman

denetçilerin bile tespit etmekte zorlandığı durumlar elbette söz konusudur. Ancak bu durum, asli mesleği farklı olan küçük yatırımcı dostlarımızın bilanço hilelerini fark edemeyecekleri anlamına gelmez.

Bilanço Makyajı Saat Yönünde Yapılır

Dünyanın her yerindeki bilançolar yüzlerce hesaptan oluşur. Ve her bir hesap makyaja yani üzerinde hile yapmaya müsaittir. Dolayısıyla sonsuz sayıdaki ihtimale sahip bilanço oyunlarından çok sık karşılaşabileceğimize yer zaman zaman vermek istiyorum. Şimdilik bu dolapların ana mantığını vermekle yetinelim.

Toparlarsak, bilanço makyajına iki farklı beklentiden ötürü başvurulur demiştik; Var olan durumu daha iyi ya da daha kötü göstermek.

- i) Bilanço makyajından beklenti, daha güçlü bir şirket portresi çizmek ise bilanço saat yönünde çevrilir.
- ii) Aksi halde, saatin ters yönüne doğru işleyecektir.

Peki, bu dolaplar nasıl döndürülüyor? Önce bilanço kurgusunu hatırlayalım, ardından küçük bir örnekle konuya açıklık getirelim.

ABC Şirketi 31.12.2013 Tarihli Bilançosu	
Dönen Varlıklar	Yabancı Kaynaklar
-Kasa Hesabı	-Banka Kredileri
-Bankalar Hs.	-Tedarikçilere Borçlar
-Alacaklar Hs.	-Vergi Borçları
-Stoklar Hs.	-Ortaklara Borçlar
Duran Varlıklar	Özkaynaklar
-Demirbaşlar	-Ödenmiş Sermaye
-Makina	-Yedekler
-Tehçizat	-Geçmiş Yıl Kârları
Aktif Toplamı	= Pasif Toplamı

Sanayi veya ticaret işletmelerinde bilançonun ana çatısı yukarıdaki gibidir. Sol tarafta yer alan şirket varlıkları likidite gücüne göre sıralanır. Bir yıl içinde paraya çevrilebilecek varlıklar 'Dönen Varlıklar' başlığı altında, bir yıldan uzun sürede paraya çevrilebilecek nitelikteki olanlar ise 'Duran Varlıklar' başlığı altında listelenir.

Bilançomuzu terazi gibi düşünürsek diğer kefede ise bu varlıkları nasıl elde ettiğimizi gösteren borçlar ve özsermaye toplamı yer alır. Sonuç itibariyle varlıkların toplamına 'aktif', kaynakların toplamına 'pasif' denir ve her iki toplam birbirine eşit olmak durumundadır. Az evvel, bir bilançoya gerçek halinden daha olumlu bir imaj kazandırmak için bilançolar 'saat yönünde' çevrilir demiştik. Aksi yönde bir beklenti içinse saat hareketinin tam tersi yöne döndürülür.

Şimdi açıklayalım.

Yukarıdaki tablonun varlıklar tarafına odaklanarak düşünelim. Ne yaparsak, bu şirket olduğundan daha güçlü bir imaj sergiler?

Kasa veya bankadaki paranın, alacakların, stokların toplamını ifade eden dönen varlıkların, daha uzun sürede nakde çevrilebilecek olan duran varlıklardan daha yüksek olması tercih edilir değil mi?

Aynı şekilde tablonun kaynaklar tarafına odaklanarak düşünelim. Ne yaparsak bu şirket olduğundan daha cazip bir imaj sergiler?

Banka kredileri, tedarikçilere olan açık hesap borçlar, vergi borçları veya çalışan alacaklarının, özsermaye toplamından daha düşük olması tercih edilir değil mi?

Aynı bilançoğu aşağıya alıp, saat yönünde çevirelim. Bakın ortaya ne çıkacak!

Dönen Varlıklar		Yabancı Kaynaklar
-Kasa Hesabı		-Banka Kredileri
-Bankalar Hs.		-Tedarikçilere Borçlar
-Alacaklar Hs.		-Vergi Borçları
-Stoklar Hs.		-Ortaklara Borçlar
Duran Varlıklar		Özkaynaklar
-Uzun Vadeli Alacaklar		-Ödenmiş Sermaye
-Demirbaşlar		-Yedekler
-Teçhizat		-Geçmiş Yıl Kârları
Aktif Toplamı	=	Pasif Toplamı

Bilanço üzerindeki okların yönüne dikkat edelim lütfen. En alttaki aktif ve pasif toplamını değiştirmeden, duran varlık sınıfına girmesi gereken hesap kalemlerini dönen varlıklara, yabancı kaynak bölümünde gözükmesi gereken

tutarları ise özsermaye kısmına aktardığınızda bilanço makyajını tamamlamış ve mali tablonuzu güzelleştirmiş olursunuz.

Örneğin, duran varlıklar altında kayda alınması gereken uzun vadeli bir alacağı kısa vadeli olarak değerlendirip dönen varlıklara aldığınızda şirketinizin mali yapısı daha sağlam gözükecektir.

Veyahutta sermaye artırımını yaparak ortaklara borçlar hesabındaki tutarları ödenmiş sermaye hesabına aktardığınızda mali yapınız daha sağlam bir yapı görünümüne kavuşacaktır.

Özetle, bilanço makyajı denen tüm dolaplar saat yönü olarak ifade ettiğimiz belli bir sistematik içerisinde hareket eder. Bilanço hilelerindeki en temel kurgu, hesapları saat yönünde aktarmaktan ibarettir.

GELİR TABLOSU MAKYAJI

Dursun Ali Yaz, 02 Mayıs 2014, www.finansgundem.com

İnsanlardaki kan dolaşım sisteminin, gelişmiş ekonomilerdeki karşılığı bankalar değil, ‘Sermaye Piyasaları’ olmalıdır. Reel sektörü temsil eden sanayi şirketlerinin nakit akım tabloları da benzer amaca dönüktür. İşletmelerin nakit akış yeteneğinin veya finansal döngüsünün sağlıklı işlediğinin habercisi ise ‘gelir tablosu’ dediğimiz dönemsel kâr zarar raporudur.

Aynı zamanda, her gelir tablosu bilançoların (finansal durum tablosu) tamamlayıcısı ve en önemli unsurudur. Dolayısıyla mali tablolar içinde, bilançonun hemen ardından gelir tablolarının analiz edilmesi gerekir.

Gerçek makyaj mali piyasalara yapıyor.

Kitabın sonundan konuşmak gerekirse, bir şirketin mali tablolarındaki en büyük makyajlamalar gelir tablosu üzerinde yapılır. Bu özelliğin, bugüne kadar hiç gündeme gelmemiş olması ve sadece bilanço makyajı kavramının dillendirilmesi bile, bana göre sermaye piyasalarının en büyük makyajıdır. Hal böyle iken, gelir tablosu makyajı literatürümüze girmeye bile hak kazanamamış, hiçbir mali analiz kitabında alt başlık olacak kadar dahi kıymet görmemiştir.

Gerçekte ise bilanço makyajı denen olgunun yüzde 90’ı gelir tablosunda yer alan hesaplar üzerinden gerçekleştirilir. Yatırımcıyı ve devleti ilgilendiren en büyük çarpıtmalar gelir tablosu ile başlar, gerisi ise hak kaybı doğurmayan bir takım kozmetik kalem oynatmalardır. Özetle, dikkatler bilanço üzerine çekildiğinde, sahipsiz kalmış gelir tablosunun en çirkin oyunlara sahne olması kaçınılmaz olmaktadır.

Belli bir tarihteki mali bakiyelerin fotoğrafı diyebileceğimiz bilançolar, gelir tablosu olmadan eksiktir. Çünkü öz kaynaklar kısmının en önemli tamamlayıcısı gelir tablosudur. Gelir tablosu ise belli bir tarihte değil, belli tarih aralığındaki gelir-gider ile kazanç-zarar durumunu ve yine dikkat edelim bakiyeleri değil kümülatif tutarlarını tasnifli bir şekilde gösteren tablodur. Son olarak sistematığı gereği, ilgili tarih aralığındaki dönemin kârını veya zararını verir. Burada şöyle bir bilgi notu geçmekte fayda var; gelir tablosunun son satırında yer alan bu kâr/zarar rakamı pasifteki öz sermaye bölümüne aktarılarak bilanço eşitliği sağlanmış olur.

Gelir Tablosu'nun önemi

Önceki yazımızın giriş kısmını önemine binaen tekrar ederek konuya girelim. Yatırımcının ilk hedefi para kazanmak ise ikinci hedefi portföyünü korumaktır. Bunun yolu ise almayı veya satmayı planladığı menkul kıymetin, gelecekteki performansını doğru tahmin etmekten geçer. Sermaye piyasalarının en temel enstrümanlarından olan 'Hisse Senedi'nin gelecekteki fiyatı hakkında öngörü sahibi olabilmek, mevcut durumun kaliteli analiz edilebilmesine bağlıdır. İşte bu aşamada, fikir sahibi olmak isteyen hisse senedi yatırımcısının ilk başvuru kaynağı bilançodur.

Buraya kadar söylediklerimiz doğru ancak yetersizdi. Bilançolarda ilk bakılan kalem olan 'Dönem Kârı veya Zararı' hesabı gelir tablosundan alınır. Dolayısıyla, dönem kârına ulaşmamızı sağlayan bu tablonun daha dikkatle incelenmesi gerekmektedir. Zira, gerek temettü ödemelerine gerekse pek çok rasyo ve parametreye dayanak teşkil eden bu kalem, gelir tablosu ürünüdür.

Gelir tablosu, bilançonun statik görünümünden uzak olup insanın hayal gücüyle eş değer panoramik bir açığa sahiptir. Bu zenginlik, işletmelerin finansal durumunu film şeridi haline getiren gelir tablosu üzerinde sayısız oyun oynanmasına yani makyaj yapılmasına olanak tanır. Önemli gördüğüm makyaj çeşitlerini sıraladım. Detaylı gelir tablosu eşliğinde okumanızı tavsiye ederim.

Gelir Tablosu Makyajına Konu İşlemler

Aşağıdaki gelir tablosu hilelerinin ilk kısmı, dönem kârını azaltmak için yapılırken diğer kısmı ise dönem kârını yüksek göstermek için yapılmaktadır. Okuyucularım kendi bakış açılarına farklı şekillerde kategorilere ayırabilir. Ancak hepsinin iki ortak noktası olup bunları hilelerin ardından konuşalım.

Dönem kârını artıran işlemler

*Miktar veya fiyat bakımından gerçeğinden yüksek tutarlarda satış faturası düzenlemek,

*Çalışanları düşük tutardan sigortalı göstererek istihdam vergilerini ve tazminat matrahları ile sigorta primlerini az göstermek,

*Şüpheli duruma gelmiş alacaklara veya tahakkuk etmiş yükümlülüklerle karşılık ayırmamak,

*Sabit kıymet amortismanlarını düşük oranlardan hesaplamak,

- Dövizli borçları, bilanço tarihindeki kurun düşüğünden değerlemeye tabi tutmak,
- Dövizli alacakları, bilanço tarihindeki kurun yükseğinden değerlemek,
- Faturasız mal veya hizmet alımı yapmak, (gelir tablosunda hiç gözükmeyiz)
- Sigortasız işçi çalıştırmak, (gelir tablosunda hiç gözükmeyiz)
- Dönem kârını azaltan işlemler
- Kayıt dışı satışlarla hasılatı gizlemek, (vergi kaçırmanın evrensel yolu)
- Miktar veya fiyat bakımından gerçeğinden düşük tutarlarda satış faturası düzenlemek,
- Hiç çalışmayan kişileri sigortalı göstererek giderleri artırmak, (şirket içi yolsuzluk)
- Mevduatlara ilişkin faiz veya kâr payı gelirlerini kayda almamak,
- Sabit kıymet amortismanlarını yüksek oranlardan hesaplamak,
- Dövizli borçları, bilanço tarihindeki kurun yükseğinden değerlemeye tabi tutmak,
- Dövizli alacakları, bilanço tarihindeki kurun düşüğünden değerlemek,
- Gerçeği yansıtmayan hizmet veya gider faturası temin etmek.

Hülle yapmak isteyeneye seçenek bitmez. Yukarıdaki örneklerin sayısı hayal gücüne bağlı. Özellikle bağımsız denetim yapılmadığı üç ve dokuz aylık mali tablolar bu açıdan çok daha fazla risk taşımakta. Bu usulsüzlükleri okurken göz atmanızı istediğim gelir tablosundaki her bir kalem doğrudan şirket kâr/zararını etkilemektedir. Ve yine o kalemlerin her birinin altında, çok sayıda alt kırımlar mevcuttur; Örneğin pazarlama kaleminin altındaki, ücretler, promosyon giderleri, primler gibi.

Gelir Tablosu Makyajı ile Bilanço Makyajı arasındaki farklar

Gelir tablosu makyajı yapan şirketlerin büyük çoğunluğu, maliyet ve giderlerini şişirerek daha az vergi ödemeyi düşünürler. Buradaki ilk amaç, her zaman vergi kaçırmaktır. Bunun yolu, gerçeğinden daha düşük kâr beyan etmekten geçer. Haliyle ortakların hak edecekleri temettü tutarları azalacaktır.

Bu çabaları sonuçsuz bırakmak isteyen mali idare, gerek hürriyeti bağlayıcı cezalar ile gerekse transfer fiyatlandırması gibi yasal düzenlemeler ile her geçen gün kendini yenilemektedir. Yeri gelmişken dikkat çekmek gerekirse, teknik olarak vergi ziyayı denilen vergi kaçırma filininin doğrudan borsa yatırımcılarının

ve elbette ki tüm halkın zararına bir suç teşkil ettiğini hatırlatalım. Burası çok önemli. Bu nedenle daha detaylı irdelemek üzere konuyu başka bir yazıya bırakalım.

Bilançolardaki çoğu makyajın amacına gelince, ilgililerin doğrudan hak kaybına sebep olmayan ancak mali tablolar hakkında olduğundan daha farklı bir intiba yaratarak kamuoyunu yanıltmayı hedefler.

Komedinin trajediye dönüştüğü yer

Son olarak, yukarıda öne çıkarttığımız gelir tablosu usulsüzlüklerinde iki tane ortak özellik bulunmaktadır. Birincisi, yukarıda tadadî olarak saydığım belge ve muhasebe hileleri sonucunda kâr/zarar rakamı değişmektedir. İkincisi ise vergi gelirleri azaltmaktadır.

Bunların her biri, gelir dağılımdaki adaletsizlikten tutun işsizlik, cari açık, borçlanma, tasarruf eksikliği gibi ekonomik sıkıntıların ve beraberinde eğitim, sağlık gibi sosyal problemlerin başta gelen sebebidir.

Dolayısıyla, sermaye piyasası yatırımcılarının hak ve yararlarının korunması, ufak bir burjuva kesimin meselesi gibi algılanmamalı, ülke ekonomisini doğrudan ilgilendiren sorunların kaynağı olduğu fark edilmelidir.

Özetle, bu tarz konular makyaj kelimesi altına kamufle edilemeyecek önemde olup tüm ülkeyi ilgilendiren yapısal soruna dönüşmüş durumdadır. Başka bir ifadeyle, gelir tablosu makyajının doğal uzantısı olan temettü üzerindeki hak kaybı meselesi, vergi kaçacağı ile başlar. Bu süreç, ekonomi sayfalarına veya üniversite koridorlarına hapsedilmeyerek 'Nomura Sarayı' isimli kitapta resmedildiği üzere vatandaşlarımıza tek tek izah edilmelidir.

Toplum mühendisliği olarak tanımlanacak bu aşamada nitelikli yatırımcılara büyük görevler düştüğünü de belirtmeden geçmek istemem.

MALDAROR ŞARKILARI EŞLİĞİNDE MALİ ANALİZ

Dursun Ali Yaz, 04 Haziran 2014, www.financegundem.com

Albert Camus, üniversite futbol takımında kaleciydi. “Şunu öğrendim ki,” diyordu, “Top birine hiçbir zaman beklediği yönden gelmiyor. Bu bana hayatta çok yardımcı oldu.” İşte Camus’u bir kez daha sevmek için iyi bir sebep.

Hayatta pek çok şey bundan farksız değil. Mali analiz de böyle. Kalın kalın kitaplarda anlatılan rasyolar, oranlar, parametreler, yatırım planları, denetimler, araştırma sonuçları, faaliyet raporları kalecinin yakalamak istediği top değil midir!

Mali tablolar, geçmişte olan bitene ilişkin bilgilendirme yaparken, gelecek öngörüsünü yatırımcıya bırakır. Kimi yatırımcı tünelin ucunu kimi de hızla yaklaşan treni görür. İşin aslına bakarsak, muhasebe sistematığının bir sonucudur bu garabet. Dünyada geriye dönük yapılan iki şeyden birisi ‘muhasebe’ ise diğeri ‘bahçe belleme’dir. Muhasebe bilimi, metodolojik bir yapıya sahiptir. Yedi adet temel mali tablonun varlık nedeni olduğu gibi geleceğe ışık tutma yoludur.

Mali tablo kullanıcıları

“Mali tablolardan kimler yararlanır?” sorusuna literatür aşağı yukarı aynı cevabı verir. Hayatta sorular değişmez, ancak cevaplar değişmelidir. Zaten başka türlü ilerleme olamaz. O zaman diyalektiğe başvurarak cesurca bir şeyler koyalım ortaya.

Ortaklar, yöneticiler, yatırımcılar veya kredi kuruluşları mali tabloları dört gözle beklerler, bu doğrudur. Ancak yetersiz bir ifadedir. Profesyoneller dışında bu tabloların hakkını veren başka bir ifadeyle verebilecek olan yoktur. KAP’ta yayımlanan bu kadar sayıdaki mali tablo yerine salt kâr rakamı açıklansa, piyasalar ne kaybederdi?

Haklısınız. Hiçbir şey.

O zaman, mali analiz süreci veya bu sürece dahil olan mali tablo sistematığını öğrenmek ne ifade ediyor?

Hisse senedi yatırımcısı bir gün veya bir yıl eğitim alarak mali analist olamaz. Bu alanda eğitim uzun bir süreçtir. Birikim üzerine birikim gerektirir. En

iyi analistler bir araya gelip, dönemsel verilerden, geleceği parlak olacak enstrümanı bulma konusunda mutlak bir başarı ortaya koyamazlar. Aksi doğru olsa, sektörde çalışan bulamazdık.

