

T.C
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

MAKRO EKONOMİK DEĞİŞİM VE İSTANBUL MENKUL
KIYMETLER BORSASINDA İŞLEM GÖREN
İMALAT SANAYİ FİRMALARININ FİNANSAL
YAPILARI İLİŞKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İsmail Cem ÖZKURT
200412505004

Balıkesir 2008

Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalında hazırlanan Yüksek Lisans tezi jürimiz tarafından incelenerek, aday İsmail Cem ÖZKURT 30/06/2008 tarihinde tez savunma sınavına alınmış ve yapılan sınav sonucunda sunulan tezin ...başarılı..... olduğuna oy ...birliği..... ile karar verilmiştir.



ÜYE
Prof.Dr.Edip ÖRÜCÜ



ÜYE
Prof.Dr.Cemil ERTUĞRUL



ÜYE
Yard.Doç.Dr.Alpaslan SEREL

ÜYE
Yard.Doç.Dr.Oktay ÖKSÜZLER

ÜYE
Yard.Doç.Dr.Mehmet Emin ERÇAKAR

ÖZET

**Makro Ekonomik Değişim ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda
İşlem Gören İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Yapıları İlişkisi**

İsmail Cem ÖZKURT

**Yüksek Lisans Tezi, İktisat Anabilim Dalı
Danışman: Yrd.Doç. Dr. Alpaslan SEREL**

2008, 182 sayfa

Bu çalışmada, Makro Ekonomik Değişim ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Yapıları İlişkisi incelenmiştir. Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, Dünya'da ve Türkiye'de Borsaların Gelişimi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Kuruluşu ve Organizasyon Yapısı incelenmiştir. İkinci bölümde, Türkiye Ekonomisi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise Firmaların Finansman Yöntemleri incelenmiştir. Dördüncü bölümde, İMKB'ye Kote Olmuş İmalat Sanayi Sektörü Şirketlerinin 2000-2006 Yılları Arası Finansal Analizi yer almaktadır. Çalışmada elde edilen bilgilere göre, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, kuruluşundan itibaren çok önemli olaylarla karşı karşıya kalmış ve bu gelişmelerden çok fazla etkilenmiştir. Borsa, firmaların finansmanında önemli bir yer tutmasına rağmen Türkiye'deki firmaların bundan çok fazla faydalanmadığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Endeks, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Merkez Bankası

ABSTRACT

The Relationship Between Macro Economic Change and The Manufacturing Firms Financial Structure at İstanbul Stock Exchange

İsmail Cem ÖZKURT

Master Thesis, Economics Department

Supervisor: Ass.Prof. Alpaslan SEREL

2008, 182 pages

In this research, The Relationship Between Macro Economic Change and The Manufacturing Firms Financial Structure at İstanbul Stock Exchange is analyzed. Research consist of four parts. At the first part, development of bourses in the World and Turkey and establishment of İstanbul Stock Exchange and organizational structure is analyzed. At the second part, Turkey Economy and İstanbul Stock Exchange is analyzed. At the third part, the company's finance process is analyzed. At the fourth part, quoted manufacturing industry firms to İstanbul Stock Exchange financial analyzed between 2000-2006. According to the information that in this research; İstanbul Stock Exchange has been faced with a lot of events and has been effected from these developments from the time it's been established. Although stock exchange has an important role in finance of the companies, the companies in Turkey didn't benefit from this advantages.

Key Words: İstanbul Stock Exchange, Stock Index, Short Term Capital Inflows, Central Bank.

GİRİŞ

Tarihi çok eski çağlara dayanan borsa ifadesi kendini ilk olarak mal piyasalarında göstermiştir. Üreticilerin ürünlerini toptancılara pazarladıkları yerler olarak kurulan borsalar 18.yy ile birlikte sermaye piyasalarında da yer almaya başlamışlardır. Avrupa'da başlayan bu yeni yatırım sistemi yeni işletmelerin kuruluş aşamasında çok büyük finansal kolaylıklar sağlamış böylece Amerika ve daha sonra da Dünya'ya hızla yayılmıştır.

Ülkemizde ise Osmanlı İmparatorluğu'nun son zamanlarında artan finansman ihtiyacına paralel olarak bir kısım azınlığın elinde bulunan bankacılık müessesesi vasıtasıyla Osmanlı Hazinesi'ne borç verme işlemi olarak başlayan finansal sistem Türkiye Cumhuriyeti'nin kurulmasıyla yoluna mal piyasasında devam etmiştir. Borsanın sermaye piyasalarında yerini alması 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın kuruluşu ile başlamış ve günümüze kadar devam etmiştir.

Çalışmamızda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın ülkemiz ekonomisinde yerini belirlemek amacıyla kuruluşu ve organizasyon yapısı incelenmiş daha sonra 1996 yılından başlayarak ülkemiz ve Dünya Ekonomisi'ndeki gelişmelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na etkisi yıllar itibariyle incelenmiştir. Kısa vadeli yabancı sermayenin yatırım yaptığı yerlerden birisi olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bu açıdan da değerlendirilmiş, ülkemizde ve Dünya'da yaşanan ekonomik krizlerin ve finansal dalgalanmaların etkisi de ayrıca ele alınmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın uluslar arası piyasadaki yeri ve üyesi olduğu uluslar arası kuruluşlar da incelenmiştir. Son olarak da borsaların asıl amacı olan firmaların finansmanındaki rolü İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote olmuş İmalat Sanayi Sektörü Şirketlerinin 2000-2006 yılları arası finansal analizi yardımıyla değerlendirilmiştir.

Sonuç olarak modern anlamda kuruluşu çok yakın zamanlarda gerçekleşen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndan firmaların özellikle ilk kuruluşta ve daha sonra büyüme aşamasında yeterince faydalanamadıkları görülmüştür. Ayrıca İstanbul Menkul

Kıymetler Borsası'nın yeterli finansal derinliğe sahip olmaması nedeniyle ulusal veya uluslararası olumsuzluklardan en çok etkilenen ve bu olumsuzluklara en çok tepki veren borsa olmuştur. Bu durumun da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na yatırım amacıyla gelen yatırımcı sayısının ve fon miktarının sınırlı kalmasına yol açtığı ifade edilmiştir.

BÖLÜM I

DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE BORSALARIN GELİŞİMİ

Borsalar, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin (kıymetli evrakların) ve diğer sermaye piyasası araçlarının belirli bir düzen ve güven içinde alım-satımının sağlanması ve ortaya çıkan fiyatların tespit ve ilanına yetkili kurumlardır. Yani menkul kıymetlerin ticaretinin yapıldığı yerlerdir. Sadece hisse senetleri değil başka tür ticari malların (emtiaların) da ticaretinin yapıldığı yerlerdir (Karlı, 1994:23).

Sermaye Borsaları, menkul kıymetlerin ticaretinin yapıldığı kendine özgü kuralları olan kurumsal piyasalardır. Borsalar, sadece hisse senetlerinin değil başka tür emtiaların (ticari malların) ve enstürmanlarının da ticaretinin yapıldığı yerlerdir. Örneğin, bono ve tahvillerin ticareti genellikle menkul kıymetler borsalarının içerisinde yapıldığı halde, döviz ticareti için döviz borsaları veya mal ticareti için emtia borsaları vardır.

Ülkemizde ise borsalar Sermaye Piyasası Kanunu'na göre şöyle tanımlanmıştır; Sermaye Piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanarak menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğine haiz kurumlardır (SPK Kanunu md:40). Borsalar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun teklifi üzerine Bakanlığın izni ile kurulur.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 sayılı KHK uyarınca kurulmuştur. Yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetim ve denetimi altında olan tüzel kişiliğe haiz bir kamu kurumudur.

1.1 Borsaların Tarihsel Gelişimi

Çalışmanın bu kısmında Dünya’da ve ülkemizde borsaların tarihsel gelişimi ele alınacaktır.

1.1.1 Dünya Ekonomisinde Borsaların Tarihsel Gelişimi

Borsa sözcüğü, Bruges kentindeki “Hotel des Bourses” denilen ve armasında üç tane para kesesi bulunan bir hanın adından gelmektedir (Paşalı, 2007:1). Burada toplanan yerli ve yabancı iş adamları, satılık malların örnekleri üzerinden alışveriş yaparlardı. İlk borsaların temeli kıymetli madenlerin alım-satımı ile atılmış ve bu meslek sarraflık şeklinde gelişmiştir. Zamanla kıymetli madenlerin alım-satımı araçlarının da devreye girmesiyle genişlemiş kredi belgeleri ile ticari senetlerin alınıp satıldığı bir piyasaya dönüşmüştür.

Avrupa’da ilk borsa 1487 yılında Anvers şehrinde kurulmuştur. Anvers Borsası’nı kısa ara ile Lyon Borsası ve Toulouse Borsası izlemiştir. Anvers Borsası’nın 1576 yılında tahrip edilmesi üzerine ticari ve mali işlemler Amsterdam’da yürütülmüştür. Amsterdam Borsası 1611’de inşa edilmiştir.

