

Siyasi İstikrar İndeksi (Sİİ)

Referans No: 130687

Ortak Satışı Yoluyla Emisyon, İstismar, Tedbir

Zemin

Para ya da para benzeri kıymet taşıyan menkullerin doğuş ve gelişimi sivil toplumcu zemindedir. Modern devlet, para ve para benzeri kıymet taşıyan menkullerin üretimini sivil toplumdaki kendisine transfer etmiştir. Devlet, para ve benzer kıymetlerin üretimini tekelleştirip ya bizzat üstlenmiş ya da piyasaya büyük ölçüde saygılı bağımsız kurumlar şemsiyesi altına almıştır.

Modern devlet para üretimini tekelleştirmiş, tamamen/kısmen uhdesine almış ancak bunu büyük ölçüde sürdürmemiştir. Piyasa ve bankacılık sistemi, ödeme ve kredi sistemleri üstünden, emisyon yetkisinin yegâne oluşunu delik deşik etmiştir. Para basma/emisyon yetkisinin piyasaya geçiş son örneği dijital finansal mekaniklerle kripto paralar olup çerçeve dışı bırakılacaktır.

Emisyon ya da genel olarak para benzeri kıymet taşıyan menkullerin üretim tekelinin devlete ait oluşunun istismarı, zamanla, devlet-piyasa ve devlet-bankacılık etkileşimiyle; denetimli, makul ve işlevsel denebilecek işleyişe dönüştürülmüştür. Hatta yer yer şeffaflaştırılmıştır. Emisyon yetkisinin piyasa ve bankacılıkla paylaşımı, konsolide edildiklerinde, küresel açıklık ve denetim dahil anonimleştirilmiş süreçlerdir denebilir.

Tasarruflarla yatırımların denkleştirilmesi, temel olarak, sermaye piyasa işlevidir. Oysa ne tasarruf basit parasal parametrelere indirgenebilir ne de yatırımlar. Belki bu kısırlık, bahse dair odaklanmayı çift mercekle kılmış, fon arz ve talebinin denkleştirme mekaniklerinde çatallaşmaya yol açmıştır. Fon arz ve talebi bazı ekonomik/finansal sistemlerde sermaye piyasası ağırlıklı (*market oriented*)



yürütülürken bazısında işleyiş banka (*banking oriented*) ağırlıklıdır. ABD/İngiltere ilkinde Almanya ikincisine klâsik örneklerdir.

Bankaların tasarruf-yatırım denkleştirmesinde işleyiş asimetrik bilgiye dayalı görünse de nihaî inisiyatif daima bankacı uhdesindedir. Bu yüzden, *banking oriented* finansal sistemlerde piyasa değerleri belli-üst limitte sınırlanmış gibidir. Sermaye piyasa aracılığının tasarruf-yatırım denkleştirmesindeyse asimetrik bilgi daha sınırlı, nihai inisiyatif büyük ölçüde, halka açılan şirket uhdesinde kalır. Bu yüzden, *market oriented* finansal sistemlerde halka açılan/açılacak şirketler kaynaklı riskler yükseldiğinden, (muhtemeller dahil) şirket ortak riskleri sıkıca elimine edilir.

Türlü, kademeli ve pekiştirilmiş eliminasyonlar, daha en baştan, halka açılma evresinde çok daha sıkı tutulur. Bu sıkılaştırmada fiyat -daha öncemlisi- "**fiyatlama**", sistemin belkemiğidir. Halka açılmada fiyatlama ayrıca, daima, değer oluşum sürecinin, sermayenin tabana yayılımını, halka açılmayla oluşan (çoğu muazzam) değer şirket ortaklarına, varsa kurumsal yatırımcılara transferini hedefler ve öncelikler. Belki bu yüzden *market oriented* şirket piyasa değerleri çoğu ülke millî gelirinden yüksektir.

Bu yolla, halka açılan şirketlerin değer üretimi anonimleştirilmiş, özünde kamuya transfer edilmiş olur. *Market oriented* ülke ekonomik/finansal dışı açıklığı ve parasının değerliliği yüksek ve eşleşme stabilse, değer üretimindeki anonimleşme küresel tasarrufçularca da paylaşılabilir hale gelir. Ki üreteceği ekonomik/finansal sinerjinin ve çekeceği muazzam düşük maliyetli sınırsız denebilecek kaynağın ederi ortadadır.