Peki, borsa yatırımcısı mali analiz öğrenmeli mi sorusu ne olacak?

Öncelikle şu tespiti yapalım. Sermaye piyasalarında profesyonel olarak çalışmayan yatırımcıların mali analizde belli bir aşamaya gelmesi zaman alacaktır. Portföyünde veya takibinde olan hisseleri analiz etmek, emek ve tecrübe gerektirir. Bununla beraber tek bir hisse senedi satın alarak piyasaya girmek bile önemli bir mesafe kat ettirecektir. Mali tablolar üzerinden yapılan yatırım sayısı arttıkça, doğru karar sayısı da artacaktır. Her geçen gün kazanılacak yeni yetenekler, günlük al-satın en kötü tarafı olan unutkanlığı yok edecektir.

Zaman içinde pişen yatırımcı, genel kurullarda önüne konan mali tabloları, faaliyet raporlarını ve dipnotlarını inceleyerek, sağlıklı hazırlanıp hazırlanmadığı hususunda kendi başına kanaat sahibi olabilecektir.

Maldoror'un Altın Şarkısını dinlerken

Borsa yatırımcıları bilerek ya da bilmeyerek ekonomilerin kilit taşı durumundadırlar. Konuyu sadece trade, temettü, bilanço, rakamlar, ışıklı salonlar şeklinde algılamak, gelişmemiş piyasaların alışkanlığıdır. Ekranlarda yeşil veya kırmızıya çalan her rengin arkasında, milyonlarca çalışanın alın teri yani dünyanın 17.büyük ekonomisi olduğunu unutmamak lazım.

Borsa yatırımcısı demek sadece hisse senedi alıp-satmak değildir. Sanayiye, ticarete, ekonomiye inanmaktır. Bu ülkenin başta hukukuna, demokrasisine, üretim gücüne, kısaca her şeyine güvenmektir. Bu ülkeye yatırım yapmak, istihdam yaratmak, üretmek, ihracat yapmak, cari açığı ve dış borcu kapatmaktır. İnsanların katma değerini yükseltmek, yaşam kalitesini artırmaktır. Bununla birlikte sosyal ve kültürel farklılıkları en aza indirmektir, ulus olmaktır, refah paylaşımıdır, sağlam evler, yaşanabilir kentler inşa etmektir. Bugünün ihtiyaçlarını geleceğin kaynaklarını tüketmeden karşılayabilme becerisidir.

Dünyanın neresinde olursa olsun aksini düşünenler, 'küçük burjuva' olabilir belki ama 'borsa yatırımcısı' olamazlar.

Düşüncelerimizin anlaşılıp anlaşılmadığını kontrol etmek için toparlayalım; mali analiz çalışması yapan yatırımcının temel amacı, doğru hisse senedini tespit etmek değildir.

Piyasanın hatta ülkenin lokomotif şirketlerinden birine ortak olarak çıktığı bu yolculukta, kendisine yapılan bildirimleri ölçüp tartacak bir yetkinliğe ulaşmasını sağlamaktır. Kolay erişilemeyecek bu hedefe, 'sakin ve sabırlı' kimseler ulaşabilir. Amerika'da gerçekleştirilen yatırımcı toplantılarında, eğitimlerde yetmiş yaş üstü insanların bulunması bu gerçeğin haykırışıdır. Bu yolculuk duygusal bildirimlerden etkilenmemeli ve güçlü bir mantığa sahip olmalıdır. "Mantık; çelişkisi olmayan tanımlama sanatıdır" der, Ayn Rand. Çelişkiyi sanata çevirebilen genç Lautréamont, kendi mantığını ikna etmeyi başaramadı. 'Denizlerin bütün suyu, düşünsel kan lekesini temizlemeye yetmez' manifestosu eşliğinde 'küçük burjuva'ya itiraz etme hakkıyla tanıyarak maçı bitirmeyi tercih etti.

Herkes kendi tercihlerinden sorumludur, yatırımcılar bile!

HALKA ARZ'DAN GELEN KAYNAĞIN İZİNİ SÜRMEK (1)

Dursun Ali Yaz, 26 Haziran 2014, www.finansgundem.com

Nominal Değer'den Halka Arz'a

Şirketlerin hisse senedi çıkartması ile devletlerin para basması özünde aynıdır. Tedavüle sürülen banknotlar üzerinde yazılı bir 'likidite değeri' olduğu gibi ayrıca basım maliyeti vardır. Örneğin, 2013 yılında üretilen her banknotun ortalama birim maliyeti on yedi kuruştur. Dolayısıyla, piyasaya sürülen her 100 liralık kâğıt para 99,83 liralık bir kazanç doğurur. Kamu maliyesi, bu olumlu farkı 'senyoraj geliri' olarak tanımlar.

Yine şirketlerin halka açmak maksadıyla, bastırarak olduğu (gerçi artık MKK'da kayden takip edildiğinden fiziki senet basılmıyor) beher hisse senedinde yazılı olan nominal değer, standart şekilde 1 (bir) liradır. Bu tutar, halka açılmış şirketlerin hepsi için aynıdır. Her hissenin nominal değerinin karşılığı olan bir lira, 'Ödenmiş Sermaye' hesabına kayıt edilir. Bu noktadaki nominal değeri, kâğıt para benzetmemizde adı geçen basım maliyeti gibi düşünmek mümkündür. Halka arz sonrasında, nominal değerini yani 1 (bir) liranın üzerindeki satış fiyatına tekâbül eden getiri için 'Hisse Senedi İhraç Primi' hesabı kullanılır ve kısaca 'emisyon primi' olarak adlandırılır.

Dört ayrı fakültede oluşan bu yazı serimizde, hisse senetlerinin halka arzı sonrası ortaya çıkan finansal kaynağın başka bir ifadeyle 'emisyon priminin' mali tablolarındaki yolculuğuna eşlik edeceğiz.

Öncesinde düşüncelerimize dayanak teşkil eden önemli kavramların tanımına yer verelim.

Halka Arz ile İlişkili Tanımlar

İhraç tabiri, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı şeklinde tanımlanmıştır.

Halka açılma, 'Halka kapalı bir anonim ortaklığa ait payların (hisse senedi, tahvil vb.) ilk defa halka arz edilmesi olup kanun metninde 'ihraç' kavramı kullanılmıştır.

Halka arz ise 'Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış' şeklinde

tarif edilir. Tanımlardan görüleceği üzere aralarındaki en keskin fark, payların ilk kez ihracına 'halka açılma', sonraki ihraçların tamamına ise 'halka arz' denilir.

Emisyon ise, kelime manası olarak çıkarmak, yaymak, ihraç etmek gibi anlamlara gelir. Kâğıt para (banknote), hisse senedi ve benzeri menkul kıymet türü enstrümanların ilk kez piyasaya sürülmesine 'emisyon' denilmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer almamakla birlikte emisyon primi, 'Ortaklıkların hisse senetlerini itibari (nominal) değerinin üzerinde bir fiyatla ihraç etmeleri sonucunda satış fiyatı ile nominal değer arasında oluşan farktır.'

Hisse senedi, 'Anonim ortaklıkların sermaye payları üzerinde tasarruf hakkını gösteren ve bu paylar üzerindeki hakkın kullanımını ve devrini sağlayan kıymetli evraklardır.'

Diğer önemli kavramlar, yeri geldikçe açıklanmıştır. Ele aldığımız bu özgün konu, doktora tezi ciddiyetinde incelemeyi hak etmektedir. Bundan dolayı, kullanılan tabirler hakkında geniş okumalar yapılması tavsiye edilir. Son olarak kıymetli evrak nedir ne değildir, bakalım.

Kıymetli evrak, 'Bir hakkı temsil eden ve bu hakkın ileri sürülmesi veya devri için ibraz edilmesi gereken para, hisse senedi, poliçe, tahvil, varant gibi kâğıtlardır.'

Halka Arz'a Konu Ortaklıklar (Şirketler)

Hisse senetleri halka açılmış bir şirket, kalan diğer paylarını da ihraç etmek istediğinde halka arz süreci başlamış olur.

Halka arz, iki yöntemle yapılır.

Birincisi 'ortak satışı' denilen mevcut payların halka arzıdır. Bu yöntemde, şirketin tüzel kişiliğinin kasasına bir kuruluş girmez. Hisse senedi satışından doğan, kayıp ve kazançlar, şirketin finans durumunu olumlu veya olumsuz etkilemez. Sadece ortakların sayısı ve isimleri değişir. Yani ortaklar arasında yapılan alışveriştir.

Diğer yöntem ise, yeni pay ihracı olarak tabir edilen ‘sermaye artırımı’ yöntemidir. Bu yöntemde elde edilen hasılatın tamamı şirket hesaplarına intikal eder. Yazımıza temel teşkil eden halka arz işleminin bu yöntem doğrultusunda yapıldığı kabul edilmiştir. Sermaye artırımı yönteminde, yeni ortaklar 1 lira değerindeki hisseleri primli fiyattan satın alacak ve şirket taze kaynağa kavuşacaktır. Ancak eski ortakların rüçhan hakları (sermaye artırımına katılma talepleri) kısmen veya tamamen kısıtlanabilir.

Payları halka arz edilecek bir şirketin Anonim Şirket statüsünde olması gerekir. Anonim şirket yani sahibi belli olmayan şirket türünün en bariz özelliği sermayesinin belli paylara bölünmüş olmasıdır. Bu belli payların her birinin nominal değerinin 1 lira olması yasal zorunluluktur. Başka bir ifadeyle ‘ödenmiş sermayesi’ 100 milyon lira olan şirketin, 100 milyon adet potansiyel hisse senedi bulunmaktadır.

Okyanusta damla mertebesindeki bu konu, ‘demir leblebi’ misali ağır olduğundan sürekli araya girmek durumunda kalacağım. Şirketlerin kuruluş ve işleyiş bakımından Türk Ticaret Kanunu’na tabi olduğu bir gerçektir. Mezkur kanun, her bir payın (hisse senedinin) bir kuruş olduğuna hükmeder. Ancak, halka açık şirketlerin borsa işlemlerini düzenleyen eski adıyla İMKB itarafından yayımlanan, ‘04.06.2004 tarih ve 1616 no.lu Genel Mektup’ gereği;

‘1 lira =1 adet = 1 lot’ eşitliği getirilmiş olup cari uygulama bu şekilde sürmektedir. Dolayısıyla, her payı bir kuruş olarak belirleyen ticaret kanunun ilgili hükmü bu noktada etkisizdir.

Bir şirketin sermayesinin paylara bölünmüş olması sadece anonim şirketlere has bir ayrıcalıktır. Şirket sermayesinin paylara bölünmesi demek, o şirketin, ortakları dışında ayrı bir tüzel kişiliği olduğuna referans verir. Bu kabulden hareketle, şirket ve ortak arasındaki tüm ilişkiler sermaye miktarı üzerinden değil, pay (hisse senedi) sayısı üzerinden yürütülür.

Hisse senedi, ortakların şirket üzerindeki tasarruf hakkını temsil eden kıymetli evraktır. Yazının girişinde bahsettiğimiz üzere, merkez bankaları tarafından basılarak tedavüle sokulan kâğıt paralar ise devlet eliyle halka arz edilen ‘kıymetli evrak’tır.

Nominal Değer ve Defter Değerinin Özkaynak Grubundaki Yeri

Borsada işlem gören her şirketin ödenmiş sermayesi kaç lira ise o kadar da hisse senedi stoğu vardır. Bu eşitlik, az önce belirttiğimiz üzere ‘Borsa İstanbul’ tarafından düzenlenmiş yasal uygulama olup ‘nominal değer’ veya ‘itibari değer’ şeklinde adlandırılmıştır.

Bunun yanında her şirketin bir ‘defter değer’ vardır. Bu tabirin diğer karşılığı ise ‘muhasabe değer’dir. Şirketin en son bilançosundaki özsermaye toplamının ödenmiş sermayeye bölünmesi ile bulunur. Az sonra konuyu örneklendireceğiz.

Son olarak, her şirketin bir piyasa değer’i yani borsa değer’i vardır. Ancak halka açılmamış şirketlerin sadece ‘itibari değer’ ve ‘defter değer’ olabilir, haliyle ‘borsa değer’ yoktur.

Ortak özelliklerine sözle anlam kazandıramadığımız sahipsiz kavramlar üstüne düşünemeyiz, fikir üretmeyiz, konuşamayız. İktisat Profesörü Şükrü Baban, ne kadar iktisatçı varsa, o kadar para tarifi yapıldığını belirtir. Hukukta “kavram” büyük önem taşımaktadır. Zira hukuk kuralları “kavram” üzerine kuruludur, bireyler hukuk kurallarını “olgu ve olayların ortak özelliklerini” kavramlar yoluyla anlama olanağına sahiptir.

Görünürde mali analiz konuşuyor gibi olsak da, arka planda mutlaka hukuksal zemin olduğunu ihmal etmemeliyiz. Bu açıdan baktığımızda, nominal değer ile defter değer arasındaki farkı konuşmamızın önemli bir nedeni de, 6362 sayılı SPK’nun ‘Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı’ başlıklı 12.maddesinin anlaşılması için gerekli olmasıdır. Söz konusu madde hükmü şöyledir.

‘Kurul, payların piyasa fiyatı veya defter değerinin nominal değerinin üzerinde olması hâlinde, ihraç olunacak payların primli fiyattan satılmasını ve yeni pay alma haklarının primli fiyattan kullanılmasını isteyebilir. Kurul, payların piyasa fiyatı veya defter değerinin nominal değerinin altında olması durumunda, payların nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilmesini izin verebilir. Buna ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir.’

Bu ve benzeri yasal dayanakların içinde geçen kavramların herkes tarafından aynı manaya gelmesini sağlamadan sürdürülebilir piyasalardan bahsedemeyiz.

Şimdi, bilançoların pasifinde yer alan özkaynak grubunu şemayla göstererek; ‘nominal değer’ ve ‘defter değerini’ açıklayalım. Ardından bu şirketi halka açarak piyasa değeri öncesi ortaya çıkan emisyon priminin nasıl oluştuğuna bakalım.

Ödenmiş Sermaye	100.000.- TL	
Yasal Yedekler	20.000.- TL	
Geçmiş Yıl Kârları	150.000.- TL	
Dönem Kârı	30.000.- TL	
Özkaynak Toplamı		300.000.- TL

Bu verilere göre;

Beher Hissenin Nominal Değeri: Halka açık tüm ortaklıklarda olduğu üzere, 1 adet küpürlü hisse senedinin nominal değeri 1 lira, 10 adet küpürlü hisse ise 10 liradır. Bu olgu, ‘nominal değer’ veya ‘itibari değer’ olarak adlandırılır. Halka açık tüm şirketler, ödenmiş sermayesi miktarınca hisse stoğuna sahiptir. Şimdi, yukarıdaki ortaklığın ödenmiş sermayesine bakar bakmaz, 100.000 adet hisse senedi olduğu anlaşılıyor.

Beher Hissenin Defter Değeri: Bu kavramı açıklarken muhasebe değeri şeklinde ifade edebiliriz. Halka açık olsun olmasın, bir şirketin defter değerini bulmak için, özkaynak toplamını yani 300 bin lirayı ödenmiş sermaye tutarına yani 100 bin liraya bölmeliyiz.

Sonuç; 3.- TL. (300.000/100.000) çıkacaktır.

Defter değeri, şirketin en son bilançosu üzerinden hesaplanır. Ayrıca 1’den düşük olması tercih edilmez. Zira itibari değer altında çıkan bir rakam, geçmiş yıl kârları, fonlar veya yedeklerin yetersiz kaldığını yani şirket özvarlığının zayıf olduğuna işarettir.

Bu formülü, 1 (bir) liranın altında işlem gören tahtalar için nasıl yorumlamalıyız? Sorumuzu şöyle düzeltirsek; Bırakın defter değerini nominal değerinin altında işlem gören hisse almak için üç neden bulabilir miyiz? Sanırım, böylesi çetin konuları diyalektik elekten geçirmek için başka bir yazı da buluşmalıyız.

Bir sonraki yazımızda emisyon primlerinin yatırımcı açısından ne ifade ettiğini ele alacağız. Ayrıca özkaynak grubuna yansımaları ve ilerleyen dönem bilançolarını inceleyerek bu kaynağın nerelere aktarıldığının izini süreceğiz.

HALKA ARZ'DAN GELEN KAYNAĞIN İZİNİ SÜRMEK (2)

Dursun Ali Yaz, 01 Temmuz 2014, www.finansgundem.com

Halka açılma süreci, bir önceki yazımızda hesaplanan nominal veya defter değerini etkilemez. Dolayısıyla tüm açıklamalarımız borsaya kote olmayan firmalar için de geçerliydi. Ancak bu iki olguyu ele almak, literatürde 'hisse senedi ihraç primleri' olarak anılan emisyon primlerinin daha iyi kavranmasını sağlayacaktır.

Manipülasyonun Başladığı Yer: Halka Arz Fiyatının Tesbitidir

Bir şirketin piyasa değerinin oluşması için borsada işlem görmesi gerekir. Bunun içinde halka açılmak lazımdır. Halka açılmak, itibari değeri 1 (bir) lira olan hisselerin daha yüksek bir fiyattan satılması ve aradaki farkın emisyon primi adıyla şirket kasasına (banka hesabına) girmesidir.

Peki 'Halka Arz Fiyatı' Nasıl Belirlenecek?

Halka arz seferberliği gibi ülke ekonomisine dinamo etkisi yapacak projelerin başarısı işte bu soruda gizlidir. Eğer halka arz fiyatı, yatırımcıları aldatmayacak seviyede belirlenirse, hem şirketler arzu ettiği finansman kaynağına kavuşacak hem de satın aldıkları üründen memnun kalan yatırımcılar, yeni halka arzlarla olan talebi sıcak tutacaklardır.

Gerçek hayata dönersek, halka arzlar yapılırken ilgili ortaklığın yetkilileri ve aracı kuruluş kafa kafaya vererek halka arz fiyatını tespit ederler. Bu rakamın, fiili durumu yani gerçeği tam olarak yansıtması ve ilerideki muhtemel risk ve gelirleri şeffaf bir şekilde ortaya koyması gerekmektedir. Bu noktada bilerek veya bilmeyerek hata yapılması durumunda piyasaların hedeflerine ulaşması mümkün olmayacaktır.