Londra Menkul Kıymetler Borsası’nın temeli 1801 yılında atılmış ve bina 1802 yılının başında çalışmaya başlamıştır. Fakat Londra Menkul Kıymetler Borsası’nın yasal kuruluşu 1875 yılında olmuştur. 1945 yılında Borsanın denetim organı olan Konsey kurulmuş ve 36 üyesi atanmıştır. New York Menkul Kıymetler Borsası Amerika ve Kanada’da mevcut diğer menkul kıymetler borsalarının prototipi olup gönüllü kurulmuş fakat üyelerinin meydana getirdiği şirketleşmemiş bir kuruluştur. Yönetim kurallarını kendi belirlemekle beraber 1934 yılından beri SEC’in (Securities Exchange Commission) denetimine tabi bulunmaktadır. 1938 yılında Conway Komitesi’nin raporuna göre New York Menkul Kıymetler Borsası’nın kuruluş ve çalışma düzeninde büyük bir reform yapılmış ve Borsa yönetimi üye olmayan ve maaşlı tam gün esasına göre çalışan bir başkanın idaresine bırakılmıştır.

1.1.2 Türkiye Ekonomisinde Borsaların Tarihsel Gelişimi

Çalışmamızın bu bölümünde ülkemizde borsaların tarihsel gelişimi Osmanlı Dönemi ve Cumhuriyet Dönemi ayırımı altında incelenmiştir.

1.1.2.1 Osmanlı Dönemi

Keşiflerden önce hakim ekonomi durumunda olan Osmanlı Ekonomisi, mali güçlüklerle rağmen bu durumunu Endüstri Devrimi'ne kadar sürdürebilmiştir. Osmanlı bu oluşumun dışında kalmış ve gelişen okyanus ticareti karşısında gerileyen Akdeniz ticaretini teşvik etmek için Fransa ve daha sonra diğer Avrupa ülkelerine bazı imtiyazlar vermiştir. Bu imtiyazlar Endüstri Devrimi'nden sonra tek yönlü olarak yavaş yavaş Osmanlı Ekonomisi'ni kemirmeye başlamıştır. Hatta bu durumu pek kavrayamayan Osmanlı aydınları tavizleri daha ileri götürmüşlerdir. Tanzimatçılar, Kavalalı Mehmet Ali Paşa ile başa çıkabilmek için İngilizlerin tavsiyelerine uyarak serbest ticarete geçmeye karar vermişlerdir. Hatta dış ticarete serbestiye geçebilmek için 1838 yılında İngiltere ile Balta Limanı Ticaret Anlaşması imzalanmıştır. Asıl kapitülasyon anlaşması budur ve bunu 1840, 1849, 1887 ve 1890 yıllarında diğer Avrupa ülkelerine verilen kapitülasyonlar izlemiştir.

O dönemde, tedavülde altın para olması, kambiyo kontrolünün bulunmaması ve kapitülasyonların sağladığı serbesti sayesinde Galata Bankerleri olarak adlandırılan Osmanlı'da yaşayan yabancılar dışarıya para çıkararak sanayi devrimi ve sömürgecilik hareketleri sonrasında oluşan büyük anonim şirketlerin çıkardıkları hisse senetleri ve tahvilleri satın almışlardır (Günlük, 1984:191).

Osmanlı İmparatorluğu ilk borçlanmayı 1854 yılında Kırım Savaşı'nın masraflarını karşılamak amacıyla yapmıştır. 1854 Kırım Savaşı ile başlayan Osmanlı borçları Türkiye'de menkul kıymetler borsasının kurulmasını hızlandırmıştır. Osmanlı borçlanma tahvillerinin İstanbul'da bir piyasası oluşmuş ve Galata Bankerleri bu işle uğraşmaya başlamışlardır. 1864 yılında da bir dernek kurarak bu harekete öncülük etmişlerdir. 1866 yılında Osmanlı Hükümeti'nce ilk borsa İstanbul'da kurulmuştur. Bu borsada yerli ve yabancı tahvil ve hisse senetleri Avrupa Borsaları'yla telgraf irtibatı kurulmak suretiyle işlem görmüştür. Örneğin; Panama Tahvilleri ve Süveyş Kanalı

hisse senetleri çok defa yabancı bankaların aracılığıyla varlıklı Türk aileleri tarafından satın alınmıştır (Karatepe, 2002:2).

İkinci Meşrutiyet'in ilanına kadar bu borsaya sadece İstanbul, Selanik ve Beyrut'ta kurulmuş bulunan yabancı şirketlerin çıkarmış oldukları menkul değerler kayıtlı iken, Meşrutiyet'ten itibaren yerli şirketlerin menkul kıymetleri de kaydolanmaya başlamıştır. 1881 yılına kadar 14 kez borç anlaşması yapılmıştır. Bu tahviller, 1855 yılındakiler hariç olmak üzere %32 ile %98 arasında nominal faizle satılmıştır. 1866 yılından itibaren borçların itfa bedelleri ve faizlerinin ödenmesinde gecikmeler başlamış 1875 yılından itibaren devlet taahhütlerini yerine getiremediği için mali kriz baş göstermiştir. Nihayet 1881 yılında yapılan bir anlaşma ile Düyun-u Umumiye İdaresi kurulmuştur.

1.1.2.2 Cumhuriyet Dönemi

1960 yılına kadar genç Cumhuriyet'in sermaye piyasasında belirgin bir gelişme olmamıştır. Üstelik savaştan yeni çıkmanın fakirliği ve Osmanlı Dönemi'nde alınan borçların getirdiği büyük mali külfetler nedeniyle 1929 yılında çıkarılan 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanun ile bu piyasa iyice sınırlandırıldı. Bu kanun ile borsada kotu bulunmayan menkul kıymetlerin alınıp satılması yasaklanmış ve bir menkul kıymetler ve kambiyo borsası kurulmuştur.

Bu dönemde ülke ekonomisi tarım ağırlıklıydı. Endüstri'nin gelişmesi için gerekli sermaye birikimi çok zayıftı. Devletçilik ilkesiyle İktisadi Devlet Teşekkülleri ve Kamu iktisadi Teşekkülleri eliyle endüstrileşmeye geçilmiştir. Devlet sermaye piyasası yerine ulusal bankaların kurulup geliştirilmesi politikasını benimsemiştir. Küçük tasarruflar bu yolla yatırıma dönüştürülüyordu. Bir yandan devlet yatırımları sürdürülürken, bir yandan da yeni yeni oluşan özel sektör elindeki cılız sermaye birikimi bankaların küçük tasarruflardan yarattığı ucuz kredi kaynakları ile destekleniyordu. Ucuz banka kredileri özel sektörün gelişimini hızlandırdı.

1950'li yılların ortalarında özel sektör işletmeleri arasında sermaye şirketlerinin oranı hızla yükselmeye başladı. Sanayi içindeki payları giderek artan özel sermaye grupları birer banka sahibi olmanın ucuz kredi sağlamadaki kolaylıklarını görüp bu yolu seçtiler. 1950'de 34 olan banka sayısı 1960'da 58'e ulaştı. Bu bankaların bir kısmı 27 Mayıs 1960'dan sonra tasfiye edildi. Rakip firmaların bankalarından kredi almakta güçlük çeken özel şirketler, yavaş yavaş hisse senedi ve tahvil çıkarmaya başladılar (Akdiş, 1999:3).

Ülkemizde sermaye piyasasının yeniden doğuşu 1960'lı yıllarda zorunlu tasarruf niteliğinde olan Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonolarıyla olmuştur. Tasarruf ve Hürriyet bonoları zorunlu tasarruf niteliğinde olduğu için kısa zaman sonra bunları alanlar paraya çevirme imkanı aramaya başlamışlardır. Piyasada bazı iş bilirkişilerde bunları faiz oranlarına ve vadelerine göre kırarak satın almış zamanla ara simsarlar türemiştir. Alıcılar, üstüne belli bir kar koyarak bunları parasını değerlendirmek isteyenlere satmasıyla ilk defa ikincil menkul kıymetler piyasası doğmuş oldu. Bu piyasasının doğuşunun asıl önemli nedeni, birince el olarak devletçe çıkarılan tasarruf bonolarının faiz oranlarının cari piyasa faiz oranlarının çok altında oluşu idi. Bu bonoların faiz oranı %6 iken piyasadaki cari faiz oranı %12'nin üzerinde idi. İkinci el alım satımlarda fiyat faiz randımanı %12 olacak şekilde ayarlanıyordu (Karatepe, 2002:2).