Zeminden Temel Kopma

Banka-kredi yoluyla emisyon devlet müdahalesi ve devletin banka-kredi yoluyla emisyon sürecinin içinde ve üstünde oluşu kesindir. Konsolide edildiğinde anonimleşme hatta kendiliğindenlik had safhadadır. Oysa halka arzlarda şirket sermaye artırımlarının yol açtığı sınırlı tahribat bir yana ortak satışında tekilleşme /



yoğunlaşma, devlete ait emisyon yetkisinin sağlam denebilecek tek bir objektivite boyutu bulunmadan tam-asimetrik kılınması söz konusudur.

Bu yüzden, halka arzda yanlış/absürt fiyatlamayla eşleşmiş emisyon yetki istismarı, kitlevileştiğinde, tekil-ortağın, **özünde anonim değer haline gelmiş geniş kitlelerin tasarruflarını**, geri dönüşsüz ve çoğu yerde mesnetsiz **soğurmasıdır**.

Halka arzlarda fiyatlamamanın objektivitesi ve denetimi, değer üretiminin halka arz sonrasına bırakılmışlığı ve anonimleşmeye sadık kalınması, sermayenin tabana yayılımında olduğu gibi işlevselleşmiş sermaye piyasasının da anahtar konusu. Halka arzlarda sermaye piyasa otoritesinin, velev ki sürekli/kararlı şekilde yüksek fiyatlama ve değer üretimini önceden tüketme, geniş kitlelerin değer üretimine/ erişimine uzun müddet uzak tutulma baskısı yüksekse, **vergileme tedbiri** devreye alınmalıdır.

Bu (vergilemeyle) yolla, hem fiyatlama bozuklukları ve anonimleşmeyi ötelemeler, değer üretimini peşinen hisse senedi satışı yapan ortak uhdesinde tutma eğilimleri, bu eğilimlerin derecesine göre sertleştirme ayrı, men edilebilir en azından sınırlanabilir. Bu yolla ayrıca, halka arzların öncelikle ve belli kuluçkalama dönemi şeklinde yatırım fonlarıyla portföy yönetim şirketlerine yönlendirilmeleri daha mümkün kılınabilir.

Açık ifadeyle, bozuk/yüksek fiyatlamadan uzak duran, zamanında kurumsal yatırımcılara (çok sert denetim esasen bu evrede zaten üretilmiş, piyasaya de-santralize edilmiş olmaktadır) hisse satmış ortakların halk arzları vergisiz ya da çok düşük vergilemeyle yürütülebilecektir. Ek olarak vergileme, halka arzlardan hemen ya da birkaç yıl önce yüksek bedelli sermaye artırımlarıyla yol açılan emisyon ya da genel olarak para benzeri kıymet taşıyan menkullerin üretim tekelinin devlete ait oluşunun istismarı, sınırlanabilir hatta men edilebilir.



Kopma Onarımı

Şirket ortaklarının isse satışlarında mevcut vergileme düzeni nettir. Yok denebilir. Elde tutma sürelerine göre istisna, kaide halini almıştır. Elde tutma süreleriyle henüz yapılmış bedelli sermaye artırımlarında ortak satış bileşimli halka arzlarda vergileme tedbiri sertleştirilmelidir. Aksiyle, elde tutma süreleri uzun, bedelli artışlardan imtina edilerek yürütülen halka arzlarda tedbir yumuşatılmalıdır. Keza aynı/yakın/eklemlili grup şirket ortak satışlarında tedbir, sertleştirilmelidir.

Ülkemizde, yukarıda işaret edilenlere ek olarak, sermaye piyasası aracılık işlevleri ağır aksaktır. Fahiş fiyatlama-ortak satış bileşimli halka arzlarda kısıtlanan kurumsal yatırımcılarla yabancı girişleri, **bakiye yüklenim şartı bulunmaksızın halka arz aracılıklarına verilen izinler**, değer üretimini spekülatif kılıcı, sermayenin tabana yayılımını men edicidir. Kurumsal ve yabancı yatırımcı girişini makul (değer üretimini halka arz sonrasına erteleyen ve bu yolla değer üretiminin gerçekten anonimleşmesini temine yönelmiş) fiyatlamayla yürütmek, ortak satışlarında sayılan parametreleri birarada dikkate alan vergileme tedbiriyle desteklenmelidir.