Asıl konumuza gelirsek; hisse senedi ihraç primi diğer adıyla emisyon primi nedir, nasıl ortaya çıkar ve şirketin mali tablolarında ne gibi değişikliklere yol açar? Şimdi bu sorulara bakabiliriz.

Emisyon Primleri

Açıklamalarımızdan anlaşılacağı üzere, emisyon priminin varlığından

bahsetmek için, bir halka açılma veya halka arz işlemi olmalıdır. Çünkü, bir şirket hangi amaçla olursa olsun hisse senetlerini halka açmak istediğinde ne nominal değer, ne de defter değeri üzerinden satışa sunacaktır. Özellikle bilançoda yer almayan geleceğe dönük pozitif vaatler dolayısıyla ortaya primli bir fiyat çıkacaktır.

Nominal değer veya defter değerinin üzerinde bir satış fiyatının belirlenmesinde etkin olan faktörler arasında şunlar sayılabilir; Rakiplerine kıyasla yüksek fiyat/kazanç oranı veya finansal rasyolar, düzenli kârlılık, uzun vadeli satış sözleşmeleri, sosyal sermayesi, çalışanların tecrübesi, kurucuların itibarı, yepyeni patent, telif hakkı, şerefiye ve know how benzeri varlıkları sebebiyle geleceğe dönük olumlu beklentiler toplamı nominal değere eklenir. Böylelikle ortaya 'primli' dediğimiz defter değerinden bile daha yüksek bir rakam yani halka satış (arz) fiyatı ortaya çıkar.

Başka bir ifadeyle, halka arz fiyatı ile nominal değer arasındaki TL farkını, satışa sunulan hisse adedi ile çarptığımızda kasaya girecek emisyon primine ulaşırız.

Önceki örnek üzerinden devam edersek, bu şirketin halka açılmak için bir yatırım şirketine başvurduğunu kabul edelim. Yapılan değerlendirmelerde ortaklık sermayesinin 100 bin lira artırılarak 200 bin liraya çıkarılmasına karar verilmiş olsun. Başka bir ifadeyle, artırım öncesi ödenmiş sermaye 100 bin lira olup hisse senedi sayısı da yine 100 bin adettir. Şimdi ise itibari değeri 1 (bir) lira olan 100 bin adet hisse daha bastırılarak, sermayesi yüzde yüz oranında artırılabacaktır.

Verilere tablo ışığında bakalım.

Sermaye Artırımı Öncesi Ödenmiş Sermaye	100.000.- TL.
Artırılacak Sermaye Tutarı	100.000.- TL.
Sermaye Artırımı Sonrası Ödenmiş Sermaye	200.000.- TL.
Halka Arz Edilebilir Hisse Adedi	200.000.- adet
Halka Arz Edilecek Hisse Adedi	100.000.- adet

Hepimizin mutabık kalacağı üzere, kâğıt üstündeki (defter değeri) değeri bile 3 lira olan bir hissenin nominal tutardan yani 1 liradan halka arz edilmesi eski ortaklar açısından zarara yol açar. Söz konusu 100 bin yeni hisse halka satılırken mutlaka, 3 liranın üzerinde bir fiyattan sunulacaktır. Daha önce belirttiğimiz üzere, halka arz edilecek satış fiyatı, ortaklık ve aracı kuruluş yetkilileri tarafından belirlenmektedir. Örneğimizdeki şirketin, mevcut hisse sayısı yüzde yüz artırılırken, hisse başına 10 lira fiyattan halka açıldığını kabul edelim.

Şirketin eline geçen sıcak parayı hesapladınız mı?

Halka Arz Edilecek Hisse Adedi	100.000.-	
Halka Arz Fiyatı	10.- TL.	
Toplam Hasılat (TH)		1.000.000.- TL.
Nominal Değer (ND)	1.- TL.	
Artırılan Sermayenin Nominal Değeri		100.000.- TL.
<u>Emisyon Primi (TH – ND)</u>	900.000.- TL.	

Tablodaki, halka arz fiyatı olan 10 lirayı herhangi bir malın satış fiyatı gibi düşünebiliriz. Tanesi 10 liradan 100.000 adet satıldığına göre hasılat 1.000.000 lira olmuştur. Bunun yanında halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değeri toplamı olan 100 bin lirayı ise bu hisse senetlerinin maliyeti şeklinde okumak gerekir. Dolayısıyla hisse senetlerinin yarısını halka arz eden şirket, 900 bin lira emisyon primi (net finansman kaynağı) elde etmiştir.

İşte şirketlerin nominal değeri ile halka satış fiyatı arasındaki primli hisse satışına kısaca emisyon primi deniyor. (Halka arz sürecindeki masraflar göz ardı edilmiştir.)

Devletlerin bastığı paraların, üretim maliyeti ile üzerindeki satın alma değeri arasındaki fark olan ‘senyoraj geliri’nin benzerinden bahsediyoruz. Devletler bu hakkı egemenlik gücünden alırken, şirketler TTK, SPK, VUK gibi yasalardan alır. Bu yönüyle ‘salahiyet’ hatta ‘imtiyaz’ demek yanlış olmaz. Konuyu dağıtmadan bir noktaya daha dikkat çekmek isterim.

Örneğimizdeki şirket, bu finansmanı kredi yoluyla sağlamış olsaydı, sözleşme dönemlerinde hem anapara hem de faizlerini ödemek durumundaydı. Ancak, fon arayışında halka arz seçeneğini kullanarak borçsuz-faizsiz özkaynak temin etmiş oldu.

Yukarıdaki süreç akademik çevrelerde bu şekilde tarif edilse de, biz bu kaynağın sanıldığı kadar maliyetsiz olduğunu düşünmüyoruz. Zira, 900 bin liralık kaynak, borç alınsaydı, geri ödenecek ve borç-alacak ilişkisi birgün bitecekti. Ancak halka arz işleminde hiç tanımadığınız ve sürekli değişebilecek yepyeni ortaklara hesap vermek ve daha önemlisi temettü ödemek durumundasınız. Basiretli bir sanayicinin sorumlulukları bununla da bitmez; sürdürülebilir büyüme yakalayarak durmadan pedal çevirmelisiniz.

Yürürlükteki sermaye piyasası mevzuatı, temettü dağıtım politikasını genel kurullara havale etmiştir. Aklını internet forumlarına kiraya vererek hisse satın alanların 'yanından bile geçmediği' bu toplantılarının 'önem derecesine' başka yazılarda temas etmemizin acelesi yoktur.

Şimdi tekrar yazımıza dönelim. Sonuçta, halka açılan şirketimizin banka hesaplarına toplam 1.000.000 lira nakit para girmiş oldu. Bu kaynak mali tablolara nasıl yansıtacaktır? Şirketler bu kaynağın tamamını kullanabilir mi?

Bu soruları da bir sonraki yazımızda ele alalım.

HALKA ARZ'DAN GELEN KAYNAĞIN İZİNİ SÜRMEK (3)

Dursun Ali Yaz, 9 Temmuz 2014, www.finansgundem.com

Halka Arz'dan Gelen Paranın Akibeti

Halka arz sürecini şekillendiren kavramlarla tanıştık. Sonra bir şirketimizi halka açarak, yüz bin lira nominal değerdeki hisseyi bir milyon lira karşılığında halka sattık. Böylelikle, gelişmiş ülkelerde uygulandığı haliyle, tüm vergilerden istisna tutulmuş 900 bin liralık getirimiz oldu. Aktifleri büyüten, finansal rasyoları güçlendiren bu yepyeni kaynağa emisyon primi diyoruz.

Kavramların herkes için aynı çağrışımı yapması, Hukuk Devletinin gereğidir, demiştik. Yatırımcılar hatta sektör çalışanları farkında olmasalar da, 'emisyon primi' sürecinin hangi sözcükle ifade edilmesi gerektiği belli değildir. Hatta bu tabirden ne anlaşılması gerektiğine ilişkin, Sermaye Piyasası Kanunu (SPK), Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve Vergi Usul Kanunu (VUK) arasında koordinasyon yoktur. Bu yetmezmiş gibi, emisyon priminin gelir mi, kâr mı, yedek mi olduğu hususunda da mutabakat göremezsiniz.

Bu uyumsuzluğu biraz açmak lazım.

TTK yönünden, 'çıkarma primi' şeklinde adlandırılan emisyon primleri 'kâr yedeği' statüsünde değerlendirilmiş ve 'yedek akçe' olarak kabul görmüştür.

SPK açısından baktığımızda, 'primli satış' tabiriyle geçirilen emisyon primleri 'kazanç' kabul edilmediğinden 'özkaynakların' bir unsuru olarak değerlendirilmiş ve 'sermaye yedekleri'nin altında sınıflandırılmıştır.

VUK tarafında ise 'gelir unsuru' kabul edilmeyen bu artı değer, gelir tablosuna yansıtılmadan doğrudan 'Finansal Durum Tablosu'nun (bilanço) özkaynaklar kısmında raporlanır.

Görüşlerin doğru veya yanlışlığına girmeden, şunu söylemek istiyorum. Sermaye piyasalarının yasal zeminini oluşturan SPK, TTK ve VUK gibi üç temel kanunun, manipülasyona en açık ve işin en can alıcı kısmı olan emisyon primlerinin, sıradan usul hükümleri kaleme alırcasına objektif kriterlerden yoksun ve sahipsiz bırakıldığı otoritelerin dikkatinden kaçmamalıdır.

Halka Arz İşleminin Mali Tablolara Yansımaları

Borsa yatırımcısı olan pek çok dostumuzun yönelttiği sorulardan anladığımız kadarıyla, hisse senetlerini halka arz eden şirketlerin kasasına giren kaynağın ne şekilde kullanıldığı, mali tablolara nasıl yansıdığı merak edilmektedir. Şimdi örneğimizdeki şirketin elde ettiği emisyon priminin bilançoya yansımalarını görelim.

	Artırım Öncesi Özkaynak	Artırım Sonrası Özkaynak	Fark
Ödenmiş Sermaye	100.000.-	200.000.-	100.000.-
Hisse Senedi İhraç Primleri	0.-	900.000.-	900.000.-
Yasal Yedekler	20.000.-	20.000.-	0.-
Geçmiş Yıl Kârları	150.000.-	150.000.-	0.-
Dönem Kârı	30.000.-	30.000.-	0.-
Özkaynak Toplamı	300.000.-	1.300.000.-	1.000.000.-

Yukarıdaki tablo; sermaye artırım yoluyla hisselerini halka arz eden firmanın, artırımdan önceki ve sonraki manzarasını göstermektedir.

Halka açılmadan evvel özkaynak toplamı 300.000 lira iken, artırım sonrasında 1.300.000 liraya yükselmiştir.

Özkaynak tablomuzda iki başat fark göze çarpıyor olmalı.

Ödenmiş sermayedeki 100 bin liralık artış ile

Emisyon priminin kayıt altına alındığı, 'Hisse Senedi İhraç Primleri' hesabındaki 900 bin liralık fark.

Farkları açıklamak gerekirse, sermaye artırım yoluyla hisselerini halka arz eden şirketin, banka hesabına tam olarak 1 milyon lira girmiştir.

Ele aldığımız konu, alışkın olmadığımız derece geniş bir yelpazeyi kapsıyor. Pek çok teknik kavramını içselleştirmek yetmiyor, ticaret hukukundan makro ekonomiye uzanan çetin bir yolculuk başlıyor. Biz de daha iyi anlaşılacak adına sık sık mola veriyoruz. Şimdi de, kısaca bilanço eşitliğine misafir olalım. Muhasebe biliminin sistematik yapısı, her parasal işlemi kapsayacak niteliktedir. Her varlık artışı veya azalışı bir hak kaybı veya kazancına karşılık gelir. Bankanıza para girişi olduysa mutlaka karşı tarafta alacaklı durumda birileri vardır veya tam tersi. Sabit kıymet iktisap edildiğinde mutlaka bir

borçlanma söz konusudur, hammadde alındığında, mamul satıldığında en az iki taraftan bahsedilmelidir. Tüm bu işlemler, ilişkili tarafları çemberin içinde tutacak bir mekanizmaya sahiptir. Alan varsa veren vardır, borçlu varsa alacaklı vardır. Sakıncalarına ileride değindiğimiz nakit hareketler hariç, ardında iz bırakmayan ‘parasal işlem’ yoktur.

Örneğimizde banka hesabına gelen bir milyon liralık fon girişinin; aynı tutarda, aynı tarihte karşı hesabı olmalıdır. Aksi takdirde eşitlik sağlanamaz. Balans (Balance Sheet) dediğimiz denge bozulur. Nasıl ki insanı ayakta tutan omurgası ise şirketlerin mali omurgası da bilançodur. Dayanaksız şirket sermaye piyasalarının muhatabı değildir.

Bu açıklamaların ardından, bankaya gelen 1 milyon liralık varlık artışının karşısında da aynı tutarlar olmalı ki terazimizin dengesi bozulmamış olsun.

Evet, bu hasılatın 100 bin lirası tablomuzdaki ödenmiş sermaye kalemine yansıyan olumlu farktır. Zira şirket, itibari değeri 1 liradan 100 bin adet hisse senedi bastırmış ve sermayesini 100 bin lira artırmıştır. Özkaynak artışının 900 bin lirası ise ‘Hisse Senedi İhraç Primleri’ adıyla yukarıdaki bilançoya yansıyan emisyon primlerine karşılık gelir.

Elde edilen bu kaynak, yasal yönden ortaklara karşı apaçık bir borcu ifade etmeyebilir. Ancak hukuken, kişi ve kurumlardan izahnamelerde yazılı vaatlerle toplanan 900 bin liralık kaynağın söylenen doğrultuda tasarruf edilmesi gerekir. Öte yandan, yatırımcıların hak kaybına sebep olan davranışların ne şekilde yaptırımı tabi tutulacağı SPK ve TTK’nın amir hükümlerinde belirtilmeyerek yetim bırakılmıştır.

Borsa yatırımcıları özellikle kurumsal yatırımcılar, emisyon primlerinin yerinde kullanılıp kullanılmadığını, ilerleyen yılların finansal tablolarından kontrol edebilirler. Yahut mevzuata aykırı durumlar mevcutsa, halihazırda olmayan ‘ihtisas mahkemelerine’ başvurabilirler. Sermaye Piyasası Yatırımcıları Derneği, piyasalarımızda gerçekleşen ‘hak ihlallerinin’ derhal ve adil şekilde çözülmesi için ihtisas mahkemelerinin kurulması gerektiğini ilgili kurumlara iki yıl öncesinde iletmiş ve talebinin takipçisi olmaya devam etmektedir.

Halktan toplanan bu emisyon primlerinin, yasalara aykırı bir şekilde sarf edilmesinin inceliklerini de sonraki yazımızda açıklamaya çalışalım.

HALKA ARZ'DAN GELEN KAYNAĞIN İZİNİ SÜRMEK (4)

Dursun Ali Yaz, 22 Temmuz 2014, www.finansgundem.com

Yanlış anlaşılmasın, 'Borsa İstanbul' zor duruma düşmüş şirketleri kurtaran 'melek yatırımcı' veya 'risk sermayesi' kuruluşu değildir. Üretim gücünü, itibarını veya satışlarını artırmak isteyen şirketlere faizsiz fon sağlayan 'yatırım bankası' da değildir. Firmasını allayıp pullayıp değerinin çok üstünde satarak, halkı aldatma yeri hiç değildir.

Tüm gelişmiş ülkelerde olduğu gibi bizim borsamızın da başlıca varlık nedenleri;

- Geleneksel yönetim modelleriyle bir yere gelen firmalarımızı dünyaya entegre etmek,
- Üretimin, ticaretin riskini geniş kesimlerle paylaşmak,
- Kurucuların ortaya koyduğu katma değeri nakde çevirmesini sağlamak,
- Planladığı yatırımlar ve ulaşmak istediği pazarlar için gereken altyapıyı hazırlamak,
- Uluslararası çetin rekabet koşullarıyla başa çıkmak,
- Kurumsal ve finansal belleğini, kârlarını, sosyal statüsünü, birikimini toplum hizmetine sunarak insanımızın ve insanlığın yaşam kalitesini artırmaktır.

Maddeleri çoğaltmak elbet mümkündür. Bu hedefleri gerçekleştirmenin yolu, satıcı konumundaki fon talep edenlerle, müşteri konumundaki yatırımcıların ne yaptığının farkında olmasından geçer. Halka arz ile elde edilen kaynakların söz verilen yerlerde kullanılıp kullanılmadığı, başka bir ifadeyle yatırımcıların kandırılıp kandırılmadığı sermaye piyasalarının kilit taşıdır.

Önceki makalemizde halka açılan şirket, 900 bin lira emisyon primi elde etmişti. Bu parayı halktan toplayabilmek için pek çok yasal formaliteyi yerine getirdi. En sonunda ise Sermaye Piyasası Kurul'unun onayına sunduğu 'izahname'yi hazırladı ve imzaladı. Şimdi lütfen dikkat edelim! Halka açılan her ortaklığın imzaladığı bu izahnamelerin daha ilk sayfalarında bakınız neler yazıyor.

Yatırımcılara Uyarı :

“Bu izahname, “düşünülmektedir”, “planlanmaktadır”, “hedeflenmektedir”, “tahmin edilmektedir”, “beklenmektedir” gibi kelimelerle ifade edilen geleceğe yönelik açıklamalar içermektedir. Bu tür açıklamalar belirsizlik ve risk içermekte olup, sadece izahnamenin yayım tarihindeki öngörülerini ve beklentileri göstermektedir. Birçok faktör, ortaklığımızın geleceğe yönelik açıklamaların öngörülenden çok daha farklı sonuçlanmasına yol açabilecektir.”

Art niyetle halka açılmak isteyen bir firma daha ne desin? Yatırımcıların mağdur olmaması için, mevzuat açısından dünyada yazılmış ne varsa, bizde de mevcuttur. Batının fotokopi odasından saçılan aydınlıkta bunu gerektirir. Borsamızda işlem gören ortaklıkların gerek faaliyetleri gerekse tahtaları başta SPK, maliye, bağımsız denetçiler ve borsa yönetimi tarafından sürekli denetim ve gözetime tabi tutulur. Tecrübelerimiz göstermiştir ki, kör kanunlar faz atlamaya izin vermediği gibi tokatçıların önünü kesmeye yetmemektedir.