1960-1980 döneminde özel sektörde hızlı bir holdingleşme süreci yaşandı. Sermaye ihtiyaçlarını karşılayabilmek için birçok şirket hisse senedi ve tahvil çıkarmaya başladı. 1980'lerde tasarruf bonoları tamamen piyasadan çekilmiştir. Ancak menkul kıymetler piyasası artık kurulmuştur. Başlangıçta halka açık olarak kurulan ya da sonradan halka açılan şirketler başarı kazanıp güçlendikçe, bunların hisse senetleri aynı esnaf tarafından alınıp satılmaya başlandı. İlk başlarda bir sermaye piyasası ve bu alanla ilgili bir düzenlemeye gerek duyulmazken artık 1447 sayılı ve 1929 tarihli Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yetersiz gelmeye başlamıştır. Bu nedenle 1963 yılında bir Sermaye Piyasası Tasarısı hazırlandı fakat 1967'ye kadar görüşülemeyerek geçersiz hale geldi. 1970'de hazırlanan benzer bir tasarıda 1973'te aynı akıbete uğradı.

1970'li yıllarda bazı büyük holdingler halka açılmanın avantajlarını göyerek 2-3 bin ortaklı büyük şirketler kurdular, hatta mevcut holdinglere paralel yeni yatırım holdingleri oluşturuldu. Bu konu kısa zamanda suistimal edildi, ama o dönemden bugüne gerçekten faydalı ve başarılı pek çok şirket kaldı.

1970'li yıllarda yurtdışına işçi akımı Anadolu'nun çeşitli köşelerinde pek çok işçi şirketlerinin kuruluşunu da beraberinde getirdi. Bu şirketlerin bazıları mahalli esnaf ve eşrafın yönetiminde kalarak başarılı olmuş ve sermaye piyasasının bugünkü düzeyine gelmesine de yardımcı olmuştur. Bu arada Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın da hisse senedi piyasasının oluşumuna katkısını unutmamak gerekir. Bu banka kuruluştaki iştirak ettiği ve dış kredi sağladığı şirketler kuruluş dönemini tamamlayıp kara geçtikten sonra portföyündeki hisse senetlerini primli fakat makul bir fiyatla halka satmak suretiyle hem sermaye piyasasına kaynak sağlamış hem de zaman zaman likide ettiği fonlarla yeni kuruluşları desteklemiş ve kendisi de kar sağlamıştır.

Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmesinde tasarruf bonoları, yatırım holdingleri, işçi ve hem şehri şirketleri, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın çalışmaları başlıca kilometre taşlarını teşkil eder. Bunlara 1972-1982 yıllarına damgasını vuran bankerler olayını da eklemek gerekir (Karatepe, 2002:3). Bankerler olayının başlıca sebebi o yıllarda görülen yüksek enflasyondur. Yüksek enflasyon, mevduat ve tahvil faizlerini negatif gelir haline getirmiştir. Zamanın mevzuatı, mevduat ve faizlerini enflasyon düzeyine çıkarılmasına engel olduğu ve birincil satışları daima gelir yönünden enflasyonun gerisinde bıraktığından tahvil ve mevduat sertifikası satışlarının ikincil piyasada çoğalmasına neden olmuştur. O dönemde tahvil ihracına yalnızca bankalar aracılık edebiliyordu. Bankaların tahvil ihracına ilişkin esaslarını Merkez Bankası belirliyordu. Bankalar Merkez Bankası'nın sıkı denetimi altında olduğundan, belirli faiz oranlarının üstüne çıkamıyorlardı. Enflasyonun %60'ı aştığı sıralarda resmi tahvil faiz oranı brüt %28'de kalmıştır. O dönemde henüz Sermaye Piyasası Kanunu mevcut olmadığından bankerler gayet serbest şekilde çalışıyorlardı. 1000 liralık tahvili banka gişesinden 1000 liraya alıp örneğin 800 liraya satıyorlardı. Aradaki farkı ve kendi komisyonlarını tahvil çıkaran şirketten finansman masrafı adı

altında tahsil ediyor ve bunun için fatura bile kesebiliyordu. Daha sonra çıkarılan mevduat sertifikaları da aynı akıbete uğradı. Bankaların mevduat ve tahvil sertifikalarına uygulayabilecekleri faiz oranlarının hükümetçe belirlenmesi fakat bankerlere böyle bir kısıtlama getirilmemesi bankerler lehine haksız rekabet yaratmıştır. Kendi gişelerinden hiçbir zaman o kadar büyük mevduat toplayamayacak olan bazı küçük bankaların bankerler eliyle sertifika satışı suretiyle bünyelerinin kaldırabileceğinden çok fazla mevduat yükü altına girmelerine yol açmıştır. Böylece, bir hamlede toplanan milyarlar akıllıca değerlendirilememiş ve büyük kısmı batık haline gelmiştir. Bu durum daha yeni yeni oluşmaya çalışan sermaye piyasalarına büyük darbe vurmuştur.

Türkiye’de 1981 yılında Temmuz ayında yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasası yeniden düzenlenirken, menkul kıymetler borsasına yeni bir şekil ve içerik verilmek istenmiş ve 1929 tarihli 1447 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Kanun yürürlükten kaldırılmış, bunun yerine 06.10.1983 gün ve KHK/91 sayılı menkul Kıymetler Borsaları hakkında kanun hükmünde kararname getirilmiştir. KHK/91’nin yayımı tarihinden 1 yıl sonra 06.10.1984 tarihinde “Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” yayınlanmıştır. 18.12.1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği 18962 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Ve nihayet 26.12.1985 tarihinde borsa resmi bir törenle açılarak faaliyete başlamıştır. Bu olay SPK’nın IX.Sayıli tebliği ile Resmi Gazete’de ilan edilmiştir.

1.2 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın Kuruluşu ve Organizasyon Yapısı

Ülkemiz sermaye piyasalarının etkin hale getirilmesini sağlamak için menkul kıymet alım satımına uygun elverişli ortam hazırlanması amacıyla menkul kıymet borsalarının kuruluş esas ve şartları 06 Ekim 1983 tarih ve 18183 sayılı Resmi Gazete ile yayınlanan Menkul Kıymetler Borsası Hakkında 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile düzenlenmiştir. 91 sayılı KHK’yi takiben menkul kıymetler borsalarının kuruluş, çalışma ve denetlenme esaslarını düzenleyen “Menkul Kıymetler Borsalarının

Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” 06.10.1984 tarih ve 18637 sayılı Resmi Gazete ile yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. 18.12.1985 tarihinde ise İMKB Yönetmeliği 18962 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe girmiş ve 26.12.1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB); hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı sertifikaları, özel sektör tahvilleri, yabancı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları ve uluslar arası menkul kıymetlerin alım ve satımının yapılmasını sağlamak amacıyla faaliyete başlamıştır.

İMKB yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanmakta ve SPK’nın izleme ve denetimi altında bulunmaktadır. SPK Kanununun 40. maddesinde borsalar; özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanarak, menkul değerlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğine haiz kurumlar olarak tanımlanmıştır. İMKB iç teşkilatı açısından hukuki hükmü şahsa benzer ancak kar gayesi gütmendiğinden şirketlerle benzerliği yoktur. Yönetim ve denetim kurulu üyelerini genel kurulunda kendisi seçer. İMKB gerek kuruluş gerekse faaliyetlerinde finansman ve yatırım ihtiyaçlarını kendi kaynaklarından karşılamaktadır. Devlet bütçesinden doğrudan doğruya veya dolaylı olarak hiçbir tahsisat almaz. Bütçesi ve personel kadroları yönetim kurulunun teklifiyle genel kurullarında kesinleşir. İMKB mesleki kuruluş niteliğinde tüzel kişiliğe sahip bir kamu kuruluşudur. Özerk ve mesleki bir kamu kurumu olarak İMKB yetkili olduğu konu ve alanlarda kendi yasal düzenlemelerini yapabileme imkanına sahiptir. Yapılan alım satım işlemlerinden oransal olarak alınan borsa payı, kotasyon ücretleri ve mevzuatta gösterilen diğer kalemler gelirlerini oluşturmaktadır.

1.2.1 Organizasyon Yapısı

1.2.1.1 Genel Kurul

Genel Kurul, İMKB üyesi aracı kuruluşlardan oluşan üst karar organıdır. Genel Kurul, İMKB’nin yıllık bütçesi, bilançosu, gelir gider hesapları, personel kadrosu ve

kesin hesabını onaylayarak, Borsa'nın sevk ve idaresi ile ilgili önemli konuları karara bağlar. SPK Kanunu'nun 40. maddesine göre bütçe ve personel kadroları yönetim kurulunun teklifi üzerine genel kurulca kesinleştirilir. Olağan ve olağan üstü olmak üzere toplanabilen genel kurulda her üyenin bir oy hakkı bulunmaktadır. Kararlar mevcut oyların çoğunluğuyla alınır. Genel kurul kararları SPK'nın onayıyla veya bu onayın gecikmesi halinde genel kurul kararlarının SPK'ya sunulmasını izleyen 30 gün içinde yürürlüğe girer.