Önemli ve evleviyetle izalesi elzem olan ilk evrede yüksek bedelli artışlarıyla eşleştirilmiş ve akabinde yapılan halka arzlardır. 1 TL nominal değerinde hisseyi 80 hatta 120 ve üstü fiyatla satan ortaklar mevcuttur. Ve bunlar güya yüksek potansiyel büyüme/getiri beklentisini satmaktadır. Bu yolla sermaye tabana yayılacaksa hiç yayılmasın, yeğdir. İleri dönük şirketin çok beklentisi varsa, şirket hisselerinin en çok bire 5 ya da 8'le satışının zamanında tüketilmiş olması lazımdır. Düzgün işlevsel sermaye tabanı yayma budur.

Konu Etrafında Hareketlenme!

İma edilen BIST'ta işlem vergisi değildir. Tam mükellef kurumlara tanınmış iki yıldan fazla süreyle elde tutulan şirket hisse satışlarından kazanç muafiyeti (%75), yeni kanunlaşmayla yüzde 25'e indirilecek iddiaları ortadadır. Mantık ve zamanlama yerinde fakat elinizdeki çalışmayla desteklenmelidir. Ortak satışlarına vergileme,



ayrıca, sermaye piyasasında nazikâne aşırı-liberal ortak satışlarını da sınırlayıcıdır. İşlem vergisinin aksine bu tür vergileme, küçük yatırımcıları koruyucu fon/portföy yönetim şirket etkinliğini zamanla yabancıların halka arzlara girişini destekleyicidir.

Son üç yılın halka arzlarıyla öncesindeki yüksek sermaye artışları gözden geçirilmelidir. Yaklaşık 730 günlük elde tutma ertesi ortak hisse senedi satışları vergiden muaftır. Halka açıklık kazanmak bu muafiyetin merkezindedir. Aynı satışı limited ya da halka açık olmayan şirket ortakları yaptıklarında vergiye tabidir! Aynı grup şirket hisse senetlerinin arzında ivmelenmeye ve yol açtığı konsantrasyona da dikkat edilmeli, yol açtığı dışlama etkisi gözetilerek vergilemede sertleştirme nedeni sayılmalıdır.

Saygılarımızla,

S Bilişim Danışmanlık

“Bu raporun barındırdığı ya da dayandığı bilgiler yazarlarımızın doğru ve güvenilir olduğuna inandığı kaynaklardan alınmış ve akademik denetime tâbi tutulmuştur. Bununla birlikte üçüncü şahıslardan alınan hiçbir bilginin doğruluğu ve tamlığı bağımsız olarak onaylanmamış buna dair bir garanti verilmemiştir. Rapordaki ifadeler geleceğe dair güncel beklentiler temin edebilir ve doğrudan güncel veya tarihi bir gerçeğe ilişkin olmayan herhangi bir beyan içerebilir. İşbu ifadeler bilinen / bilinmeyen riskler, tereddüt ve kapsamlı olarak belirtilmemiş başka faktörler içerebilir. Bu rapora katkıda bulunanlar sürekli değişen bir çevrede faaliyet gösterdiğinden devamlı yeni risklerin ortaya çıkması doğaldır. Okuyucu bu ifadelere aşırı bir güven sergileyerek yatırım ya da ticari bir işlem yapmalarını için uyarılmaktadır. Raporun hazırlanmasına katkıda bulunanlar yeni bir bilginin doğuracağı sonucu müteakiben hiçbir ifade üzerinde halka açık bir güncelleme yapma zorunluluğu taşımaz. Raporu yazarlar bu bilgilerin kullanımına bağlı doğacak hiçbir zarar yahut kayıptan hiçbir şekilde sorumlu tutulamazlar.” Tüm hakları saklıdır. Bu raporun hiçbir parçası fotokopi, kayıt, bilgi depolama ve yeniden kullanımı mümkün kılacak araç / sistem dâhil olmak üzere alınıp yapılamaz, yeniden yayınlanamaz.