Bu noktada kurumsal yatırımcıya da düşen görevler mevcuttur.

Halka açılmış bir ortaklığın, ortaya koyduğu taahhütler unutulmamalıdır.

Borsaya giren şirketin mali analizi tam bu noktadan başlatılmalıdır.

Emisyon primleri, söz verilen şekilde değerlendirilmiş mi, takip edilmelidir.

Aslında sermaye piyasalarının, halka açılan şirketlere yapabileceği en büyük iyilik, işte bu otokontrol mekanizması olacaktır.

Peki, bu kontrolü nasıl yapacağız?

Halka açılmış bir şirketin bilançosunu, ardıllarıyla karşılaştırdığımızda, emisyon primlerinin akıbeti hakkında fikir sahibi olabiliriz. Bizleri kuşkuya düşüren noktalar olduğu takdirde ise, endişelerimizi genel kurullarda dile getirmeliyiz. Warren Buffett'in gücü, banka hesaplarından değil stadyumlarda yapılan genel kurul toplantılarından gelir. Sermaye Piyasası Yatırımcıları Derneği (SPYD) olarak katıldığımız pek çok genel kurul toplantısında bırakın stadyum doldurmayı futbol takımı kuracak sayıdan mahrum olduğumuzu gördük.

Şimdi, örneğimizdeki şirketin;
Halka arz öncesi finansal durumunu,
Halka arzın hemen ertesi gününe dair finansal durumunu ve
Halka arzdan gelen kaynağın 9 ay sonraki finansal durumunu üç tablo halinde
aşağıya aldık. Bu verileri analiz edince, bakalım ortaya neler çıkacak!

(TL)	Halka Arz Öncesi 30.03.2014 Tarihli Bilanço	(Ertesi Gün) 31.03.2014 Tarihli Bilanço	(9 ay sonra) 31.12.2014 Tarihli Bilanço
VARLIKLAR TOPLAMI	935.000.-	1.935.000.-	1.333.000.-
Dönen Varlıklar	931.250.-	1.931.250.-	660.500.-
Kasa	1.500.-	1.500.-	144.500.-
Bankalar	21.250.-	1.021.250.-	400.000.-
Ticari Alacaklar	855.000.-	855.000.-	86.000.-
Stoklar	53.500.-	53.500.-	30.000.-
Duran Varlıklar	3.750.-	3.750.-	672.500.-
Taahhütler	0.-	0.-	470.000.-
Makina ve Teçhizat	3.750.-	3.750.-	202.500.-

(TL)	Halka Arz Öncesi 30.03.2014 Tarihli Bilanço	(Ertesi Gün) 31.03.2014 Tarihli Bilanço	(9 ay sonra) 31.12.2014 Tarihli Bilanço
KAYNAKLAR TOPLAMI	935.000.-	1.935.000.-	1.333.000.-
Kısa Vadeli Yük.	635.000.-	635.000.-	28.000.-
Finansal Borçlar	425.000.-	425.000.-	15.600.-
Ticari Borçlar	210.000.-	210.000.-	12.400.-
Özkaynaklar	300.000.-	1.300.000.-	1.305.000.-
Ödenmiş Sermaye	100.000.-	200.000.-	200.000.-
Hisse Senedi İhraç Primleri	0.-	900.000.-	900.000.-
Yasal Yedekler	20.000.-	20.000.-	20.000.-
Geçmiş Yıl Kârları	150.000.-	150.000.-	180.000.-
Dönem Kârı	30.000.-	30.000.-	5.000.-

Evet, 30 Mart günü sermaye artırım yoluyla halka arz işlemi tamamlanmıştır. Yukarıdaki ilk sütunda yer alan bilanço, halka arz öncesi finansal durumunu bildiği varsayımından hareketle oluşturulmuştur. (Pratikte bu mümkün değil, ancak manipülasyonun başlangıcı olan ‘emisyon primi’ konusuna neşter vurulmak istenirse tek satırla çözülür.)

Halka arzdan gelen fonların finansal tablolara yansımaları ise hemen ertesi güne dair bilançoda (ikinci kolon) görülmektedir.

Son kolonda ise halka arz yoluyla edinilen kaynağın 9 ay sonraki görünümü yer almaktadır.

İlk iki kolonda yazılı bilanço kalemlerini karşılaştırdığımızda, halka arzla şirketin banka hesabına gelen 1 milyon liralık kaynak girişinin ‘Varlıklar’ı (aktif) büyüttüğünü görüyorsunuz. (Masraflar dikkate alınmamıştır)

Bu varlık artışının, hangi kaynaklardan oluştuğunu anlamak için bilançonun ‘Kaynaklar’ (pasif) tarafına bakınca, ödenmiş sermaye hesabında 100 bin lira artış olduğunu, kalan 900 bin liranın ise emisyon primi (Halka Arz Edilen Hisse Sayısı * (Satış Fiyatı-Nominal Değer)) hesabına girerek bilanço dengesinin sağlandığını teyit etmiş oluyoruz. Bu kısma detaylıca değinmiştik.

Şimdi bakalım, bir milyon liralık bu kaynak nerelere harcanmış?

Herhangi bir mali tablo, rapor veya sunum analiz etmek için, ana başlıklar üzerinden başlanmalı, sonrasında önemli görülen sapmaların detayına inilmelidir.

Halka arz sonrası görünümü yani orta kolondaki verileri 9 ay sonraki durumla yani son kolondaki bilanço rakamlarıyla kıyasladığımızda nerelere harcama yapıldığını keşfetmiş olacağız.

Şirketin bilanço büyüklüğü, sermaye artırımını takip eden dokuz ayın sonunda, %31 oranında gerilemiştir. (1.935.000.- liradan 1.333.000 liraya) Bu sonuç olumlu vaatler sunan bir şirket için hayra alamet değildir.

Halktan toplanan bir milyon liralık kaynağı, ‘Dönen Varlıklar’ içindeki banka hesabının artışıyla görmüştük. Ancak, dokuz ayın sonunda bunun 621.250 lirası kullanılmıştır.

Çekilen bu paranın, 143 bin lirası en likit hesap olan ‘Kasa’da tutulmaktadır. Kurumsallık iddiasında olan bir firmanın nakit tahsilatı veya ödemesi olmamalıdır. Likiditenin yüksek olması genellikle iyi bir şey gibi anlatılır. Ancak mevzu bahis halka açılmış bir şirket ise, kasa hesabı en kriminal hesaptır. Çünkü yüksek likidite özelliği, yolsuzluğa ve kayıtdışılığa davetiye çıkarır.

Bu nedenlerden ötürü, yüksek bakiyeli kasa hesabını alışkanlık haline getiren şirketlere kuşkuyla yaklaşılmalıdır.

Şirket, 855 bin lira tutarındaki ticari alacaklarını neredeyse sıfırlamış. Başka bir ifadeyle 769 bin liralık ekstra bir kaynağa kavuşmuş. Bu gelişme, ilk bakışta olumlu intiba bırakıyor. Emisyon priminin nasıl kullanıldığına bakarken bu kaynak girişlerini de dikkate alarak değerlendirmelerde bulunulmalıdır. Biz de ilerleyen sayfalarda öyle yapacağız.

Stoklar hesabına gelince, oldukça stabil kalmış. Ne fazla yükselme var, ne de düşüş. Eğer elimizde, 'Ayrıntılı Mizan' veya 'Kapsamlı Gelir Tablosu' olsaydı, stoklar hesabının bu durgun seyrinden yola çıkarak, şirket performansına ilişkin daha kaliteli yorumlar yapabilirdik.

Eksik verilere rağmen resmin bütününe baktığımızda, şirketin asli faaliyetlerini aksattığını, havadan geldiği sanılan kaynağın sevk ve idaresine odaklanıldığını söylemek zor olmayacaktır.

Şimdi, bir yıldan önce nakde dönüştürülmesi zor olan 'Duran Varlıklar' kısmını inceleyelim.

Şirket, üretim departmanı için makina yatırımı yapmış. Yatırım tutarının çapını anlayabilmek için rakamlardan ziyade, artırılan üretim kapasitesine ve gelir tablosundaki ciroya bakmak lazım. Ancak bu verilere sahip olmadığımız varsayımıyla analize devam edelim. Şu kadarını söyleyelim, emisyon priminin %20'si tevsii yatırıma yönlendirilmiş.

Burada çok önemli bir farklılığa dikkatinizi çekmek istiyorum!

Taşıtlar hesabını kast ediyorum. Bu hesap, şirketlerin pazarlama ve yönetim departmanlarında kullanılacak araç alımlarının takip edildiği bir hesaptır. Dolayısıyla 470 bin liralık araç alımının beyaz yakalıların konforuna dönük harcama olduğu çok belirgindir.

Başka bir ifadeyle, halktan toplanan 1 milyon liranın yarıya yakını yöneticilere makam aracı olarak tahsis edilmiştir. 'Süt neyse kaymağı odur', haliyle duran varlık yatırımlarının odağında, üretimi artırmak olduğunu söylemekte zorlanıyoruz.

Buraya kadar bilançodaki varlıkları yani aktif tarafı inceledik. Şimdi, para girişiyle birlikte, şirketin borçlarında ve özkaynaklarında ne gibi değişimler olduğuna göz atalım. Kısa vadeli borçlar bölümünde iki kalem var. Banka kredileri adı altında 425 bin lira, tedarikçilere ise 210 bin lira olmak üzere toplam 635 bin liralık borç bakiyesi mevcut. Dokuz ayın sonunda ise 28 bin liralık borç bakiyesi kalmış. Sermaye artırımından gelen fonların %40'ı ile şirketin kısa vadeli borçları kapatılmış. Başka bir ifadeyle, halka arz öncesinde özkaynaklarından fazla kısa vadeli yükümlülüğü bulunan örnek şirketimiz, halktan topladığı paranın yarıya yakın kısmını işletme sermayesi eksikliğini kapatmak için kullanmış. Dolayısıyla Borsayı risk sermayesi kurumu gibi değerlendirdiği yargısına ulaşabiliriz.

Özkaynaklar grubunu önceki makalelerde detaylı görmüştük. Şimdi ise dokuz ay sonrasında bir gelişme olup olmadığına bakalım.

Özkaynaklar bölümü, bilançoların en can alıcı kısmıdır. Ödenmiş sermaye hesabı başta olmak üzere, yasal ve ihtiyat yedekleri, emisyon primleri, değerlendirme artış fonları, geçmiş yıl kârları gibi kalemlerin toplamından oluşur. Dolayısıyla 'özkaynaklar' toplamından 'ödenmiş sermaye' miktarını çıkarınca, diğer fonların bakiyesini buluruz. Şunu da belirtelim, ödenmiş sermaye dışında gerek 'yedekler' gerekse 'geçmiş yıl kârları' gibi hesaplarda önemli rakamlar olması, şirket aktiflerinin içsel kaynaklarıyla finanse edilmesine karine teşkil eder.

Örnek şirketimizin, özkaynaklar grubunda neredeyse hiç değişiklik olmamıştır. Sermaye artırımından gelen 1 milyon liralık kaynağın 100 bin lirası ödenmiş sermaye hesabını artırmış ve 200 bin liraya çıkartmış, kalan 900 bin lira 'Hisse Senedi İhraç Primleri' hesabında kayıt altına alınmıştır. İlerleyen aylarda ise 5 bin lira gibi cüz'i düzeyde net kâr elde edebilmiştir.

Bilanço ve gelir tablosu birbirini tamamlayan tablolardır. Fakat bu çalışmamızda gelir tablosunun olmayışı kusur gibi gözükse de bilinçli bir tercihtir. Aksi halde söyleyeceklerimiz, makale hacmini aşardı. Onu da başka bir zaman koçbaşı olarak kullanmak isterim. Ancak şu kadarını belirtelim, malum her gelir tablosunun sonunda ya kâr ya da zarar çıkar. Bu rakam

mutlaka bilançonun ‘Net Dönem Kârı veya Zararı’ hesabına devredilir. Biz de öyle yaptık. Örneğimizde kullanılan kâr rakamı, şirketin faaliyet sonuçları hakkında yeterince aydınlatıcı boyutta olduğundan gelir tablosu ihtiyacını ortadan kaldırmıştır.

Zira, yukarıdaki bilançomuza daha doğrusu özkaynaklara baktığımızda, gelir tablosundan aktarılan kârlılığın çok düşük olduğu yani verimsiz bir dönem geçirildiği açıkça görülüyor.

Aynı zamanda, gelir tablosunun elimizde olmadığı varsayımından hareketle analiz yaparak, göreceli az bilgiye sahipken bile doğru karar vermenin yollarını ilmek ilmek arıyoruz.

Bilindiği üzere, ödenen her kuruş temettü aktif büyüklüğü azaltır. Özkaynaklar bölümünü analiz ederken bir nokta daha dikkatinizi çekmiş olmalı. Şirket sermaye artırımından sonra hiç temettü dağıtmadığı halde aktif büyüklüğü gerilemiştir. Halka açılma esnasındaki taahhütlerini bu tespitlerle karşılaştırarak, fikir sahibi olmak mümkün olacaktır. Bu küçülmeden varılması gereken yargı ise, mali tabloların balondan ibaret olduğudur. Ne demek istediğimizi başka bir yazı da detaylıca ele almak lazım.

Sonuç ve Değerlendirme

On maddelik tespitlerimizi artırmak hayal gücümüzle sınırlı olduğundan uzatmayalım. Köprüden önce son çıkışa geldiğimize göre artık toparlayıp, resme biraz daha geriden bakalım. Bunun için, tüm fon giriş ve çıkışlarını tablo haline getirelim. Böylelikle tüm para giriş ve çıkışlarının izdüşümlerini farklı açılardan analiz edebiliriz.

Fon Girişleri	1.797.500.-	% 100	Fon Çıkışları	1.797.500.-	% 100
Emisyon Primi	900.000.-	50,1	Kasaya Çekilen	143.000.-	7,96
Ödenmiş Sermaye	100.000.-	5,6	Bankada Bekleyen	378.750.-	21,07
Ticari Alacak Tahsili	769.000.-	42,7	Binek Araç Alımı	470.000.-	26,15
Stok Azalışlarından	23.500.-	1,3	Makina Alımı	198.750.-	11,06
Geçmiş Yıl Kârlarından	5.000.-	0,3	Borç Ödemesi	607.000.-	33,77

Tablodaki fon girişine ilişkin tespitlerimizde sadece halktan toplanan bir milyon lirayı dikkate almakla yetinmedik. Zira, örnek şirket, bekleyen ticari alacaklarını tahsil ettiği için 769 bin liralık bir fon girişi sağlamıştır. Bunun yanında daha az stok tutarak 23,5 bin lira finansman elde etmiş ve son olarak dönem sonu kârını da eklediğimizde, toplamda 1.797.500.- liranın kullanım yerlerini araştırmış olacağız.

Uzun çalışmamız ‘dalından koparılacak kıvama geldi.’ Harcamaların nereye ve hangi yüzde de yapıldığı sağ kolonda ortaya konmuştur. Bu aşamadan sonra yorum yapmak için, mali analizci olmaya gerek yok. Ana harcamalar beş kalemde yapılmış olup yüzde doksanının kırmızıya boyandığı bir gerçektir.

Halka açtığımız ortaklığın deklare ettiği taahhütler arasında; makam araçları satın almak, kasa veya bankada atıl fon tutarak tembellik etmek, işletme sermayesi eksikliğini kapatmak olamayacağına göre,

Son yıllarda gerçekleştirilen ve yatırımcının her ortamda ısrarla dile getirmeye çalıştığı mağduriyetlere yol açan halka arzları bu pencereden tekrar incelemek gerekmektedir.

FİNANSAL TABLOLARDA YARATICI YIKIM

Dursun Ali Yaz, 6 Ağustos 2014, www.finansgundem.com

Buz gibi betonla süslü Taksim'in gazete bayilerinde tek seanslık borsanın kapanış bültenleri satılırdı. Bir liraya aldığımız bu fotokopilerden fiyatları öğrenirdik. Gazetelerin ekonomi sayfalarında borsa haberi olmazdı. Ana haber bültenlerinde de adı geçmezdi. Şimdiki veri akışı ve altyapı ile kıyasladığımızda orta çağı anlatıyor gibiyim. Çok değil yirmi yıl öncesiydi. Zamanın ruhu diye bir şey var artık. İstanbul-Ankara otobanında seyreden araçların hızı, yüzyılın başında üretilen uçaklardan daha yüksek. Son yirmi yılın tasvirini unutmadan son üç yüz yıla bakalım.

Ekonomik olayları, küresel düzeye çıkararak düşünce altyapısı, 'finansal kapitalizm' doktrini şeklinde ifade edilir. Babil'den bugüne kadar her ekonomik sistemin bir klasik okulu vardı. Sebep-sonuç ilişkileri, ideolojileri, doğru ve yanlışları tarafsız zeminlerde incelenerek, bilimsel sınırları cesurca çizilebiliyordu. Ancak yeni dünya bundan mahrum. Bundan ötürü merkantalizm, fizyokrasi ve sanayi devrimi sonrası ortaya çıkan 'finansal kapitalizm' pragmatist bir kimliğe büründü yani sadece adı değişti. Hedef ve ruh aynı kaldı.

300 yıl önce ortaya çıkan 'Laissez faire' yani 'bırakınız yapınlar' mottosuyla, devletin iktisadi hayattan elini eteğini çekmesini isteyen görüşün sunduğu bu etkili afyonun, burjuvadan aristokrasiye serflerden mülkiyeye uyuşturmadığı kesim kalmadı. Yoksa serbest piyasa veya liberal ekonomi benzeri terimleri yüzyıllardır kabul görmezdi.

Yaşanan sürecin okulunun olmamasının borsaya, reel ekonomiye, mali tablolara bir zararı oluyor mu diye senteze ulaşmak istediğimizde çok ilginç bir terslikle karşılaşırız.

Hemen girişte son yirmi yılın panoramasını seyrettiniz, değişimi ve gelişimi gördünüz. Hatta kırk yaş üstü okuyucularımın hepsi bizzat yaşadı. Fakat, sürekli üzerinden mali analiz yaptığımız, rasyolar, parametreler kullandığımız finansal tablo şablonu 300 yıldır hiç değişmedi. İşte bu durum, evrensel sorunların temel kaynağıdır.