1.2.1.2 Yönetim Kurulu

İMKB, Genel Kurul'ca seçilen dört üye ile 3'lü kararnameyle atanan bir Başkan'dan oluşan yönetim kurulu tarafından yönetilir. Borsa Başkanı aynı zamanda yönetim kurulu başkanıdır. Yönetim Kurulu, İMKB'nin günlük işlerinin sevk ve idaresi ile kotasyon, uyuşmazlık, disiplin işlemleriyle ilgili olarak kararlar almak üzere düzenli olarak toplanır. Başkan dışındaki üyeler yatırım bankaları, ticari bankalar ve aracı kurumlar olmak üzere borsa üyelerini oluşturan üç ayrı kategorideki aracı kuruluşları temsilen genel kurul tarafından dört yıl için seçilirler. Yönetim Kurulu kendi aralarından bir Başkan vekili seçer. Borsa Başkanı'nın görevinde bulunamadığı hallerde kanun, kararname ve yönetmelikler çerçevesinde Borsa Başkanı'na verilmiş olan görev ve yetkilerin kesintisiz olarak yürütülmesi Başkan Vekili tarafından sağlanır. Yönetim Kurulu haftada en az bir kez toplanır.

1.2.1.3 Denetleme Kurulu

İMKB'nin mali hesap ve kayıtlarını denetlemek üzere genel kurul üyeleri arasından veya dışarıdan Genel Kurul tarafından 2 yıl için iki denetçi seçilir. Denetçiler, Borsa'nın hesap ve işlemlerini kanun, kararname, tebliğ, SPK ve Borsa genel kurulu kararları çerçevesinde denetlemekle görevli ve yükümlüdürler. İMKB'nin hesapları ayrıca her yıl bağımsız denetim kuruluşları tarafından da denetlenmektedir.

1.2.1.4 Başkan Yardımcıları

İMKB'nin Başkan ve Yönetim Kurulu ile müdürlükler ve diğer birimler arasındaki iletişimi sağlama ve kendilerine bağlı bulunan Borsa hizmet birimlerinin genel yönetimi ve temsili rolünü üstlenen bir Birinci Başkan Yardımcısı ve beş Başkan Yardımcısı bulunmaktadır.

1.2.1.5 Hukuk Baş Müşaviri

Borsa'yı adli, idari ve diğer ilgili kurumlar nezdinde temsil etmek, mevzuat düzenleme çalışmalarına yardımcı olmak, hukuki konularda Borsa Başkanı ve Borsa'nın birimlerine müşavirlik hizmeti sunmak, Hukuk İşleri Müdürlüğü'nün koordinasyonunu yapmak ve bu müdürlükçe yapılan çalışmaları takip etmek ve yönlendirmekle görevlidir. Hukuk baş müşaviri, yönetim ve özlük işleri bakımından Başkan Yardımcısı statüsünde olup, doğrudan doğruya Borsa Başkanı'na karşı sorumludur.

1.2.1.6 Teftiş Kurulu

Teftiş Kurulu Başkanlığı, Borsa Başkanlığı'nca tespit olunacak esaslar çerçevesinde Borsa üyelerinin işlemlerinin teftiş ve denetimi ile Borsa içi işlemlerin kontrol edilmesi ile yükümlüdür. Teftiş Kurulu Başkanı, yönetim ve özlük işleri bakımından Başkan Yardımcısı statüsünde olup, doğrudan doğruya Borsa Başkanı'na karşı sorumludur.

1.2.1.7 Danışmanlar, Müdürlükler ve Komiteler

Hukuk, sanat, basın ve halkla ilişkiler, hisse senetleri piyasası gibi çeşitli konularda İMKB Başkanı'na danışmanlık yapmak üzere atanmışlardır. İMKB'nin günlük iş ve işlemleri çeşitli müdürlükler aracılığıyla yürütülür. İMKB Yönetim Kurulu'na yardımcı olmak üzere Kotasyon, Disiplin ve Uyuşmazlık Komiteleri bulunmaktadır. Kotasyon Komitesi, menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması,

ıkarılması, yeniden alınması, başvuruların değerlendirilerek Yönetim Kurulu'na rapor sunmak; Disiplin Komitesi, Borsa'da düzeni ve dürüstlüğü bozan ve Borsa işlerine hile karıştıran, Borsa işlerinin açık, düzenli ve dürüst yönetilmesi için yapılan düzenlemelere uymayanlarla ilgili kararlar olarak Yönetim Kurulu'nun onayına sunmak; Uyuşmazlık Komitesi, Borsa işlerine ilişkin olarak, üyeler ve üyelerle müşteriler arasında çıkan uyuşmazlıkların idari yoldan çözümü ile ilgili olarak Yönetim Kurulu'na yardımcı olmak görevlerini yapar.

Ayrıca, İMKB'de alım-satım teknolojilerinin geliştirilmesi, vadeli işlemlerde dahil olmak üzere yatırım araçlarının tanıtımı, İMKB'nin geliştirilmesi gibi çeşitli komiteler de kurulmuştur

1.3 Sermaye Piyasası Kurulu

1.3.1 Kurulun Oluşumu

Sermaye Piyasası Kurulu, 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuştur. Yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan, idari ve mali özerkliğe sahip düzenleyici bir kamu kurumudur. İlgili olduğu bakanlık, Başbakan tarafından görevlendirilen Devlet Bakanlığı'dır. Merkezi Ankara'da olan kurulun İstanbul'da bir temsilciliği bulunmaktadır.

Kurul'un temel görevi;

- Sermaye piyasasının güven açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını.
- Tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamaktır.

1.3.2 Sermaye Piyasası Kurulu'nun Görev ve Yetkileri

SPK'nın görev ve yetkileri 2499 sayılı yasanın 22. maddesinde ve anılan yönetmeliğin 9.maddesinde ayrıntılı olarak belirlenmiştir.

Denetleme: Menkul kıymetleri halka arz edilen ve sermaye piyasasında faaliyet gösteren kuruluşlar nezdinde ya da bu kuruluşlardan gelen periyodik bildirimler üzerinden merkezde, bu kuruluşların faaliyetlerini mevzuat ve mali bünye açısından denetlemek, denetim kuruluşlarına ilişkin kuruluş şartlarını ve çalışma esaslarını belirlemek.

İzleme: Sermaye Piyasası'nda izinli ya da izinsiz faaliyet gösteren kuruluşları, bu piyasada işlem gören menkul değerleri ve sermaye piyasasını ilgilendiren her türlü yayın, duyuru ve reklamları izlemek, bu amaçla arşiv oluşturmak.

Kayıt Tutma: Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi kuruluşların ve halka arz edilen her türlü menkul değerlerin kaydını tutmak.

Araştırma Yapma: Yurt ve Dünya Ekonomisi'nin gidişi ve eğilimlerinin sermaye piyasası üzerine etkileri, sermaye piyasası uygulamasında ortaya çıkan sorunlar ve Maliye Bakanlığı'nca istenecek diğer konularda araştırma yaparak, alınması gereken ekonomik ve mali önlemler ile mevzuatta yapılması gereken değişiklikler konusunda Maliye Bakanlığı'na önerilerde bulunmak.

İnceleme: Kurula yapılan başvuruları incelemek, izin vermek, başvuruyu reddetmek, özel kural ve koşullar koymak, ek bilgi ve belgeler istemek, süre vermek, süre uzatmak.

Değerlendirme: Alınan, derlenen ve kendisine tevdi edilen bilgi ve belgelerden, denetim ve izlemelerden elde edilen sonuçları inceleyip değerlendirmek. Yapılacak işlemleri, alınacak önlemleri kararlaştırmak, halka izinsiz arz ve satışı durdurmak, yanıltıcı ilan ve reklamları yasaklamak, daha önce verilmiş izin ve belgeleri iptal etmek, finansman durumu zayıflayan ortakları uyarmak, bu konularda yetkili mercilere yapılacak önerileri

saptamak ve özel idari nitelikli bu tür kararlarını ilgililere, yetkili kamu kuruluşlarına, gerekirse yargı organlarına ve kamuya duyurmak.

Menkul değerlerin halka arz ve satışını düzenlemek, denetlemek ve yönlendirmek amacıyla, menkul kıymetleri halka arz olunan anonim ortaklıkların ve aracı kuruluşların uyacakları esasları, bunların kurula başvurularının ve bildirimlerinin kural, yöntem, biçim ve koşullarını belirlemek. Kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla; Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi kuruluşlar tarafından halka açıklanacak bilanço, kar ve zarar tablosu, yıllık rapor, denetim raporu ve diğer bilgiler için standart tablolar saptamak, kamuya yapılacak her türlü davet ve duyuruların biçim, kapsam ve içeriğini belirlemek.

1.3.3 Kurul'un Teşkilat Yapısı

Kurul, Bankalar Kurulu kararı ile atanan yedi üyeden oluşur;

- İki ilgili Bakanlığın aday gösterdiği dört kişi arasından,
- Biri Maliye Bakanlığı'nın aday gösterdiği iki kişi arasından,
- Biri Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın aday gösterdiği iki kişi arasından,
- Biri Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun aday gösterdiği iki kişi arasından,
- Biri Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği'nin aday gösterdiği iki kişi arasından,
- Biri Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin aday gösterdiği iki kişi arasından atanır.