Sanayi devrimi bakiyesi olan günümüz mali tabloları, zamanın ruhunu yansıtacak donanımdan çok uzaklarda. Yatırımcının şaşkınlığı kadar, dünyanın önde gelen yatırım şirketlerinin kağıttan kale gibi devrilmesi işte bu yüzden. Çözüm olarak bankacıların kredi tutarına yakın düzeyde teminat istemesi aynı sebepten. Yatırımcının önce hisse alıp sonra araştırma yapması gibi çarpık uygulamaların altında da hep bu ‘bilinç kayması’ var. Aslında herkes farkında. Açıklanan mali tablolar ağır sanayi şirketleri dışında, özellikle bankacılık ve hizmet sektörü hisselerinin analiz edilmesine ve geleceğe ilişkin öngörü sunmaya yardımcı olamıyor.

Görünmeyen varlıklar

‘Intangible asset’ denilen ‘maddi olmayan aktifler’ başta olmak üzere ‘Öz kaynaklar’ grubundaki kalemlerin gerçek hayatla arasında ateş ile ateşböceği kadar fark vardır.

Marka, patent, ticari sırlar, müşteri portföyü, imaj, saygınlık gibi unsurlar yanında şirket sahiplerinin bile farkında olmadığı ve haliyle sermayesine ekleyemediği dolayısıyla hisse fiyatlarına yansımayan varlıkları bulunmaktadır. Şöyle ki; hakim ortakların, yönetim kurulu üyelerinin, departman müdürlerinin ve çalışanlarının piyasa bilgisi, tecrübesi, itibar-saygınlık şeklinde somutlaştırabileceğimiz olumlu veya olumsuz değerler mali tablolarda yer almamaktadır. Entelektüel sermaye kavramının geleneksel olmayan kalemleri arasında yer alan bu değerlerin artı ve eksileriyle raporlanarak mali tabloların ‘gerçeğe uygun değer’inin yatırımcıyla paylaşılması gerekiyor.

Bir örnek verelim. Her biri mühendis olan beş ortağın ve idare ettiği bir mühendislik şirketi düşünelim. Bu ortaklar, ellerindeki hisselerini farklı meslek ve yetenekteki kimselere devrettiğinde mali tablolarda ne gibi bir değişiklik olacağını düşündünüz mü?

Ben söyleyeyim size; hiç bir değişiklik olmaz. Bilançonun Öz kaynaklar kısmı aynı kalır. Bu hisse devrinin gelir tablosunda adı bile geçmez. Dipnotları okuyan birisi ancak haberdar olabilir.

Şunu söylemek istiyorum. Hakim ortak değişikliğinden haberdar olmaktan

ziyade, alanında söz sahibi insanların domine ettiği bir yapının, sektörü hiç tanımayan kişilere devredildiğinde, şirketin entelektüel varlığındaki azalmayı mali tablolardan okumak mümkün değildir.

Halka açık ortaklıklar her şeyi dört dörtlük yapmak istese bile, yılda dört kez Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'ta açıklanan mali tablolar formatının, şirketlerin gerçeği ile hiç bir alakası olmadığını anladık sanıyorum.

Çünkü üç yüzyıl önceki finansal yapının kurgusu, entelektüel birikimden habersizdi. Mesela, dünyada bilinen ilk düzenli işçilik ödemesi (aylık) Henry Ford tarafından 1908 yılında yapıldı. Biz o günlerde demokrasinin ikinci katını çıkmakla meşguldük. Kısaca modern yönetim teknikleri bile son otuz yıldan beri kabul görmektedir. Özellikle genç nüfus, bugünkü yaşam koşullarının ve kişisel eşyaların bin yıldır var olduğu algısı içinde. Algısını gördüğü ve dokunduğu nesnelere inşa ediyor.

Günümüz borsacısı ise düşünmeyi değil görmeyi seviyor. Bu açığı fark eden sistemin kendini revize etmesi beklenmemeli. Zira mali tablo oyunlarının felsefesi bu kaynaktan besleniyor.

Yabancınnın fotokopi odasından çıkalım

Sermaye Piyasalarının girişimcisi olmaya namzet denetim şirketlerine, üniversitelere ve bağımsız kurumlarının, mali tablo sisteminin ihtiyaç duyduğu 'yaratıcı yıkımı' (creative destruction) başlatması gerekiyor.

Geçen yüzyılın başlarında İngiltere'nin ele aldığı UFRS standartlarını geliştirerek tüm dünyaya anlatan ABD, son yirmi yıldır bu konu üzerinde de yoğun olarak çalışmaktadır.

Kendimize dönersek, eski adıyla İMKB'nin ilk yıllarından bir kaç enstantane verdiğim günler 'geç dönem borsacılık' günleridir. Bilinenin ötesinde 140 yılı geride bırakan organize borsamızın bugünkü aktörleri olan; piyasaları düzenleyici-denetleyici kurumlar başta olmak üzere, birlik ve gönüllü teşekküllerin batınının fotokopi odasından çıkarak bu soylu topraklara yakışan muhasebe, raporlama ve denetim alt yapısını kendi el yazısıyla yazacak

birikim ve özgüveni ortaya koymalıdır. Uzun vadeli bir süreçten bahsettiğimin farkındayım, bu tür hedeflerle barışık olmadığımızı da. Lakin, sistem kurmaktan başka seçeneğimiz bulunmuyor.

Son yıllarda bankacılık sistemimiz, dünyaya önderlik ederek eğitimler vermekte ve know how ihraç etmektedir. Benzer yaratıcı yıkımın mali piyasalarda tekrarlanması ile ekonominin birbirine entegre olması sağlanmalıdır. Böylelikle fon arz edenler, talep edenler ve yatırımcılar sermaye piyasalarının gerçek işlevini yerine getirdiğini hissedeceklerdir.

İstanbul'u finans merkezi yapmaktan tutun, Türkiye'mizin ilk on büyük ekonomiye girmesi gibi hedefler, başkalarının çöpe attığı sistem ve akılla gerçekleşmez. Aksi halde, yabancılar yeni yeni projeleri tamamlayıp çıta yükseltirken, bizler de, onların müsveddelerini tercüme ederken, birbirimizin kuyusunu kazmaya devam ederiz.

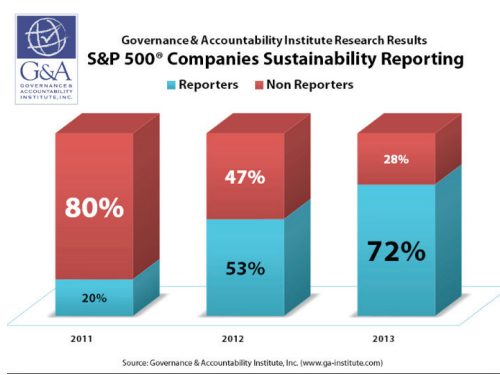
BİST SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ, GONG TÖRENİNE HAZIR MI?

Dursun Ali Yaz, 15.09.2014, www.finansgundem.com

Sürdürülebilirlik, bugünün ihtiyaçlarını geleceğin kaynaklarını tüketmeden karşılama yeteneğidir. Bize yeni bir kavram gibi gelmesine rağmen elli yıldır dünyada tartışılan bilimsel çerçevesi, raporlama ve denetim standartları oluşturulan bu kavram, ekonomik kalkınmanın yeni paradigması ve global şirketlerin iş modelidir.

Artık sayıları on binleri bulan uluslararası şirketler sürdürülebilirlik alanında çalışmalar yapmakta, yıllık periyodlarla raporlamakta ve bağımsız denetim şirketlerince 'assurance' onayı alarak bambaşka bir ligin oyuncusu olmaktadır.

Özellikle halka açık şirketlerin performans analizinde, geleneksel finansal tabloların resmin bütününe yansıtması nedeniyle, sürdürülebilirlik raporlamaları yeni bir benchmark olarak mali analistlerin bile önündedir. 'Standart and Poors 500' şirketlerinin, son 3 yıllık sürdürülebilirlik raporlamasına yönelik inanılmaz trendi aşağıda görebilirsiniz.



Başka bir anlatımla, 2011 yılında dünyanın en büyük 100 şirketi sürdürülebilirlik raporlaması yaparken, geçen yıl itibarıyla bu sayı 360'a yükselmiştir. Bununla birlikte, aralarında Alliance Bernstein, BlackRock, T.Rowe Price ve Goldman Sachs'ında bulunduğu 34 trilyon dolarlık varlığı yöneten 1200 kurumsal yatırımcı Principles for Responsible Investment

(PRI) inisiyatifi imzalamış durumdadır. En başta Koç, Tüpraş, Türk Telekom, Ülker, Çelebi, Otokar, Pinar, Turkcell, Alarko, Kartonsan, Aygaz, TSKB, Çimsa, BİM, Akbank, Pınar, Arçelik, Doğuş, Eczacıbaşı, İş GYO, TAV, Garanti gibi rol model niteliğe sahip kuruluşlarımız, sürdürülebilirlik alanında özgün çalışmalara imza atmakta, Global Reporting Initiative (GRI) ilkeleri çerçevesinde raporlama yapmakta ve 'Big Four' şirketlerince dış denetimden geçmektedirler.

Sürdürülebilirlik Raporlamasından Sürdürülebilirlik Endeksine

Kaynak kullanımından kurumsal vatandaşlığa kadar tüm etik, anlayış, uygulama ve faaliyet sonuçlarını gönüllülük esasıyla ortaya koyan bu raporlar, Brezilya gibi ülkelerde halka açık şirketler için bir zorunluluk olmuştur.

Hal böyleyken, sermaye piyasası araçlarına yatırım ve likidite imkânı sağlamak ve sağlıklı fiyat oluşumunu temin etmek üzere şeffaf, etkin, güvenilir, kolay erişilebilir piyasalar oluşturmak misyonuyla faaliyet gösteren 'Borsa İstanbul' bu gelişmelere duyarsız kalmadı.

Borsaların çevresel, sosyal, kurumsal yönetim konularındaki risklerine ilişkin politika oluşturmaları sürecinde şirketlere yol gösteren ve şirketlerin sürdürülebilirlik politikalarına ilişkin bilgiyi de sorumlu yatırımcılara ileten bir platform oluşturmak gibi çok önemli bir misyona sahip olduğu düşüncesinden hareketle, Borsa İstanbul ile Ethical Investment Research Services Limited (EIRIS) arasında şirketlerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim konularındaki performanslarını baz alan BIST Sürdürülebilirlik Endeksinin hesaplanması amacıyla bir işbirliği anlaşması imzalandı.

Bu endekse dahil edilecek şirketleri belirlemek amacıyla BIST30 Endeksi kapsamında yer alan şirketlerin değerlendirme çalışması tamamlanmıştır. Ancak endekse dahil şirketler, değerlemeye esas teşkil edecek verilerini henüz yayınlamadıklarından ve metodolojinin yeterince anlaşılmadığı gerekçesiyle söz konusu şirketlere geçtiğimiz Haziran ayı sonuna kadar süre tanınmıştır. Ardından, değerlendirme çalışmalarının tamamlanarak, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nin Eylül 2014 sonuna kadar faaliyete geçmesi hedeflenmektedir.

Aşağıda bu endeksin sermaye piyasalarımıza ve reel sektöre muhtemel

faydalarına ilişkin öngörülerini okuyacaksınız. Tahminleri çoğaltmak mümkün elbet ancak başlıca maddeler yazılırken Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Formu Direktörü Melsa Ararat ile Esra Süel öncülüğünde gerçekleştirilen Sürdürülebilirlik Endeksi çalıştay sunumundan yararlanılmıştır.

BİST Sürdürülebilirlik Endeksinden Beklentiler

- * Şirketlerin kamuya açıklama standartları yükselecek,
- * Uluslararası yatırımcıların finansal veriler dışında aradığı sosyal raporlama kriterleri karşılanacağından, yabancı sermaye girişi artacak,
- * Dünya çapındaki şirketlerin tedarik zincirine girmek için bu raporlar zorunlu olup,
- * Yine uluslararası ihale ve kredi süreçlerinde zorunluluk,
- * Yeni yatırım ürünleriyle ortak veya finansman bulmanın kolaylaşması,
- * Yatırımcı analizlerine dayanak olacak yeni bir finansal parametre,
- * İklim değişikliği, doğal kaynakların tükenmesi, su kaynaklarının azalması, sağlık, güvenlik, istihdam gibi sürdürülebilirliğe ilişkin küresel meselelere dönük faaliyetlere dönük kurumsal hafızasının tescili,
- * Endekse alınan şirketlerin kamuoyu nezdinde itibar artışı,
- * Varlık yöneticileri için sürdürülebilirlik ilkelerine dayalı fonlar, borsa yatırım fonları ve yapılandırılmış ürünler gibi çeşitli finansal ürünler çıkarmaları için bir gösterge olacaktır.

Sonuç

Aslına bakarsanız, geleneksel finansal raporlama tekniklerinden, ‘entegre raporlama’ ilkelerine geçildiği günümüz dünyasında, ‘Sürdürülebilirlik Endeksi’ alt konu başlıklarından sadece bir tanesidir.

Global dünyada ‘endüstri standardı’ haline gelmiş sürdürülebilirlik uygulama ve raporlaması, ölçek ekonomisinde faaliyet gösterecek veya aşırı hassas lokal piyasalarda var olacak firmaların en stratejik gündem maddesi haline gelmiştir. Benzer şekilde sermaye piyasalarını düzenleyici ve denetleyici yapılarımız da, zamanın ruhuna uyum göstermeye çalışmaktadırlar. Dolayısıyla, Sürdürülebilirlik Endeksi’nin, Borsa İstanbul tarafından planlanan takvimde yani içinde bulunduğumuz aylarda hayata geçirilebilmesi için, tüm aktörlerin gereken desteği sunması gerekmektedir.

MALİ ANALİZDE KÜRESEL DEVRİM: ENTEGRE RAPORLAMA

Dursun Ali Yaz, 22.09.2014, www.finansgundem.com

Bize yeni bir kavram gibi gelmesine rağmen, dünyada son elli yıldır tartışılan, külliyat, mevzuat, dil ve standartlarını oluşturan sürdürülebilirlik kavramı; bilinmesi, anlaşılması ve uygulanması gereken bir konsept olarak karşımıza çıkıyor. Kitabın sonundan konuşursak, 'yeni dünyada yeni bir ekonomik yapı kurgulanıyor.' Türkiye kamuoyu hatta sermaye piyasaları cenahı pek ilgilenmese de, zamanın yeni ruhu, ekonomik kalkınma paradigmasını değiştirerek yerini 'sürdürülebilir' uygulamalara bırakıyor.

Peyami Safa'nın ünlü analogisi ile söylersek;

Reel sektörün davranış ve alışkanlıklarını ilgilendiren her konu, sermaye piyasasının ilgi alanına girer, girmelidir.

Muhasebe politikalarının değiştiren her mevzuat, sermaye piyasalarının ilgi alanına girer, girmelidir.

Mali raporlama şablonlarını değiştiren her yenilik, sermaye piyasalarının ilgi alanına girer, girmelidir. Dikkatinizi çekerim!

Dünyayı geçtim, yaşadığımız şu coğrafyanın ekonomik, sosyal ve çevresel sorunlarına çözümler tasarlamayı da geçtim. Sadece dünyadaki değişimi görmek gerektiğini çok kıymetli sermaye piyasası ilgililerine hatırlatmak istedim, başka bir şey değil.

Finansal Raporlama Sürecindeki Devrimin Ayak Sesleri

İnsanoğlunun karşı koyamadığı tek şey gülümseyen bir yüz ifadesidir zira güven verir. Gülümsemek veya somurtmak bireysel raporlamadır. Kaknem suratlı birisinden yardım istemek aklımıza gelmez.

Şirketlerde de durum aynıdır. Kurumsal Sosyal Sorumluluk (Social Responsibility Accounting) adıyla 1970'lerde başlayan sevimli gözükme çabaları⁵, Sürdürülebilirlik konseptine evrildi ve 15 yıl kadar önce sürdürülebilirlik (Sustainability Reporting) raporlama standartlarını⁶ belli bir

5 Carol A. TILT, Corporate Social Responsibility Accounting and Accountants. In Professionals' Perspectives of Corporate Social Responsibility. New York, USA: Springer, ss. 11-32, s. 13.

6 <https://www.globalreporting.org/information/sustainability-reporting/Pages/default.aspx>

çerçeveye oturtmayı başardı. Kozmetik kaygılarla başlayan bu çalışmalar, çok geçmeden 17 Aralık 2009 tarihinde Prens Charles hamiliğinde gerçekleştirilen 'Sürdürülebilirlik için Muhasebe Forumu'nda (Accounting for Sustainability-A4S); Entegre Raporlamaya (Integrated Reporting) geçilmesi ve bu hedefi hayata geçirmek için Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (International Integrated Reporting Council-IIRC) kurulmasına⁷ kadar uzandı.

Sanayi devrimiyle başlayan ve halen tüm dünya ekonomilerinin kullandığı temel mali tablolar, hızla değişen piyasa beklentilerini karşılamaktan uzaktır. Başka bir ifadeyle sadece finansal rakamlara bakarak; kredi alma, yatırımcı bulma, müşteri hatta itibar kazanma dönemi sona erdi.

Gerçekten de, 2,5 milyon insanı istihdam eden çaptaki küresel şirketlerin veya işlem türünün artışı, ticari organizasyonların bazı devletlerden büyük yapılarla ulaşarak doğal kaynaklara zarar vermesi, bu dev organizasyonların bir hamlede milyonlarca çalışanın hayatını kaliteyle donatması veya gözden çıkarması kamu kurumlarının istekleri dışında çok farklı rapor şablonu doğmasına yol açtı. Zira paydaşların öğeleri genişlemiş, toplumların öncelikleri değişmişti. Artık bir şirketin yatırım kararı vermesi veya vazgeçmesi, belli coğrafyaların sadece gelir düzeyini değil yaşam kültürünü bile derinden etkileyecek seviyeye gelmişti.

Finansal raporlamanın tarihine baktığımızda ise, yirmi yıl öncesine kadar, tamamen sayısal olgulardan beslenen bilanço ve gelir tablosu gibi geleneksel ve kural temelli tablolar ürettiğine şahit oluyoruz. Küresel iş yapma biçimlerinin değişmesi ve çeşitlenmesiyle bu tablolar beklentileri karşılayamaz oldu. Yine geleneksel raporların türevi diyebileceğimiz denetim, derecelendirme, mali analiz, faaliyet, sosyal sorumluluk ve sürdürülebilirlik raporlarıyla bu açık kapatılmaya çalışıldı.

Entegre Raporlama

Kısaca ortaya koyduğumuz sayısal ve sayısal olmayan pek çok rapor, ilgili şirket hakkında kanaat sahibi olmak isteyen paydaşların (ortaklar, devlet,

⁷ <http://http://www.accountingforsustainability.org/investors/pensions-event-2013>

medya, çalışanlar, müşteri ve tedarikçiler, sivil toplum kuruluşları, halk, kredi kuruluşları vs) bilgi kirliliği ile karşılaşmasına yani kafa karışıklığına sebep oldu.

Aslında bu geniş yelpaze, şirketlerin karmaşık faaliyetlerini daha şeffaf kılma ihtiyacından ortaya çıkmıştı. Ancak farklı uzmanlar tarafından üretilen çok sayıda raporun, paydaşlar tarafından anlaşılması, analiz edilmesi hatta onlara ulaşılması bile önemli bir sorun olmaya başladı.

Bu gelişmeler sonucunda, kamu otoritesi dışındaki sivil inisiyatiflerin kendilerini daha iyi ifade etmenin yollarını aramaya başladı ve yepyeni bir raporlama standardına geçme kararı aldı. Beş yıl önce başlayan bu çalışmalara 'entegre raporlama' veya 'bütünleşik raporlama' adı verildi.

Buraya kadar olgusal açıdan ele aldığımız 'entegre raporlama' için akademik zeminde bir tanım vermek gerekirse; 'Globalleşmenin getirdiği çok farklı sayıdaki ekonomik, sosyal ve çevresel raporların, belli bir sistematik içerisinde konsolide edilerek, standart görünüme ve yorumlamaya olanak sağlayan şablon' şeklinde ifade edebiliriz.

Kurumsal sosyal sorumluluk çalışmalardan sürdürülebilirlik faaliyetlerine oradan da en son entegre raporlama çatısı altında toplanan, tüm bu baş döndürücü gelişmeler, bilinen raporlama yaklaşım ve şablonlarını yerle bir etmiştir.

Söz konusu gelişmeler, finansal raporlama konsepti için bir devrimdir!

Mali analize konu olan finansal raporların çerçevesi genişliyor, içeriği değişiyor.

Haliyle mali analizin tanımından, yol haritasına kadar yenilenmesi gerekiyor.

İşte bu da, mali analiz bilimi açısından bir devrimdir!

Sayınlar!

Beğenmediğimiz kapitalizm başka ideolojilere pabuç bırakmadan hem kabuğunu hem kanını değiştiriyor.

Kapitalizm, kapitalizmin kurdu oldu.

Bu da, bilinmesi gereken en büyük ekonomik devrimdir!

SÜRDÜRÜLEBİLİR TÜRKİYE’NİN BAROMETRESİ

Dursun Ali Yaz, 08.10.2014, www.finansgundem.com

Sürdürülebilirlik endeksinin, dünya ekonomi sahnesinde önem kazandığı bir atmosferdeyiz.

23-24 Eylül tarihlerinde 130 konuşmacı ile 60 oturuma ev sahipliği yapan ‘Sürdürülebilir İş Buluşması 2014’ konferansının ikinci gününde, Sürdürülebilirlik Akademisi tarafından bu yıl ilk kez verilen Sürdürülebilir İş Lideri Ödülü’nü alan Borsa İstanbul YK Başkanı ve Genel Müdürü İbrahim Turhan,

“... İstanbul Borsa olarak, şirketlerin halka açılmasını sağlarken diğer taraftan da çevreye duyarlılığı teşvik için sürdürülebilirlik endeksi oluşturduk. Bu endekste yer alan şirketler yurtdışından sağladıkları destek veya halka açık olmaları noktasında talepler endeks ile doğru orantılı arttı” dedi.

Ne var ki, Borsa İstanbul bünyesinde, ‘Sürdürülebilirlik Endeksi’nin sadece adı var. Gerçektende, BİST’in internet sayfasında⁸;

‘BIST 30 Endeksi kapsamındaki şirketlerin, sürdürülebilirliğe konu bilgilerinin bir kısmını henüz yayınlamadıklarından değerlemenin doğru sonuç vermeyebileceği, metodolojinin şirketler tarafından tam olarak anlaşılmadığı ...

Buna göre;

Fakat, an itibarıyla BİST Sürdürülebilirlik Endeksi faaliyete geçmemiştir. Peki, BİST Başkan’ı hangi endekste yer alan, hangi şirketlerden veya bu şirketlere sağlanan katkı ve taleplerden bahsediyor, dersiniz?

Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

Finans dünyasının Kabe’sine dönersek, Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi⁹, ilk küresel benchmark olarak faaliyete geçeli 15 yıl oldu. Neredeyse dünyanın en büyük 3000 şirketinin, ekonomik performansı yanında çevresel ve sosyal faaliyetlerini de sınıflandıran global bir yapıdan bahsediyoruz. Şirketlerin

⁸ <http://borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/surdurulebilirlik-endeksi#http://borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/surdurulebilirlik-endeksi>

⁹ <http://www.sustainability-indices.com/index-family-overview/djsi-family-overview/index.jsp#http://www.sustainability-indices.com/index-family-overview/djsi-family-overview/index.jsp>

dolayısıyla ekonomilerin uzun vadeli trendleri hakkında fikir veren bu endekse benzeri bir modelin kurulması için, BİST İstanbul tarafından 2013 yılında ilk adımlar atılmış ve geçtiğimiz ay sonu faaliyete geçmesi planlanmıştır.

Yine bu köşede yayımlanan, 15 Eylül tarihli yazımın¹⁰ dokuz gün sonrasında, yukarıdaki ödül verilince haklı olarak tarafıma şu eksende sorular gelmeye başladı. ‘Faaliyete bile geçirememiş endeksleme sürecine niçin ödül verildi?’ Kafalar karışmış görünüyor.

Halbuki sebebi çok açık.

Çünkü endekse alınacak şirket yok.

Daha ilginç, 10 yıl öncesinde Global Reporting Initiative (GRI) ilkeleri kapsamında ‘sürdürülebilirlik Raporu’ paylaşan halka açık şirketimiz hiç yoktu. 2009 yılından itibaren UNGC-BMKİS Küresel İlkeler Sözleşmesini imzalayarak raporlama taahhüdünde bulununca, sayı artmaya başladı. 2010 yılına gelindiğinde 15, 2012 yılında ise 30 adet şirketimiz rapor yayımlamaya başladı. 2013 yılındaki faaliyetlerini raporlamış şirket sayısı benim tespitime göre 86’dır.

Ancak az evvel değindiğim üzere Londra merkezli bağımsız denetim şirketi olan (Ethical Investment Research Services Limited) EIRIS ile anlaşarak, Sürdürülebilirlik Endeksi’ni hayata geçirmek isteyen Borsa İstanbul, EIRIS tarafından belirlenen kriterlere¹¹ uygun şirket bulamadığı için, BİST Sürdürülebilirlik endeksi adıyla takip edeceğimiz, uluslararası bir ölçütten mahrum durumdayız.

Peki, iş yapma modellerini ve stratejilerini sürdürülebilirlik ilkelerine adanmış Aygaz, Çimsa, Bilim İlaç, Garanti, Eczacıbaşı, TAV, Turkcell, Koç, Sabancı gibi şirket ve holdinglerimiz tarafından ortaya konan cesur fikirler, yapılan büyük yatırımlar ve bunların raporları hatta uluslararası denetim firmalarının

10 http://www.finansgundem.com/dursun-ali-yaz-yazar65/bist-surdurulebilirlik-endeksi_-gong-torenine-hazir-mi-621016y.htm#http://www.finansgundem.com/dursun-ali-yaz-yazar65/bist-surdurulebilirlik-endeksi_-gong-torenine-hazir-mi-621016y.htm

11 <http://borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/surdurulebilirlik-endeksi#http://borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/surdurulebilirlik-endeksi>

'assurance' onayları nerede kaldı? Dünyanın en itibarlı rapor ödülünü¹² alan Akbank kimseye rol model olamadı mı? Sürdürülebilirlik raporları, anılan lider şirketlerimiz bünyesinde standart hale gelmeden 'entegre raporlama'ya ne zaman ve hangi birikimlerle geçilecek?

Sürdürülebilirlik raporu yayımlayan şirketlerimizin, GRI 4 standartlarını ne boyutta hayata geçirebildiği üzerine analizlerimizi yavaş yavaş yayınlayacağız. Ancak bu noktada bir hüküm cümlesi kurmamız gerekiyor. Bir önceki yazımda sözünü ettiğim, sürdürülebilir kapitalizmin hızla değişen felsefesine, sermaye piyasaları vasıtasıyla uyum sağlayamayan devletlerin, dünya ile rekabet etmesi mümkün olmayacaktır. Buna kimsenin kuşkusu olmasın. Eğer varsa, işimiz çok daha zor.

RobecoSAM

Demir leblebi misali ağır soruları bir kenara bırakarak, DJSI veya dünyanın 2.800 şirketini, yine dünyanın en geniş sürdürülebilirlik veri tabanı üzerinden takip eden RobecoSAM¹³ çok mu şanslı, bu soruyu cevaplayalım.

D&S Dow Jones ile birlikte DJSI yapısını kuran RobecoSAM firmasının 2013 yılı faaliyet raporuna¹⁴ bakarsak, geçen yıl indeksten çıkarılan firmalar arasında tanıdık isimler görebiliriz. Örnek olarak, Johnson&Johnson, HSBC Holdings, Caterpillar, Lloyds Banking, Bayer, Lafarge, Procter&Gamble, Goldman Sachs, Morgan Stanley ve daha pek çok şirket listeden çıkarıldığı gibi çok sayıda meşhur firma da dahil edilmiş.

Başka bir ifadeyle, yüzbinlerce personel çalıştıran sanayi şirketleri veya trilyonlarca dolarlık bütçeye sahip yatırım şirketlerinin bile kendisine yer bulamadığı daha açık ifade edersek, layık görülmediği böylesi bir üst lige yükselmenin kolay olmadığı ortadadır.

12 https://enerjigunlugu.net/akbank-surdurulebilirlik-raporlarina-odul-yagdi_4566.html?Pagenum1=91&Pagenum=91&id=4566&yid=#https://enerjigunlugu.net/akbank-surdurulebilirlik-raporlarina-odul-yagdi_4566.html?Pagenum1=91&Pagenum=91&id=4566&yid=%23.VDEG

13 <http://www.robecosam.com/en/about-us/about-robecosam.jsp#http://www.robecosam.com/en/about-us/about-robecosam.jsp>

14 <http://www.sustainability-indices.com/images/review-presentation-2013.pdf#http://www.sustainability-indices.com/images/review-presentation-2013.pdf>

Sonuç

Sürdürülebilirlik endeksi derken; çok özel kriterlere haiz ve çok özel bir sınıflandırmadan söz ediyoruz. Böylesi bir endeksin tesis edilmesini sağlayacak nitelikte şirketlerin varlığı, ülkelerin ekonomik gücüne yani bağımsızlığına işaret eder.

Sürdürülebilirlik endeksi, bilinen endekslerden farklı olarak sadece hisse senedi piyasası veya sektörel performans hakkında fikir vermenin ötesinde bir önem taşır. Sürdürülebilirlik endeksleri, şirketlerden ziyade ülkelerin ekonomik geleceğinin barometresidir.

Şimdi, bir borsa başkanı için sürdürülebilirlik endeksinin açılış gonguna vurmaktan daha büyük ödül olmayacağını fark ettiniz mi!

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK İLKELERİNE DUYARSIZLIK

Dursun Ali Yaz, 03.11.2014, www.finansgundem.com

İş dünyasının, gerek davranışlarımız gerekse alışkanlıklarımız üzerindeki etkisi yadsınmaz. İnsana ve insanlığa hizmet eden bu gezegenin sahip olduğu kabiliyetlerin köreltilmesi hatta yok edilmesinin önüne geçme çabası olan ‘sürdürülebilirlik’ çalışmalarının baş aktörü de şirketlerdir.

Zira, toplumun bir parçası olan iş hayatı, kendini aşan sorumluluklar taşır. Bu gerçeğin farkında olan insanlar; çalışanları için, müşterileri için, tedarikçileri için, kendi ülkesi ve dünya için olumlu ve iyi şeyler yapan şirketlere, ‘itibarlı şirket’ gözüyle bakıyor.

Apple veya Wal-Mart bile, bu anlayışın karşısında duramamıştır. Hazır çorba için yılda 1,2 milyon ton sebze satın alan veya yeryüzünde ekilen toplam domateslerin yüzde 6’sını, siyah çayın yüzde 12’sini direkt toplayan Unilever, sürdürülebilirliğin, kârlılık ile eşdeğer olduğuna inanmasa, milyarlarca dolarını sırf bu ilkeler uygulansın diye harcamazdı.

Bir nevi, ‘Bona diagnosis, bona curatio’¹⁵ düsturunu esas alan bu çabalara iş dünyasının öncülük etmesi, fedakârlıktan öte zorunluluğa dönüşmüştür. Aksi halde, adına ister ‘sürdürülebilirlik’ ister ‘kurumsal sosyal sorumluluk’ densin, amacı kâr etmek olan küresel şirketlerin, para kazanmayı öteleyen böylesi bir inisiyatife ikna olmamaları gerekirdi. Çünkü günümüz dünyası, ‘ölçülebilen değil, ödüllendirilen işleri’ ciddiye alıyor artık.

Nasıl ki; inovasyon, kalite, uygun fiyat, fayda gibi etkenler gelir elde etmeyi kolaylaştıran faktörler ise aynı şekilde ticari faaliyetler esnasında; doğanın, insanın ve toplumun korunmasına ve ilerlemesine yönelik çabalar da satışları ve pazar payını artıran unsurlar arasına girmeyi başardı.

Bunun yanında, ABD başta olmak üzere bazı ülkelerin halka açık şirketlere uyguladığı regülasyonlara ilaveten, küresel şirketlerin tedarikçilerine zorunlu tuttuğu sürdürülebilirlik uygulamaları ve raporlaması, konuyu iş dünyasının

15 Doğru teşhis, doğru tedavi.

gözüne sokmayı başardı. Başka bir ifadeyle sürdürülebilirlik ilkelerine uyum göstermeyen şirketler; kârlılıkla iflas arasında bir tercih yapacaklardı.

Regülasyonlar Artıyor

Sürdürülebilirlik ilkeleri, bugüne kadar ihtiyari yani tavsiye niteliği taşıdığından isteyen katıldığı, istemeyenin geleneksel modeller ile devam ettiği, tercihe dayalı standartlardı. Dünyadaki en büyük 100 ekonomik birimden 51'nin devletler değil, şirketler olması gerçeğinden hareketle, her geçen gün artarak genişleyen regülasyonlar, şirketleri, bu ilkelere daha duyarlı olmaya mecbur bırakmakta ve ajandaların ilk sırasına almaya itmektedir.

Örneğin; Avrupa Parlamentosu Nisan 2014'te yeni bir 'Direktif' yayımlayarak, 'Beş yüz kişiden fazla çalışanı olup 'kamu yararına'16 faaliyet gösteren firmaların; çevresel, sosyal ve personel bağlamında yolsuzluk, rüşvet ve insan hakları gibi hususlara yönelik tutumların raporlanmasını istedi.' 6000'den fazla kuruluşu etkileyeceği öngörülen bu direktifi sahiplenen Avrupa Birliği Konseyi, aynı hükümlerin kanunlaşması adına başladığı çalışmalarını geçen ay tamamladı.

Non-Financial Reporting (NFR)

Böylelikle, Non-Financial Reporting (NFR) adıyla bilinen 'finansal olmayan bilgilerin raporlama' zorunluluğu, AB Resmi Gazetesi'nde yayımlanmasını müteakiben yürürlüğe girecektir. Üye devletlerin, finansal olmayan raporlama direktifini kendi yasalarına entegre edebilmesi için, iki yıllık süre tanınmıştır. Dolayısıyla NFR direktifini de içeren ilk şirket raporlarının 2018 yılında yayınlanması beklenmektedir.

'İnsan Ölümlü, İnsanlık Ölümsüzdür'

İtalya ile Çin arasındaki coğrafyanın en güçlü sanayi devleti olan Türkiye Cumhuriyeti, kıvançla 91 nci yılını kutlarken petrol ve doğalgaz gibi kaynaklardan mahrum bir şekilde yol aldı. Sadece ve sadece müteşebbis ruhuyla, dünyanın 17 inci Avrupa'nın 6 ıncı büyük ekonomisi olan bu

16 Kamu Yararı Kuruluşları; Borsa şirketleri, kredi kuruluşları, sigorta şirketleri ve üye devletler tarafından kamu faiz varlıkları olarak da tanımlanan diğer kuruluşlar.

ülkenin, yukarıda kısaca bahsettiğim müktesebatı tercüme ve kopyalacak olması, yani tüm gelişmelere duyarsız kalması düşündürücüdür.

Kadim ve modern birikime sahip Türkiye ve onun bilim insanları, iş adamları, bürokratları ve aydın kesimi gerek bu topraklardaki gerekse insanlığı yüceltmek ve mutlu kılmak için yan etkileri daha az bir kalkınma modelinin tasarlanması ve hayata geçirilmesi noktasında, sürdürülebilirlik disiplininden gerektiği ölçüde destek almalı mutlaka destek vermelidir.

Modern görünümlü ancak tercüme artığı teknolojik asansörlerde yaşanan facialar, piramitlerin inşaatından daha fazla işçiye mezar olan elma bahçeleri ve maalesef ilkel madenlerde meydana gelen ve hepimizi kahreden çevresel, sosyal ve ekonomik göçükler, aslında 75 milyonu öldürmektir.

Tüm bunların tekrar yaşanmayacağını taahhüt edememek ise, sürdürülebilirlik ilkelerine kör ve duyarsız kalmanın sonucudur.