Bakanlar Kurulu, adaylardan birini başkan olarak atar. Kurul, Başkanın teklifi ile üyelerden birini ikinci başkan olarak seçer. Kurul başkan ve üyeleri resmi ve özel başka hiçbir görev alamazlar. Kurul başkanı ve üyelerinin görev süreleri altı yıldır. Süresi bitenlerin tekrar atanmaları mümkündür. Başkan dışındaki üyelerin üçte biri iki yılda bir yenilenir.

1.3.4 Hizmet Birimleri

Sermaye Piyasası Kurulu, Kurul Başkanı ve üyeleri ile başkana bağlı olarak Kurul faaliyetlerini yürüten teşkilatlardan oluşur. Kurul çalışmaları Kurul Başkanı'na bağlı Başkan Yardımcılıkları altında çalışan hizmet birimleri tarafından hazırlanmaktadır. Hizmet birimleri;

- Denetleme Dairesi
- Ortaklıklar Finansmanı Dairesi
- Aracılık Faaliyetleri Dairesi
- Kurumsal Yatırımcılar Dairesi
- Araştırma Dairesi
- Muhasebe Standartları Dairesi
- Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi
- Hukuk İşleri Dairesi
- Bilgi İşlem İstatistik ve Enformasyon Dairesi
- İdari ve Mali İşler Dairesi.

Hizmet birimleri daire başkanlıkları ile bunlara bağlı olarak çalışan daire başkan yardımcıları, uzmanlar ile müdürlükler bünyesindeki servisler ve memurlardan oluşmaktadır. Kurul'un mali özerkliği vardır. Kurul'un bütün giderleri özel bir fondan karşılanır. Menkul kıymet ihraçları bu fona ihraç ettikleri menkul kıymetlerin binde ikisi tutarında ücret öderler. Fon gelirleri Kurul giderlerini karşılayamayacak durumda ise açık, bütçeden alınan yardımla kapatılır.

1.3.5 Kurul'un Temel Amaçları

- Sermaye piyasalarının işleyiş kuralarını belirlemek,
- Piyasadan fon kullanan şirketlerin belli kuralara uygun olarak en iyi şekilde yararlanmalarını sağlamak.

- Sermaye piyasasına yatırım yapan tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak.
- Piyasaların adil ve etkin çalışmasını sağlamaktır.

1.2.2.6 Kurul'un Düzenlemeleri

Kurul'un sermaye piyasası ile ilgili yaptığı düzenlemeler tebliğ olarak Resmi Gazete'de yayınlanır. Kurul;

- Kendi gözetimi altındaki piyasalardaki işlemlerle ilgili,
- Görev alanındaki işlerin kurallarının tanımlanması ile ilgili düzenlemeler yapmakla yetkilendirilmiştir.

Bu amaçla;

- Menkul kıymetlerle ilgili düzenlemeler,
- Menkul kıymetler borsalarının, kıymetli madenler borsalarının, vadeli işlem ve opsiyon borsalarının kuruluş ve işleyişine ilişkin düzenlemeler,
- Sermaye piyasasından menkul kıymet ihracı yoluyla fon sağlayan şirketlere ilişkin düzenlemeler,
- Sermaye piyasası kurumları ile ilgili düzenlemeler yapar.

BÖLÜM II

TÜRKİYE EKONOMİSİ VE İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI

Çalışmamızın bu bölümünde Türkiye Ekonomisi'nde yaşanan gelişmelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na yansımaları konusu ele alınacaktır. İlk olarak kısa vadeli yabancı sermayenin ilk yöneldiği yatırım alanlarından birisi olan İMKB'nin 1996-2006 yılları arasında yaşanan kısa vadeli sermaye hareketleriyle ilişkisini daha sonraki kısımda ise Türkiye Ekonomisi'nde önemli bir yer tutan ekonomik krizlerin İMKB'ye yansımaları ele alınacaktır. Bu aşamada 1994 Krizi, 1997 Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, Kasım 2000 Krizi ve 2001 Krizi incelenerek bunun İMKB'ye yansımaları konusu incelenecektir.

2.1 Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Borsa Endeksi

Dünya Ekonomisi'nde giderek artan liberalleşme hareketlerine bağlı olarak uluslar arası sermaye akımları denilen, ülkeler ve piyasalar arasında rahatça hareket eden sermaye miktarları ger geçen gün artmaktadır. Bu sermaye hareketleri uluslar arası iktisatta doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları şeklinde bir sınıflandırmaya tabi tutulmaktadır. Bu sermaye akımlarından doğrudan yabancı yatırımlar; bir ülkede yabancı yatırımcıların yeni bir fabrika, imalathane v.b gibi sabit sermaye yatırımlarından oluşmaktadır. Bu tür yatırımlar günümüzde bütün ülkeler tarafından tercih edilmekte, bu yüzden bu tür yatırımları kendi ülkelerine çekebilmek için çeşitli teşvik ve kolaylıklar sunmaktadırlar. Bu tür yatırımların tercih edilmesinin en önemli nedeni uzun süreli olması ve ülkede yaşanan ekonomik krizler sırasında ülkeyi kolay kolay terk edememesidir. Bunun yanı sıra ülke ekonomisine istihdam, kalkınma, teknoloji ve vergi gelirleri açısından da faydaları vardır. Ayrıca bu tür yatırımların çokluğu uluslar arası alanda ülke ekonomisine duyulan güvenin ve sahibi olduğu gelişme potansiyelinin de bir göstergesidir. Diğer bir uluslararası sermaye akımı çeşidi

olan portföy yatırımlarına ise ekonomi çevrelerinde kısaca sıcak para denilmektedir. Bu tür yatırımların en büyük özelliği; kısa süreli olması, uygun koşullarda büyük miktarlara ulaşabilmesi ekonomide değişimlere duyarlı olması ve yarar veya zararları konusunda tam bir uzlaşmaya varılamamasıdır.

Ülkelerdeki kısa vadeli sermaye miktarını belirlemek için öncelikle kısa vadeli sermayenin tanımını doğru yapmak gerekmektedir. Bu tanımlama içine koyacağımız kalemlerin doğru tespiti, bunların miktarlarında görülen değişim ve bunun ülke ekonomisine yansması bu tür sermaye hareketlerinin yarar veya zararı konusunda daha doğru fikir sahibi olmamızı sağlar. Bu nedenle kısa vadeli sermayeyi; ani hareket etme yeteneği, ürkeklik derecesi ve kendi kendini besleyen panik eğilimine yatkınlığı dikkate alınarak bir sınıflamaya gittiğimizde kısa vadeli sermayeyi; çok sıcak, sıcak, ılık ve ılık soğuk arası olarak tanımlayabiliriz.

Ülke ekonomisindeki globalleşmeden, sanayi hareketlerindeki hızlı liberalleşmeden, devalüasyondan, faiz arbitrajı ve döviz kurlarındaki değişimlerden kaynaklanan kısa vadeli sermaye akımları başlangıçta paranın aktığı ülkede ödemeler bilançosu üzerinde olumlu etkilerde bulunmakta fakat zamanla aşırı nakit girişleri ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Göreli olarak ucuzlayan ithalat mallarına olan talep artmaktadır. Eğer kısa vadeli sermaye girişi uzun süreli olmazsa ödemeler bilançosundaki olumlu gelişmeler tersine dönmektedir.

Ülkeler kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu olumsuz etkilerini giderebilmek için çeşitli yollara başvurmuşsa da bunlarda pek fazla başarı olunamamıştır. Bu konuda uygulanabilecek politikalardan birisi sterilizasyon politikası ile Merkez Bankası tarafından swap yada açık piyasa işlemleri yoluyla döviz miktarlarındaki artışların para arzı üzerindeki etkilerini nötralize etmektir. İzlenebilecek diğer bir politika ise sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinin kısa vadeli sermaye hareketlerinden ziyade uzun vadeli sermaye hareketleri üzerinde yoğunlaşmasını sağlamaktır. Bütün bu politikaların dışında günümüze kadar en ciddi şekilde uygulanmaya çalışılan politika hiç şüphesiz kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı parasal akımlar üzerine global düzeyde uygulanacak bir vergi konulmasıdır. Bu konudaki en ciddi çalışma Tobin'e aittir ve Tobin Vergisi diye

bilinir. Tobin vergi fikrini ilk ortaya attığında ekonomi çevreleri tarafından çok tartışılmıştır. Birleşmiş Milletler’de de görüşülen bu konu gerek uygulamadaki zorluk gerekse vergi olarak toplanan meblağın büyüklüğü ve nasıl değerlendirileceği konusunda tam bir uzlaşya varılamaması nedeniyle uygulama imkanı bulamamıştır.

Biz de çalışmamızın bu bölümünde ülkemize son on yıl içinde gelen yabancı sermayeyi doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları şeklinde bir ayrıma gittikten sonra aynı zamanlarda bono ve tahvil piyasasıyla İstanbul Menkul Kıymetler Piyasası’nda oluşan endeks ve fiyatları ele alıp aralarındaki bağı vurgulamaya çalışacağız. Buradaki amacımız kısa vadeli yabancı sermayenin ülkemizde izlediği yolu bulmak ve bunun ülke ekonomisine etkilerini ortaya koymaktır.

2.1.1 1996 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

1996 yılında: kamu ve özel sektörün artan ithalatın finansmanın amacıyla kullandıkları ticari kredilerdeki artış nedeniyle kısa vadeli yükümlülüklerde bir artış gözlenmiştir. İthalatın artmasıyla yükselen cari işlem açığının finansmanı 1996 yılında net sermaye girişiyle sağlanmıştır. 1996 yılında 2.3 milyar ABD Doları düzeyindeki cari işlem açığına karşılık, 5.5 milyar ABD Doları net sermaye girişi gerçekleşmiş ve resmi rezervler yılbaşında 13.609 milyar ABD Doları seviyesindeyken yıl sonunda 2.8 milyar dolarlık artışla 16.491 milyar ABD Doları olmuştur. Sermaye girişlerinin 1.6 milyar ABD Doları uzun vadeli, 3.9 milyar ABD Doları ise kısa vadelidir.

1996 yılında 3.837 milyar dolar yabancı sermaye girişine izin verilirken fiili olarak gelen miktar 722 milyon ABD Doları olmuştur. Kısa vadeli girişlerinde 1.6 milyar ABD Dolarlık kısmı portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir. Hazine bu yıl çeşitli piyasalardan tahvil ihracı yoluyla 1.887 milyar dolar kredi bularak ülkeye getirmiştir. Artan finansman ihtiyacı nedeniyle Hazine daha çok kısa vadeli bono ihaleleri açarak kaynak girişi sağlamaya çalışmıştır. Tablo 1’i incelediğimizde Hazine’nin ağırlıklı olarak 3 ve 6 aylık ihaleler yoluyla piyasadan borçlandığını görmekteyiz. İhale faiz oranları da yılın ilk aylarında oldukça yüksek seyretmişken yılın ortalarına doğru özellikle 3 aylık ihale faizlerinde bir gevşeme göze çarpmaktadır. 1 yıl

vadeli ihaleler ancak yılın son çeyreğinde yüksek oranlı faizlerle gerçekleştirilebilmiştir. Ayrıca yurt dışı yerleşiklerin menkul kıymet alım-satımları sonunda net 246 milyon ABD Doları giriş gerçekleşmiştir.

Tablo 1: Hazine İhale Faizleri (1996 Yılı)

	3 Aylık	6 Aylık	9 Aylık	1 Yıllık
Ocak	133,46	133,98	-----	-----
Şubat	104,60	110,92	-----	-----
Mart	87,47	102,05	-----	-----
Nisan	-----	102,27	-----	-----
Mayıs	81,70	97,42	-----	-----
Haziran	92,25	99,84	-----	-----
Temmuz	95,58	102,77	-----	-----
Ağustos	-----	102,20	-----	-----
Eylül	87,78	102,57	-----	-----
Ekim	-----	108,72	111,25	121,92
Kasım	-----	109,38	106,50	-----
Aralık	-----	-----	120,80	128,62

1-) Tablo ihale tarihlerine göre hazırlanmış olup, bir ay içinde birden fazla aynı vadeli ihalenin gerçekleşmesi durumunda, ihalede gerçekleşen basit faizler satış miktarıyla ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.

2-) Kırk vadeli ihaleler nedeniyle, 90-136 gün arasındaki vadeler 3 aylık ihale kapsamına, 137-227 günlük kırk vadelere 6 aylık ihaleler kapsamına, 228-318 günlük kırk vadeler ise 12 aylık ihaleler kapsamına alınmıştır

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten,

(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/96turkce/yrapt.pdf> (25.07.2007)

Bu yıl içinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senedi Piyasası'na göz attığımızda bileşik endeks bir önceki yıla göre %144 artışla 97.587 seviyesine ulaşmıştır. Mali Endeks %205 ve Sınai Endeks %126 artmıştır. Yılın ilk üç ayında %68 artış gösteren bileşik endeks mayıs ayında küçük bir düşüştü sonra haziran-temmuz döneminde önemli bir gelişme göstermemiştir. Ağustos ayında düşüş, Eylül ayındaki küçük bir artıştan sonra ay sonu verilerine göre bileşik endeks ekim-aralık döneminde TL bazında %35 artmıştır. İşlem hacmini incelediğimizde 1995'te 2.372 milyon YTL olan işlem hacmi 1996'da ufak bir artışla 2.941 milyon YTL olmuştur. Ancak işlem hacmi ABD Doları bazında dolar kurundaki artışa bağlı olarak 52.311 milyondan

36.698 milyon dolara düşmüştür. Diğer pazarları da eklediğimizde toplam 37.737 milyon ABD Dolarlık bir işlem hacmine ulaşılmıştır. Görüldüğü gibi 1996 yılında her ne kadar endeks bazında büyük artışlar gözlenirse de bu artışın işlem hacmine yansımadağını görmekteyiz. Bu da bize bu yıl içinde ülkeye gelen 1.6 milyar ABD Dolarlık portföy yatırımlarının çok az bir kısmının İMKB'ye yöneldiğini göstermektedir.

İMKB Bono ve Tahvil Piyasası'nda 1995 yılında toplam işlem hacmi 6.522.000.000 TL veya 139.763 milyon ABD Doları şeklinde oluşmuşken bu rakamlar 1996 yılında 21.051.000.000 TL veya 254.142 milyon ABD Doları'na ulaşmıştır. Dolar kurunda yaşanan yükselişe rağmen hem dolar hem de TL bazında işlem hacimlerinde çok büyük artışlar olduğunu görmekteyiz. Menkul kıymet ihracında kısa vadeli hazine bonosunda bir önceki yıla göre %83.8 artışla 3.135.000.000.000 TL'ye ulaşan işlem hacmi devlet tahvilinde ise %75.9'luk bir artışla 604.000.000 TL'ye ulaşmıştır. Bu rakamlardaki artışlara dayanarak ülkeye gelen portföy yatırımlarının bono ve tahvil piyasasına yöneldiğini söylemek doğru bir tespit olacaktır.

2.1.2 1997 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

1997 yılında 2.8 milyar ABD Doları düzeyindeki cari işlemler açığına karşılık 8.6 milyar ABD Doları net sermaye girişi gerçekleşmiş resmi rezerv artışı ise 2 milyar ABD Doları olmuştur. Sermaye girişlerinin 6.9 milyar dolarlık kısmı uzun vadeli, 1.8 milyar dolarlık kısmı ise kısa vadeli. 1997 yılında 1.678 milyar dolar olan izin verilen yabancı sermaye miktarına karşılık fiili gelen miktar 805 milyon ABD Doları olmuştur. Uzun vadeli girişlerin 805 milyon doları net doğrudan yatırım kaynaklı iken portföy yatırımları 1.6 milyar ABD Doları olmuştur. Hazine ve kamu bankaları bu yıl içinde çeşitli banka ve piyasalardan toplam 3.4 milyar ABD Doları kredi sağlamıştır. Bu dönemde özellikle özel sektörün yurt dışından sağladığı döviz kredilerinde önemli artışlar gerçekleşmiş ve kredi kullanımları 9.8 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır. Türkiye'de yerleşik kişiler ile yurtdışında yerleşik kişilerin menkul alım-satımları sonucunda 140 milyon ABD Doları net çıkış gerçekleşmiştir.

1997 yılı genelinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nı incelediğimizde 1997 yılı başında bütün endeks ve göstergeler 1/100 oranında değiştirilerek yeni bir düzenlemeye gidilmiştir. Bileşik Endeks yıl sonunda bir önceki yıla göre nominal %254 artarak 3.451 puandan kapanmıştır. Mali Endeks %397, Sınai Endeks %154 oranında artmıştır. Ay sonu verilerine göre bileşik endeks en yüksek artışları Ocak, Eylül ve Aralık aylarında gerçekleştirmiştir. Bileşik endeks yılı yükselişlerle geçirirken Ekim ayında ortaya çıkan Güney Doğu Asya finansal krizi nedeniyle keskin bir düşüş yaşamıştır. İşlem hacmini incelediğimizde yıl sonu toplamında bir önceki yıla göre %300 civarında bir artışla 9.049.000.000 TL'ye dolar bazında ise %70 civarında bir artışla 58.104 milyon ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. Bu gelişmeler ışığında yıl içinde gelen 1.8 milyar ABD Doları portföy yatırımlarının bir kısmının İMKB'ye aktığını söyleyebiliriz.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nın alternatifi olan İMKB Bono ve Tahvil Piyasası'na göz attığımızda yine yükselişler olduğunu görmekteyiz. İşlem hacmine göz attığımızda 1997 yılında toplam 63.696.000.000 TL veya 409.856 milyon ABD Doları işlem hacmine ulaşıldığını görmekteyiz. Bu rakamlar bir önceki yıla göre TL bazında %300.ABD Doları bazında yaklaşık %50 oranında artışa işaret etmektedir. İhale yoluyla yapılan iç borçlanmada faiz oranları 1996'da %126 iken 1997 yılı Şubat ayında yılın en düşük seviyesi olan %91.7'ye gerilemiştir. Ancak yaşanan politik belirsizlikler nedeniyle yükselmeye başlayan faiz oranları 1997 yılı Aralık ayında yılın en yüksek seviyesi olan %122.5'ten kapanmıştır. Bu yükselmenin nedenleri arasında yıl sonu enflasyonunun yüksek çıkacağı beklentisi, IMF görüşmelerinden sonuç alınamaması ve vergi reformu çerçevesinde menkul kıymet kazançlarına vergi uygulanacağı yolundaki beklentiler sayılabilir (TCMB, 1997). 1997 yılında iç borç stokunun vade yapısı uzatılabilmiş ve iç borçlanma ağırlıklı olarak devlet tahvili ile sürdürülmüştür. Bu gelişme bize portföy yatırımlarının bu yıl içinde daha çok İMKB Hisse Senetleri Piyasası'na yöneldiğini göstermektedir.