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ANLAYIŞININ MALİ RAPORLARA YANSIMASI

Dursun Ali Yaz, 20.10.2014, www.finansgundem.com

Bugünün ihtiyaçlarını geleceğin kaynaklarını tüketmeden karşılama yeteneği olan Sürdürülebilirlik kavramının son elli yılda bilimsel çerçevesi, raporlama ve denetim standartları oluşturularak ekonomik kalkınmanın yeni paradigması ve global şirketlerin iş modeli haline geldiğini belirtmiştik.

Sürdürülebilirlik kavramının ekonomik ve toplumsal etkilerine ileride değineceğiz. Dünyanın ortak sorunlarına çözüm üreten bu yepyeni paradigma değişikliğini, A'dan Z'ye dünya ve ülkemiz karşılaştırmalarıyla ele alarak çerçevesi, kökleri, yasal alt yapısı, standartları, işleyişi, amaçları, raporlama ve denetlenmesi gibi hususları tek tek işleyeceğiz.

Ama bugünkü yazımın öznesi, benimde üyesi olmakla övündüğüm muhasebeciler ve muhasebe mesleği özelinde olacaktır. Ülkemizdeki tüm mali tablolardan tutun vergi, hukuk ve sosyal güvenlik uygulamalarına kadar önemli bir fonksiyon icra eden meslektaşlarımı, yeni iş fırsatları ve uzmanlık alanlarından haberdar ederek, farkındalık yaratmak istiyorum.

Türkiye’de Sürdürülebilirlik Uygulamaları

Ülkemizde ilk sürdürülebilirlik raporunu yazan şirketimiz Aygaz olmuştur. Aradan geçen on yıl içinde bu öncü davranışı takip eden şirket sayısı 100’e yaklaştı. Standartlar kendisini 5 nci kez revize ederek GR4 seviyesine çıkarıldı. Hatta bir önceki makalemde değindiğim üzere, bir üst versiyon olarak entegre yani bütünleşik raporlama bile global şirketlerin gündemine girdi.

Başka bir ifadeyle, hatırı sayılır ölçekte ve sayıda şirketimiz finansal bilgilerinin yanında, ekonomik faaliyetlerinin çevresel ve toplumsal etkilerini raporlar hale geldi ve ivme gittikçe yükseliyor.

Peki, resmen muhasebeci belgesi almaya hak kazanmış 100 bin kişilik uzman kitle gelişmelerin neresinde?

Geçen hafta Ankara’da gerçekleştirilen 19.Muhasebe Muhasebe Kongresi’nde yaklaşan tsunamiden bahsedildi mi?

Meslektaşlarımız nezdinde duyarlılık gelişti mi?

10-13 Kasım'da Roma'da gerçekleşecek olan (WCOA2014) 19.Dünya Muhasebeciler Kongresinin anonsunda ne yazıyor?

Yoksa bu işin pastasını da big four mu kapacak?

İstesem bu sayfayı akla hayale gelmeyecek sorularla doldurabilirim. Müsadenizle bir iki cümle eşliğinde çalışmalarımın bahsederek, kitabın sonundan cevap vereyim.

On yıla yakın bir zamandır 'Sürdürülebilirlik' üzerine maddi manevi mesai harcayan yüzlerce röportaja, makaleye ve TKBB ve dünyanın en büyük halka açık şirketi olan ExxonMobil hamiliğinde yayımlanan iki tane kitaba imza atan naçizane bir akademisyen olarak hiçbirimizin gelişmelerden haberi olmadığını ve sonumuzun Bağımsız Denetim işine benzeyeceğinden korkuyorum.

Benzer söylemleri 2005'li yıllarda UFRS ve Bağımsız Denetim alanı için de haykırırken dinleyecek kimseleri bulamamıştım. Ne oldu? Belge almaya hak kazanan binlerce meslektaşımızdan tek bir tanesi bile bu işten delikli tek kuruş kazabildi mi?

Sürdürülebilirlik Raporları Muhasebecilerin Katkısı Olmadan Yazılamaz ve Denetlenemez. Bence bu son soruyu İstanbul SMMM Odasının Başkanı Yahya Arıkan'a yöneltmeliyiz. Zira, mesleğimizdeki her yeni gelişmenin, ilerlemenin, vizyoner adımın arkasında mutlaka İstanbul'u görüyoruz.

Ben de, dün akşam, endişelerimi ve gelişmeleri kendisine aktardım. Bağımsız Denetim belgesini alan hiçbir meslektaşının bu birikimlerini pratik hayata yansıtamadığı gibi para kazanamadıklarını da üzümlere ifade etti.

Muhasebeciler Olmadan Neden Olmaz?

Sürdürülebilirlik raporları bir şirketin tüm faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan; (i) Finansal, (ii) Çevresel ve (iii) Toplumsal sonuçlara (olumlu-olumsuz) üç açıdan bakılmasını sağlayacak şekilde dizayn edilmiştir.

Başka bir deyişle, Finansal derken temel mali tabloları kast ettiğimi tüm meslektaşlarım yakinen bilmekteler. İkinci ve üçüncüsüne gelince her ne kadar literatürde finansal olmayan bilgiler olarak tanımlansa bile (çevresel ve

sosyal etkiler), aslında rakamsal verileri söze ve görsele dönüştürmekten başka bir şey değildir.

Bilindiği üzere her birimin faaliyet sonuçları mutlaka muhasebe departmanlarına aktarılır ve burada tasniflenerek ve raporlanır. Dolayısıyla bir şirketin üretimi, ticareti ve hizmetleriyle ortaya çıkan olumlu veya olumsuz durumlara muhasebeciden daha fazla vakıf olabilen departman veya çalışan olabilir mi?

Yine kapasite raporu, sanayi sicil belgesi, yatırım teşvik belgesi, işletme belgesi, ÇED raporu, istatistik çalışmaları, randıman hesapları, imalat ağaçları gibi bir dizi seti baştan sona hesap planına veya iç veya dış paydalara raporlayan, kurgulayan, açıklayan, bizler değil miyiz?

En önemlisi tamamı İngilizce olan bu metinleri, dilimize çevirmek için muhasebe ve mali tablo sistematığına vakıf insanlar olmadan tercüme edemeyiz.

İşletmelerin ve ortakların kılcal damarlarına kadar hakim olan başka bir meslek grubu var mı?

Genç meslektaşlarımıza Müjde!

Az evvel dediğim gibi Arıkan üstadımıza konuyu aktardım. Söylediklerimin önemini derhal fark etti. İlgi, alakam ve bugüne kadar yaptığım çalışmalar için teşekkür ederek, bu konuda toplantı yapmak istediğini söyledi. Mesleğimize yeni katılan nitelikli, vizyon sahibi, yabancı dil bilen pırıl pırıl genç kardeşlerimiz için 'niş' bir alan olan sürdürülebilirlik raporlaması ve denetimi üzerine eğilmemiz gerektiğini ifade etti.

Çünkü sürdürülebilirlik konusu iş dünyamız için beka sorunudur. Bu anlayışın hayata geçmesi ve yaygınlaşması için yüzbinlerce meslektaşımıza konunun anlatılması ve sürece dahil edilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla muhasebe camiası olarak, Sürdürülebilirlik trenine UFRS ve Bağımsız Denetim konusunda olduğu gibi son vagona binmeye niyetimiz yok.

Kendileriyle bu konuyu etrafıca ele aldıktan sonra, meslektaşlarımızın itibar ve kazanç elde etmesinde yeni bir yol açmaya çalışacağımızdan hiç kuşkunuz olmasın. Çünkü bu sefer gereken zamanda gereken yerde, doğru pozisyonu alacağız.

TÜRK YATIRIMCISINA ÖZEL MALİ ANALİZ TEKNİKLERİ

Dursun Ali Yaz, 14.11.2014, www.finansgundem.com

Sermaye piyasası enstrümanlarını var eden iki tane olgudan söz edebiliriz. Bunlardan ilki 'yasal dayanak', diğeri ise 'mali tablolar'dır. Yasal metinleri şimdilik es geçelim. Mali tablolar ise bikiniye benzer, herşeyi gösterir ama asıl şeyi göstermez. Aynen sermaye piyasalarının kimin kimi yediğini göstermediği gibi. Finans matematiği, istatistikler, rasyolar, parametreler bu yüzden anlaşılmaz gelir. Gerçek manada uzmanı da yoktur zaten. 'Ben varım' diyenlere bakmayın! Başkasının taşıyla başkasının kuşunu vurmak, uzmanlık değil, esnafıktır.

250 yıldan beri, sayısız genel kabul görmüş kural ve ilkeler icat edilerek, bir şirketin mali durumu veya mali gelişmelerin yorumlanabileceği algısı yaratıldı. Ancak herşeyi gösteren fakat asıl şeyi göstermeyen bir mali tablo demetinden mantıklı çıkarsama yapılmaya çalışıldı.

Mali analiz süreci, gerek dili gerekse ortaya koyduğu teknikler itibariyle, karmaşık ve anlaşılmaz olmasına karşın, kullanılan formüller ve baz alınan marjlar oldukça esnektir. Bu durum, n profesyonellerin bile sürekli yanılmasına, aynı zamanda kısa sürede ikna edilmesine yol açar ve bu sarmal hiç bitmez. Çünkü sistem, işe yarayacak gerçek bilginin gizlenmesi üzerine kurulmuştur.

Bizlere düşen misyon; gerek sanayi devrimi artığı bu sarmaldan kurtulmak, gerekse sayıları, rasyoları, oranları, analizleri sevmeyen yatırımcılar için yeni bir dil keşfetmektir. Nihayetinde, herkes mali analiz teknikleri üzerinden ilerleyerek, yatırım yapacak diye bir kural yok.

Hal böyleyken, hisse senedi yatırımcısına ve sermaye piyasası ilgililerine hiçbir mali analiz kitabında yer almayan yani literatüre geçmemiş 'basit' ancak 'etkili' değerlendirme ölçütleri sunulması gerekiyor.

Çeyrek yüzyıllık tecrübelerimizi damıtarak ortaya koyduğumuz aşağıdaki 12 madde, işte bu çabanın bir ürünüdür.

Borsa Yatırımcısına Özel Yepyeni Mali Analiz Teknikleri

Tüm mali ve mali olmayan ekonomik faaliyetler bütçeye dayanır. Haliyle mali analiz çalışması da, bütçeyle başlar. Bütçesi olmayan veya bütçesi olmasına karşın, dönem sonundaki sapmaları genel kurullarda tartışılmayan mali raporlar, gerçek yatırımcılar için ‘çöp’ niteliğindedir.

Kafasından bütçe yapan şirketler ise küçük yatırımcıyı aklına bile getirmez!

Piyasa enstrümanlarının oksijeni, güvendir. Hakim ortaklar ve yöneticiler hakkında olumsuz iddialar uçuşan, mahkemelerle uğraşan şirketlerden uzak durun.

Cebinize ‘iddia’ bulaşmasın!

Sürdürülebilirlik Raporları gibi gönüllü paylaşımlar yapmayan şirketler; kurumsal iletişim, itibar tesisi, insana yatırım, bilgi akış kalitesi, hesap verebilirlik vs benzeri entelektüel sermaye alanına giren konularla ilgilenmiyor demektir.

Sizin neden ilgileneceksiniz!

Bunun yanında, bu tür raporları düzenli periyodlarla yayınlamayan şirketlerin kurumsal hafızası karışık demektir. Düzenli raporlama ilkesi, kurumsal yönetim anlayışının temel esasları arasında yer alır.

Muhatap olmayın! Sizin de kafanız karışabilir!

Az veya çok, kâr dağıtmayan şirketlerden bir şey istemeyin.

Akıllı insan, doymayacağı yerde açım demez!

Yönetim kurulu üyelerinin, yarıdan fazlasının ‘bağımsız’ olmasına dikkat edin. Türkiye’deki şirketlerin yüzde 34’ünde bağımsız yönetim kurulu üyesi var. Oysa ABD’de şirketlerin yüzde 84’ünde, İngiltere’de yüzde 60’ında, Almanya’da yüzde 43’ünde, Fransa’da yüzde 62’sinde ve İtalya’da ise yüzde 50’sinde bağımsız yönetim kurulu üyesi var. *Yani bu alandaki kültürel farkındalığımız zayıf. Siz güçlü olanı tercih edin.*

Çünkü, paydaşların hakkını bağımsız şekilde savunabilecek başka kimse yok! Yönetim kurulu başkanı, icra kurulu başkanı ve genel müdürlük pozisyonlarını

aynı kişiye vermiş şirketlerin kurumsal olması bir tarafa, ‘şirket’ olduğuna ilişkin resmi belge getirirse inanmayın.

SPK’ya ulaşan şikayetlerin çoğu, beyan ve taahhütler başlığı altında toplanır. Tüm yetkileri bir kişide toplayan bir mekanizma, sermaye piyasası yönergeleri ışığında yetki ve sorumluluk dağılımına sahip olmadığından, bu şirketin yeri sermaye piyasası değil, semt pazarıdır.

Size ortak olacağımız şirket lazım, asker olacağımız derebeylik değil!

Yönetim kurulunda imtiyazlı hisse veya ağırlıklı oy hakkı sahibi varsa, ilk genel kurula katılarak kurumsal yönetimin yapı taşları olan ‘Hesap verebilirlik ve Eşitlik’ ilkeleri açısından değerlendirme isteyin.

Fırça yemeden çıkarsanız hissesini alın. Hisse almayı başardıysanız öpüp başınıza koymayın, hemen satın!

SPK tarafından yayımlanması zorunlu olan ‘Kurumsal Yönetim Uyum Raporu’ndaki ‘Mali Haklar’ bölümünü iyi inceleyin. Yönetim kurulu üyelerine, yöneticilere sağlanan her türlü hak, menfaat ve ücret ile bunların belirlenmesinde kullanılan kriterler size uygun geldiyse sorun yok, gelmediyse ne yapacağınızı biliyorsunuz.

Hakkımı bilmeyenin hakkı yoktur!

Vergi aflarından, stok affından, kasa affından velhasılı bilumum aftan faydalanan şirketler, sermaye piyasaları tarafından onurlandırılmayı hak etmiyor.

Bırakın devlet affetsin. Size ne oluyor!

Yangın, su basması, göçük, ölümle sonuçlanan iş kazaları, ihalelerden men cezası gibi taksirli felaketleri düzenli olarak yaşayan kurum ve kuruluşların sakıncalı olduğunu söylememe gerek var mı?

‘Handım, yandım, piştim’ diyenlere aldırmayın. Söylemesi kolay, yaşaması zordur!

Dört dörtlük organizasyon sahtedir. *Sürekli olumlu haber açıklayan, ancak olumsuz haberleri duyurmeyen şirketlere şüpheyle yaklaşın.*

Hatta haber vermeden uzaklaşın!

DARPHANEDE BASILAN ALTIN HİSSELER

Şirket hisselerini “adi hisse-common stock” ve “imtiyazlı hisse-preference shares” olarak iki grupta kategorize edebiliriz. Adi hisse senetleri, bilinen standart hisse senetleri olup eşit ortaklık ve mülkiyet ifade eden hukuken kıymetli evraktır.

“Altın hisse” tabiri; adi senedin sahip olduğu tüm yasal hakları bünyesinde taşımakla birlikte, şirket yönetiminde önemli derecede etkin, oy ve söz hakkı bahşeden, ancak sembolik orandaki imtiyazlı hisse paylarını ifade etmek için kullanılan bir kavramdır. Dolayısıyla altın hisse, çok düşük miktardaki paylarına karşılık, stratejik değer ve öneme haiz olan hisse senedini ifade etmek için kullanılır. Altın hisselerin görünümünde veya içeriğinde görsel olarak bir farklılık bulunmadığından diğer hisse senetleri gibi herhangi bir matbaada bastırılıp, pay defterine kayıt edilerek sahip olunabilir.

İster “adi hisse”, ister “imtiyazlı hisse” olsun; kıymetli evrak (negotiable paper) mahiyetindedir. Yani hisse senedine bağlı hak onsuz devredilemez. Hisse senedi devredildiğinde, temsil ettiği bütün haklar da devredilmiş olur. Hisse senedi tedavül kabiliyetine haiz bir belgedir. Yani alınıp satılabilir.

Bir şirketin kurucuları, ileride şirketin halka açılmasını veya sermaye artırımını yoluyla yeni ortakların katılmasını düşünüyorlarsa, kuruluşta emeği geçenlerle sonradan katılanların aynı haklara sahip olmaması için, genellikle kuruluş sermayesini temsil eden hisse senetlerine ana sözleşme ile bazı imtiyazlar tanırlar. Veya, kuruluşta imtiyazlı ve adi olmak üzere iki türlü hisse senedi ihraç ederler. Bu imtiyazlar çoğunlukla kâra iştirak ve oy hakkı ile ilgili olur. Anasözleşme ile, ilk sermayeyi temsil eden A grubu hisseler veya imtiyazlı hisseler (preference shares) kârdan belli oranda özel temettü dağıtımını öngörülür. Hatta, genellikle bu hisseler adi hisselerle birlikte genel kâr dağıtımına iştirak ettikleri gibi, ayrıca bunlara özel menfaatler de tanımlanabilir.

Örneğin, Kartonsan A grubu ve Kepez Elektrik A-D grubu senetleri bu mahiyettedir. Keza, kurucu ortaklar, ana sözleşmeye konulan madde ile ilk sermayeyi temsil eden hisselerin veya imtiyazlı hisselerin genel kurulda adi

hisselerden belli oranda fazla oy hakkına sahip olmasını da öngörebilir. Böylece, yeni ortakların katılmasıyla şirket yönetimindeki etkinliklerini kaybetmemek isterler. Örneğin, Koç Yatırım A grubu hisseleri bu niteliktedir (management stock). Hatta bu gibi hisselerle anasözleşme ile mutlak karar oyu ya da veto hakkı tanınabilir.

Bu hisselerle “altın hisse” (golden share) denilmektedir. Altın hisselerin Türkiye’deki ilk uygulaması 1988’de halka açılan Teletaş’ta yapılmıştır¹⁷.

Hisse senetlerine tanınan öncelik hakkı, senetlerin sahiplerine çoğu zaman şirket kârından belli oranda kâr payı almakta öncelik hakkı verilmesi şeklinde belirmekte, bazen de kârdan diğer hisse senetlerine nazaran daha yüksek oranda bir kâr payı verilmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Öncelik hakkı veya imtiyazın tasfiye paylarına kadar uzananları da mevcuttur¹⁸.