2.1.3 1998 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

Enflasyonun düşüş eğilimi içerisinde olması ve reel kurların istikrarlı seyri 1998 yılının ilk altı ayında olumlu beklentilerin oluşmasına ve sermaye girişlerinin yaşanmasına sebep olmuştur. Ancak, Ağustos ayı başında Rusya'da yaşanan mali kriz ile birlikte yabancı yatırımcıların gelişmekte olan piyasalardan çıkışı başlamış ve bu durum Türkiye'yi de olumsuz etkilemiştir (TCMB, 1998).

Net sermaye girişleri 1998 yılının ilk on bir ayında 925 milyon ABD Doları olmuştur. Merkez Bankası döviz rezervleri de yıla 19.680 milyar ABD Doları seviyesinde başlamışken yılın ilk altı ayında devamlı artarak Haziran ayında en yüksek değer olan 25.711 milyar dolar ulaşmış ancak yılın ikinci yarısında Rusya Krizi'ne paralel olarak azalmaya başlamış ve yılı 19.815 milyar ABD Doları rezervle kapamıştır. İzin verilen yabancı sermaye miktarı 1.678 milyar dolarken fiilen gelen sermaye 940 milyon ABD Doları olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde net 2.9 milyar ABD Doları giriş gerçekleşmiş buna karşılık doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve uzun vadeli sermaye hareketlerinde 1.9 milyar ABD Doları çıkış görülmüştür. Portföy yatırımlarında net 6.2 milyar ABD Doları sermaye çıkışı olmuştur. Portföy yatırımlarındaki çıkış daha çok yılın ikinci yarısında Rusya'daki mali krizle birlikte Hazine'nin yurtdışı piyasalardan tahvil ihracı yoluyla borçlanma imkanının kısıtlanması ve yabancı yatırımcıların menkul kıymet piyasalarından çıkmalarından kaynaklanmıştır. Kısa vadeli yükümlülükler incelendiğinde sağlanan krediler 1997 yılında 3.2 milyar ABD Doları iken 1998'de 2.1 milyar ABD Doları'na düşmüş ancak özellikle ticari bankaların ve kişilerin döviz tevdiat hesaplarını kapsayan diğer Döviz Tevdiat Hesabı kalemi 1.6 milyar ABD Doları artmıştır. Bu da bize kriz zamanında ticari bankaların ve vatandaşların dövize yöneldiğini göstermektedir.

1998 yılında Hazine toplam 17.4 katrilyon TL tutarında menkul kıymet ihraç etmiştir. İhracın %80.9'u bonolardan, %19.1'i ise tahvilden oluşmaktadır. Bu da bize Hazine'nin vade yapısının bir önceki yıla göre bozulduğunu ve tekrar krize bağlı olarak kısa vadeye dönüldüğünü göstermektedir. Hazine ihalelerinin seyrine bakıldığında genel olarak hedeflenen satış miktarlarının gerçekleşmesi ile birlikte zaman zaman faizlerdeki

hızlı yükselmenin önlenmesi amacıyla satışların programlanmasının altında kesildiği görülmüştür. Haziran ayından itibaren düşme eğilimine giren Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihalelerinde oluşan ağırlıklı ortalama bileşik faiz oranları Ağustos ayından itibaren tekrar artmaya başlamıştır. Eylül ayı itibariyle bileşik faiz oranları %147.68 olarak gerçekleşirken Ekim ayı itibariyle bu oran 6.8 puan düşerek %140.8 olmuştur. Ancak Kasım ve Aralık aylarında söz konusu oran sırasıyla %144.93 ve %145.12'ye ulaşmıştır. 1998 yılı sonuna bakıldığında ise bir önceki yıl %126.7 olan ağırlıklı ortalama iç borç faiz oranları 3.7 puan düşmüş ve %123 olarak gerçekleşmiştir. Ortalama vade de 1997 yılında 341 gün iken 1998 yılı sonu itibariyle 280 güne düşmüştür.

Tahvil ve bono piyasasındaki işlem hacmine baktığımızda toplam işlem hacminin 115.274.000.000 TL'ye ulaştığını görmekteyiz. Bu hemen hemen bir önceki yılın iki katı kadardır. Ancak işlem hacmine ABD Doları bazlı baktığımızda hacmin 440.601 milyon dolara ulaştığını görmekteyiz. Bu rakam bir önceki yıla göre küçük bir artışı ifade etmektedir. İşlem hacmindeki artışın dolar bazında düşük kalmasının nedenini kurlarda yaşanan yükselmeye bağlayabiliriz.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Bileşik Endeksi 1998 yılı sonunda bir önceki yıla göre nominal %25 azalarak 2598 puana düşmüştür. Aynı dönemde mali endeks %28, sınai endeks %27 oranında düşmüştür. İşlem hacimlerinde ise YTL bazlı olarak baktığımızda toplamda bir önceki yıla göre iki kat artış göstererek 18.030.000.000 TL'ye ulaştığını görmekteyiz. İşlem hacmi ABD Doları bazlı olarak 70.336 milyon dolar olmuştur. İşlem hacminin iki kat artmasının İMKB'ye para girişi olduğu şeklinde yorumlamak yanlıştır. Özellikle Rusya Krizi ile birlikte yılın ikinci yarısından itibaren başlayan bono ve tahvil faizlerinde ve döviz kurlarındaki artış İMKB'den yabancı yatırımcıların çıkmasına ve bu piyasalara yönelmesine yada ülkeyi terk ederek daha güvenli olan gelişmiş piyasalara yöneldiğini söylemek daha doğru olacaktır. Dolayısıyla 1998 yılında portföy yatırımları açısından ülkemizde net bir sermaye çıkışı olmuş kalan yatırımlarda daha güvenli ve karlı olan bono, tahvil ve döviz piyasalarına yönelmiştir.

2.1.4 1999 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

Rusya Krizi ile birlikte 1998 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren global nitelik kazanan ekonomik kriz sonucu 1998 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye Ekonomisi'nden 6.8 milyar ABD Doları sermaye çıkışı olmuş ancak 1999 yılı başından itibaren yeniden sermaye girişleri yaşanmaya başlamıştır. Tablo 2'yi incelediğimizde 1999 yılında ülkemiz ekonomisindeki gelişmeleri bir bütün halinde görmekteyiz. Sermaye girişlerin büyük bölümü portföy yatırımları şeklinde gerçekleşmiştir. Portföy yatırımlarındaki artışın büyük bölümü hükümetin ve bankaların tahvil ihracından kaynaklanmıştır. 1999 yılının ilk on bir aylık döneminde toplam 2.1 milyar ABD Doları tahvil ihracı gerçekleşmiştir.

Tablo 2: Sermaye Hareketleri (1999 Yılı)

	1997	1998 (1)	1999 (1)
Sermaye Hareketleri	8.737	905	6.700
Doğrudan Yatırımlar	554	442	30
Portföy Yatırımları	1.634	-6.104	2.453
Menkul Değer Varlıkları	-710	-1.125	-496
Tahvil İhracı	1.774	-276	2.108
Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	4.788	3.611	-93
Kullanımlar	9.905	10.372	9.326
Genel Hükümet	1.062	1.016	763
Bankalar	2.478	2.692	2.033
Diğer Sektörler	6.365	6.664	6.530
Ödemeler	-6.095	-7.318	-9.279
Genel Hükümet	-2.518	-2.503	-2.619
Bankalar	-818	-2.146	-2.023
Diğer Sektörler	-2.757	-2.666	-4.633
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	1.761	2.906	4.310
Varlıklar	-1.750	-567	-1.072
Yükümlülükler	3.511	3.473	5.382
Ticari Krediler	2.084	1.239	3.578
Kredi Mektuplu DTH (Net)	49	-74	-96
Diğer DTH (Net)	-152	1.553	57

1-) Ocak-Kasım Dönemi

Tutarlar Milyon ABD Dolarıdır

Kaynak:TCMB Yıllık Bülten, (Çevrimiçi)

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/99turkce/raporxyeni.html> (03.082007)

Kısa vadeli sermaye girişi 4.3 milyar dolar seviyelerinde gerçekleşmiştir (Bkz; Tablo 2). Banka mevduatlarında önemli oranda azalmalar yaşanırken döviz tevdiat hesaplarında çok büyük bir değişiklik yaşanmamış sadece 570 milyon dolarlık giriş gözlenmiştir. 1999 yılı başında kaynak kullanımı destek fonu kesintisinin kaldırılması sonucu uzun vadeli kredinin vergi kaynaklı cazibesini kaybetmesiyle dış borçlanmada orta ve uzun vadeliden kısa vadeliye bir dönüş yaşanmıştır. Bankalar ve KİT'ler uzun vadeli kredi kullanımına devam etmişler ancak kullanılan kredi tutarı 4.5 milyar dolardan 2 milyar dolara gerilemiştir (TCMB, 1999).