Gerçekte binde bir oranındaki şirket hissesi ile şirketin yüzde 51 ortağı gibi davranabilme lüksü veren imtiyazlı hisse senedi düzenlenmesine mevzuatımız olanak tanımaktadır.

İmtiyazlı hisseler bastırılabilmesi için şirket anasözleşmesinde gerekli düzenlemenin yer alması gerekmektedir. Halen yürürlükte olan Türk Ticaret Kanunu, imtiyazlı (ayrıcılık) hisse senedi sahiplerine; Pay sahipliğinde, kâr payı dağıtımında, genel kurulda oy kullanılmasında, tasfiye kârının dağıtılmasında veya yönetimde veto hakkı gibi geniş yetkilere sahip olma avantajı sağlar.

Anasözleşme hazırlanırken başlangıçta veya ana sözleşmede değişiklik yapmak suretiyle daha sonra, bir takım hisselerle imtiyaz sağlanırken, diğer hisse senedi sahiplerinin kazanılmış haklarını ihlâl etmemek için, bütün hisselerle tanınmış, eşit hakların özüne dokunmamak, o hakları ortadan kaldırmadan diğer hisselerle imtiyaz sağlamak gerekir. Hisselerin oy hakkını, kâr payı alma hakkını, aday gösterme hakkını veya seçme hakkını tamamen ortadan

17 Muharrem KARSLI, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 2.Baskı, İstanbul 1989, s. 328-343.

18 E. Hesap Uzmanı. Rüştü EĞİLMEZ, **Şirketlerde Kâr Dağıtımı Yedek Akçeler ve Vergileme**, Temel Yayınları, 3.Baskı, İstanbul 1985, s. 150.

kaldırarak şekilde imtiyaz verilemez¹⁹.

Altın Hisse sahiplerine mevzuatımızın izin verdiği hak ve avantajlar şunlardır;

Paylara imtiyaz tanınması

Türkiye’de hisse senetlerinin tasarrufçular için üzerinde durulabilecek bir yatırım seçeneği haline gelmesini 1981’de kabul edilen ve çoğu hükümleri 1982 Şubat’ında yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu sağladı.

Bu yasadan önce Ticaret Kanunu anonim şirketlerde tüm hakları çoğunluğa sahip olan paydaşa tanımış, azınlıktakine hiçbir şey vermemiştir²⁰.

İmtiyazlı hisse senetleri şahsa değil paya göre çıkarılırlar. Dolayısıyla tanınan istisna şahsa değil payadır²¹.

Türk Ticaret Yasası’nın 401.maddesi ile getirilen hükümlere göre, anasözleşme ile bazı nev’i hisse senetlerine kâr payı veya tasfiye halindeki şirket mevcudunun dağıtılması ve sair hususlarda imtiyaz hakkı tanınabilir.

Hisse senetlerine imtiyaz tanınabilmesi için bunların nama veya hamiline yazılı olup olmasının veya bu payların senede bağlanıp bağlanmamış olmasının önemi bulunmamaktadır.

Pay senetlerine imtiyaz tanınabilmesi ancak anasözleşmede gösterilecek şartlar dahilinde olabilmektedir. Ayrıca pay senetlerine tanınacak çeşitli haklar, şirketin kuruluşu sırasında anasözleşmeye yazılabileceği gibi sonradan yapılacak değişikliklerle de anasözleşmeye konulabilir.

Oyda imtiyaz

Türk Ticaret Yasası’nın 373.maddesinde; “Her hisse senedi en az bir rey hakkı verir. Bu esasa aykırı olmamak şartıyla hisse senetlerinin maliklerine vereceği

19 Metin BOSTANCIOĞLU, **Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Hisse Senetleri ve İmtiyazların Korunması**, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu-V, Bildirimler-Tartışmalar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No: 217, Ankara, 25-26 Mart 1988, s. 8.

20 Prof.Dr. Kenan BULUTOĞLU, **Para ve İnsan**, Altın Kitaplar Yayınevi, Mayıs 1984, s. 187.

21 Ünal TEKİNALP, İmtiyazlı Paylara İlişkin Bazı Sorunlar, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu-XIII, Bildiriler-Tartışmalar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No: 307, Ankara, 5-6 Nisan 1996, s. 7.

rey hakkının sayısı esas mukavele ile tayin olunur” hükmü bulunmaktadır. Bir kısım hisse senetlerinin imtiyazlı oy hakkına sahip olmaları iki şekilde ortaya çıkmaktadır.

a.) Şirket anasözleşmesinde bazı tür hisse senetlerine açıkça oy imtiyazı tanınmamakla beraber “her hisse senedi en az bir oy hakkı verir” temel kaidesine aykırı olmamak şartıyla birden çok oya sahip olan hisse senetlerinin oy sayısı anasözleşmeye konacak hükümler ile azaltılabilir. Örneğin; anasözleşmeye “Hiç bir hissedar 10’dan fazla oy kullanamaz” şeklinde bir hüküm konulduğu takdirde oy sayısı 10’dan fazla olan pay sahiplerinin kullanabilecekleri oy sayısı azaltılmış olur. Nominal değerleri değişik hisse senetlerinin her birine sabit oy hakkı tanınmasının, nominal değeri düşük olan hisse senetleri lehine oy imtiyazı yaratacağı şüphesizdir.

b.) Anasözleşme ile bir kısım hisse senetlerine fazla oy hakkı tanınabilir. Örneğin; çıkartılmış olan A grubu hisse senetlerinin nominal değerlerinin çıkartılan diğer grup hisse senetleri ile aynı olmamasına karşın bunlara 5 oy hakkı tanınabilir. Bu durumda aynı nominal değere sahip hisse senetlerinin bir kısmına oy imtiyazı getirilmiş bulunmaktadır. Ancak anasözleşmenin düzenlenmesi sırasında değişik gruplarda hisse senedi çıkartılmasının bir gayesi de bu gruplara değişik imtiyazlar verilmesi istendiğinden gelmektedir.

Kâr Payı Dağıtımında İmtiyaz

Kâr payının dağıtılması konusunda pay sahiplerine çeşitli imtiyazlar verilme olanağı bulunmaktadır. Hisse senetlerinin çeşitli gruplar halinde çıkartılması ile bu gruplara kâr payı dağıtımında değişik imtiyazlar verilebilir.

Örneğin;

- Kârın bir kısmının imtiyazlı paylara dağıtılmasından sonra diğer pay sahiplerine kâr dağıtılması.
- İmtiyazlı pay sahiplerine sabit kâr payı verilmesi öngörülebilir.
- İmtiyazlı pay sahiplerine belli bir kâr garantisi verilebilir.
- İmtiyazlı pay sahiplerine kâr edilmese bile ihtiyatlardan da olsa kâr dağıtımı öngörülebilir, gibi.

Tasfiye kârının dağıtılmasında imtiyaz

Anasözleşmeye şirketin tasfiyesi halinde oluşacak kârın dağıtımında bazı pay sahiplerine imtiyaz tanınması ile ilgili hüküm konulabilir. Bu durumda tasfiye kârından bu imtiyazlı pay sahipleri diğer pay sahiplerinden daha imtiyazlı konuma gelmiş olurlar.

Örneğin;

- Tasfiye kârının % 50'si imtiyazlı pay sahiplerine dağıtılabilir.
- Tasfiye kârından imtiyazlı pay sahipleri her pay için 5 kat kâr payı alabilirler, gibi.

Yönetimde imtiyaz

Türk Ticaret Yasası'nın imtiyazlı hisse senetlerinin konu edildiği 401. maddesinde herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır. Bunun aksine maddedeki "sair hususlarda imtiyaz hakları tanınabilir" açıklaması ile istenilen konuda anasözleşmeye imtiyaz ile ilgili maddelerin konulabileceğine açıklık getirilmiştir.

İmtiyaz alanında uygulamada en çok rastlanan konu, şirketin yönetimi ile ilgili hükümlerdir. Bu şekilde hisse senetlerinin bir kısmına yönetimde etkinlik yaratacak imtiyazlar verilebilir.

Örneğin;

A ve B grubu ayrılan hisse senetlerinden, A grubu hisse senedi sahiplerinin, yönetim kurulunda çoğunlukta olmaları sağlanabilir, bu hisse senedi sahiplerinden birisinin yönetim kurulu başkanı olması öngörülebilir veya yönetimde imza yetkisi verilebilir²².

Altın hisse uygulamasına yaşayan örnekler;

Mesela, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal Pazarında işlem gören, Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin hisse senetleri 3 farklı tertipte basılmıştır. Bunlar, "A Grubu", "B Grubu", "C Grubu" hisse senetleri olarak her bir tertip senet farklı bir imtiyazı işaret etmektedir. Bakalım, İş Bankası A, B veya C tertip hisse sahibi olmanın diğerinden ne gibi avantajları bulunmaktadır.

22 YMM. Ruknettin KUMKALE, **Anonim Şirketler**, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2003, s. 292-295.

İmtiyazlı paylara ilişkin bilgiler

i) Her biri, 1 kuruş nominal değerde olan A Grubu paylar; olağanüstü yedek akçelerden veya yasalara göre yapılacak değerlendirmelerden oluşacak kaynaklardan verilecek bedelsiz pay alımında 20 kat pay alımı (Ana Sözleşme Md.18), rüçhan hakkı kullanımında 20 kat hak kullanımı (Ana Sözleşme Md.19), oy hakkında ise 20 oy (Ana Sözleşme Md.49), imtiyazlarına sahip durumdadır.

ii) Her biri 1 kuruş nominal değerde B Grubu paylar ise, daha düşük nominal değere sahip olmalarına rağmen, yukarıda sıralanan hususlarda her biri 4 kuruş nominal değerde C Grubu paylar ile aynı haklara sahiptir.

Ayrıca, ana sözleşme'nin 58. maddesi çerçevesinde, her biri 1 kuruş nominal değerde A ve B Grubu payların kâr dağıtımında da imtiyazları bulunmaktadır²³. Yukarıdaki fiili durum çerçevesinde, İş Bankası A Tertip hisse senedi sahipleri, diğerlerinden 20 kat daha fazla bedelsiz hisse senedi alma ve rüçhan hakkı kullanma hakkına sahiptirler.

Ayrıca, genel kuruldaki oy kullanımında ise B ve C tertip senetler bir adet oy hakkına sahipken A tertip hisse sahipleri bir hisseye karşılık 20 adet oy hakkına sahip durumdadırlar.

Yukarıda izah etmeye çalıştığımız "altın hisse" uygulamasına, İş Bankası A tertip hissesi üzerindeki ayrıcalıklı hakları örnek gösterebiliriz.

İmtiyazlı Senet (Preferred Stock)

İmtiyazlı senetler, adi hisse senedi ile tahvil karışımı özellik taşıyan bir hisse senedi türüdür. Hisse senedir, çünkü adi hisse senetlerinin taşıdığı ortaklık hakkı (örneğin, oy hakkı) yanında adi hisse senetlerden farklı ve öncelikli olarak temettü hakkı vardır. Bu ikinci özelliği de tahvillere benzer. Şöyle ki, imtiyazlı senetler temettüden öncelikli ve sabit bir tutarda yararlanır. İmtiyazlı senetlerin temettü ödemeleri yapıldıktan sonra, ancak arta kalan dağıtılabilir kâr üzerinden, adi hisse senetleri için bir temettü ödemesi yapılabilir.

Türkiye'de halihazırdaki mevzuatlar uyarınca imtiyazlı senet olarak

23 http://www.isbank.com.tr/content/TR/Yatirimci_Iliskileri/Paylara_Iliskin_Bilgi/Hisse_Senetleri_Kisaltmaları-785-247.aspx

adlandırılan tür senetler şirketler tarafından ihraç edilememektedirler. Bu tür bir enstrümandan yararlanamayan Türk şirketleri, normal adi senetlerin yanında değişik özellikler taşıyan ve imtiyazlı senetlere kısmen benzetmeye çalıştıkları farklı grup adi senetler oluşturmaya çalışmaktadırlar. İMKB'ye kote birçok şirket bu tür farklı grup senetlere sahip olmalarına rağmen (bu farklı gruplar genellikle halka arz edilmedikleri dolayısı ile İMKB'ye kote olmadıklarından pek tanınmamıştır, örneğin, Anadolu Gıda) en bilinenleri İş Bankası, Adana Çimento ve Kardemir'dir.

Örnek olarak Adana Çimento'yu ele alacak olursak, bu şirketin üç farklı grup senedi bulunmaktadır; A, B ve C olarak adlandırılan bu senet sahipleri farklı tutarlarda temettü geliri elde etmektedirler; A grubu senet sahipleri dağıtılacak toplam temettünün % 54'üne hak kazanırlarken, B grubu % 36' sına ve C grubuda % 10' una hak kazanmaktadırlar.

Adi Senet (Common Stock)

Adi senet türü İMKB'de karşımıza çıkan ve genelde bilinen senet türüdür. Yalın bir tür olmasına rağmen kanunlarımızın verdiği bazı olanaklar sayesinde bu tür senetlerimiz kendi içinde değişik özelliklere sahip gruplara bölünebiliyorlar. Bu şekilde bir gruplandırma, imtiyazlı senetten farklı bir şekilde olmaktadır.

Herhangi bir öncelik veya sabit temettü ödeme şekline çok, temettü dağıtım oranında farklılık ve/veya oy hakkındaki farklılık şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye'de nominal değer (par value) olarak değişiklikler olmasına rağmen, İMKB getirmiş olduğu standartlarda nominal değeri 1,00.- TL. olarak kabul ediyor ve farklı olanları bölme/çarpma işlemleri yoluyla 1,00.- TL.' lik nominal değere indirgemektedir. Örneğin, 5,00.- TL. nominal değere sahip bir senedi bu yolla beş adet 1,00.- TL. nominal değere sahip senet olarak kabul edilmektedir.

Örnek 1: Yatırımcılar tarafından en çok bilinen örnekler; İş Bankası ve Adana Çimento örnekleridir. Bilindiği gibi İş Bankası' nda dört değişik grup hisse senedi (Kurucu, A, B ve C) olmakla birlikte Adana Çimento'da üç değişik

grup senet (A, B ve C) vardır. Bunların ödenmiş sermayede bir payları vardır ve toplamları da şirketin toplam sermayesini vermektedir. Bu senetlerin farklı oy oranları (her gruptaki senedin 1 oydan farklı oy hakkı olabilir) ve/veya dağıtılacak temettüden alacakları pay farklıdır.

Örnek 2: XXX isimli bir şirketin toplam 500 milyon TL'lik sermayesi ve üç değişik grup (A, B ve C) hisse senedi olsun. Dönem sonunda 300 milyon TL. kâr ettiğini ve tüm miktarı temettü olarak ortaklarına dağıttığını düşünelim. Acaba hisse başına temettü geliri ne kadar olacaktır. (1 Hisse = 1.0 TL'lik sermaye tutarı olduğunu unutmayalım)

HİSSE GRUBU	HİSSE ADEDİ (*1.0)	TEMETTÜDEN ALDIKLARI	NET TEMETTÜ ÖDEMESİ (*1.0 TL)	HİSSE BAŞINA TEMETTÜ
A GRUBU	100.000.000	% 40	120.000.000 TL	1.2 TL
B GRUBU	200.000.000	% 40	120.000.000 TL	0.60 TL
C GRUBU	200.000.000	% 20	60.000.000 TL	0.30 TL
TOPLAM	500.000.000	% 100	300.000.000 TL	

Görüldüğü gibi, 300 milyon TL. kâr eden ve kârının tamamını dağıtan XXX şirketinin haiz olduğu farklı hisse grubu sahipleri farklı miktarlarda temettü geliri elde ediyorlar ve dolayısıyla her grup senetlerin piyasa fiyatları farklı olacaktır.

Örnek 3: YYY isimli bir şirketin toplam 500 milyon TL.'lik sermayesi ve üç değişik grup (A, B ve C) hisse senedi olsun. Bu değişik grupların değişik oy hakları olduğunu düşünelim. Acaba grupların yönetim de söz hakları ne kadardır.

NOT:	***Grup Hisse Oranı =	Gruptaki Hisse Adedi/ Toplam Hisse Adedi
	***Grup Oy Hakkı =	Gruptaki Hisse Adedi * Oy Hakkı
	***Grup Oy Oranı =	Grup Oy Hakkı/ Top. Oy Hakkı

HİSSE GRUBU	HİSSE ADEDİ	GRUP HİSSE ORANI	OY HAKKI	GRUP OY HAKKI	GRUP OY ORANI
A GRUBU	100.000.000	% 20	10 OY	1.000.000.000	% 55.50
B GRUBU	100.000.000	% 20	5 OY	500.000.000	% 27.80
C GRUBU	300.000.000	% 60	1 OY	300.000.000	% 16.70
TOPLAM	500.000.000	% 100		1.800.000.000	% 100.00

Yukarıda da görüldüğü gibi A Grubu senetleri sermayeden % 20 pay aldıkları halde, şirket yönetimi seçiminde % 55,5 gibi çoğunluğu teşkil eden bir oy hakları var. Bir yatırımcı, yatırım yapmadan önce bu durumu göz önünde bulunduracaktır ve senedi buna göre değerlendirecektir²⁴.

24 Dursun Ali YAZ, **Vergide Doğru Bilinen Yanlıklar**, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, 2.Baskı, İstanbul, 2011, s. 334 vd.

KAYNAKÇA

Dursun Ali YAZ, Vergide Doğru Bilinen Yanlıklar, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, 2.Baskı, İstanbul, 2011.

Kenan BULUTOĞLU, Para ve İnsan, Altın Kitaplar Yayınevi, Mayıs 1984.

Metin BOSTANCIOĞLU, Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Hisse Senetleri ve İmtiyazların Korunması, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu-V, Bildirimler- Tartışmalar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No: 217, Ankara, 25-26 Mart 1988.

Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, 2.Baskı, İstanbul 1989.

Ruknettin KUMKALE, Anonim Şirketler, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2003.

Rüştü EĞİLMEZ, Şirketlerde Kâr Dağıtımı Yedek Akçeler ve Vergileme, Temel Yayınları, 3.Baskı, İstanbul 1985.

Ünal TEKİNALP, İmtiyazlı Paylara İlişkin Bazı Sorunlar, Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu-XIII, Bildiriler-Tartışmalar, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No: 307, Ankara, 5-6 Nisan 1996.