1999 yılında izin verilen yabancı sermaye miktarı bir önceki yıla göre ufak bir artış kaydederek 1.7 milyar ABD Doları olmuş ancak fiilen gelen yabancı sermaye miktarı bir önceki yılın değerlerinin altında kalarak 783 milyon ABD Doları seviyelerinde gerçekleşmiştir. 1999 yılına 20.267 milyar dolar seviyelerinden başlayan döviz rezervleri yıl içinde çok fazla bir dalgalanma göstermeden az ama istikrarlı artışını sürdürmüş ve yılsonunda 23.235 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

1999 yılında kamu kesimi tarafından ihraç edilen devlet tahvili miktarı bir önceki yıla göre 2.6 kat artmıştır. İç borç miktarının yüksekliğinin yanı sıra kamu harcamalarının kısıtlanamaması ve 17 Ağustos 1999'da meydana gelen Marmara Depremi nedeniyle harcamaların daha da artmış olması borçlanma ihtiyacının yükselmesine neden olmuştur. İMKB Bono ve Tahvil Piyasası'nda işlem hacmi bir önceki yıla göre TL bazında iki katından fazla artarak 286.154.000.000 TL, ABD Doları bazında ise %50 artışla 673.109 milyon ABD Doları şeklinde olurken, faiz oranları bono ve tahvil piyasasında %126.17 olarak başladığı yılı istikrarlı ve devamlı düşüşlerle %60.30 seviyelerinden kapatmıştır. Haine Aralık ayında ihale yapmamış Ocak ayındaki ihalede %128.01 olan bileşik faiz oranları Haziran ve Ekim ayları dışında düşüş göstererek Kasım ayında %93.32 olarak yılı tamamlamıştır.

Güney Doğu Asya ve Rusya Krizleri ile Marmara Depremi nedeniyle iyice düşen İMKB Ulusal 100 Endeksi Eylül ayında yükselişe geçerek yılı 15.209 puandan kapatmıştır. İşlem hacmi ise YTL bazında iki kat artarak 36.877 milyon YTL, ABD Doları bazlı olarak da 84.034 milyar dolara ulaşmıştır. İMKB Endeksi %13.6 oranında

en büyük değer kaybına Marmara Depremi'nin olduğu Ağustos ayında ulaşmıştır. En yüksek artış ise %79.8 ile Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne üye adaylığının ve para programının açıklandığı Aralık ayında görülmüştür. Bütün bu bilgiler ışığında 1999 yılında ülkeye gelen 2.4 milyar ABD Doları portföy yatırımının öncelikle yıl içinde kamu kesiminin artan tahvil ihracına gittiğini söyleyebiliriz. Bono ve tahvil piyasasında işlem hacmindeki artış ve faiz oranlarında yaşanan düşüşte bunu desteklemektedir. Portföy yatırımlarının bir kısmının ise yılın son çeyreğinde İMKB'ye geldiğini söylemek yanlış olmaz. Bu savımızı da Ulusal 100 Endeksin Ekim ayında 6.556 puan, Kasım ayında 8.459 puan ve Aralık ayında 15.209 puana ulaşması ayrıca aylık değişimlerin Ekim ayında sadece %8 iken Kasım ayında %29 ve Aralık ayında %79.8'e ulaşmasıyla destekleyebiliriz.

2.1.5 2000 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

2000 yılının ilk yarısında cari işlemler açığının finansmanında Hazine'nin tahvil ihraçları ağırlıklı olurken Ağustos ayından itibaren kısa vadeli girişler ağırlık kazanmıştır. Hazine yıl genelinde 6.2 milyar dolar tahvil ihracı gerçekleştirmiştir (TCMB, 2000). Kasım ayı sonunda başlayan likidite sıkışıklığı ile başlayan tedirginlik ortamı ve Merkez Bankası'nın piyasaya sağladığı likiditenin döviz talebine dönüşmesi 22-30 Kasım tarihlerinde Merkez Bankası'nın yoğun döviz satışı ile sonuçlanmıştır. Bu nedenle, Kasım ayında yabancılar yurt içine 5.2 milyar ABD Doları menkul kıymet satışı gerçekleştirmiş ve bu ayda portföy yatırımları kaynaklı 4.8 milyar ABD Doları sermaye çıkışı olmuştur. 2000 yılında uzun vadeli sermaye girişi daha çok bankalar dışındaki diğer sektörlerin sağladığı uzun vadeli dış ticaret finansmanı ile ilgili kredilerden kaynaklanmıştır. Diğer sektörler net olarak 4.9 milyar dolar uzun vadeli kredi kullanırken bankaların ve devletin net ödeyici konumunda olmasından dolayı toplam uzun vadeli sermaye girişi 4.3 milyar ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Tablo 3'ü incelediğimizde kısa vadeli sermaye girişlerinin 2000 yılında 4 milyar ABD Doları seviyesine ulaştığını görmekteyiz. Kısa vadeli sermaye hesapları ilk yedi ayda sürekli artış yönünde gerçekleşirken Ağustos ayından itibaren bu eğilim tersine dönmüştür. Özel sektörün sağladığı ticari krediler ve bankaların kısa vadeli borçlanmaları kısa vadeli sermaye girişlerinde belirleyici olmuştur. Ancak bu dönemde

kısa vadeli mevduatta daha çok kişilerin ve ticari bankaların döviz hesaplarını içeren Döviz Tevdiat Hesapları kaynaklı azalış gözlenmiştir (TCMB, 2000).

Tablo 3: Sermaye Hareketlerinden Seçilmiş Kalemler (2000 Yılı)

	1999	2000	2000-I	2000-II	2000-III	2000-IV
Sermaye Hareketleri	4.670	9.445	3.435	4.535	2.966	-1.491
Doğrudan Yatırımlar (Net)	138	112	-20	190	-427	369
Portföy Yatırımları (Net)	3.429	1.022	2.091	1.608	2.333	-5.010
Menkul Değer Varlık (1)	-759	-593	102	-337	-369	11
Menkul Değer Yükümlülük(2)	968	-4.637	-83	3	762	-5.319
Tahvil İhracı	3.220	6.252	2.072	1.942	1.940	298
Uzun Vadeli Sermaye (Net)	344	4.276	247	1.955	712	1.362
Kullanımlar	11.035	17.459	3.252	5.179	3.960	5.068
Genel Hükümet	1.011	2.733	472	875	510	876
Bankalar	2.563	1.902	234	977	353	338
Diğer Sektörler	7.461	12.824	2.546	3.327	3.097	3.854
Ödemeler	-10.560	-13.803	-3.181	-3.369	-3.441	-3.812
Genel Hükümet	-2.943	-3.616	-627	-1.110	-864	-1.015
Bankalar	-2.446	-2.265	-826	-346	-554	-539
Diğer Sektörler	-5.169	-7.919	-1.727	-1.912	-2.022	-2.258
Kısa Vadeli Sermaye (Net)	759	4.035	1.117	782	348	1.788
Varlıklar	-2.571	-2.138	-472	464	-1.871	-259
Yükümlülükler	6.173	6.173	1.589	318	2.219	2.047

1-) Yerleşiklerin yurt dışında net menkul satımı

2-) Yabancıların yurt içinde net menkul alımı

Tutarlar milyon ABD Dolarıdır

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten (Çevrimiçi)

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/turkce/yraporxyeni.html> (03.08.2007)

2000 yılında izin verilen yabancı sermaye miktarı bir önceki yıla göre iki kat artarak 3.477 milyar dolar olurken fiilen gelen yabancı sermaye miktarı aynı oranda artış göstermemiş ve sadece 982 milyon ABD Doları olmuştur. Döviz rezervleri ise yıla 23.180 milyar dolar seviyelerinde başlamıştır. Yıl içinde fazla bir dalgalanma göstermemişken Kasım ayında piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklığı nedeniyle Merkez Bankası'nın döviz satması sonucu Kasım ayında 21.583 milyar dolar, Aralık ayında ise 19.635 milyar dolar seviyesine inmiştir. Ancak Hazine'nin IMF'den sağladığı 7.5 milyar dolarlık Ek Rezerv Kolaylığı, 2.9 milyar dolar stand-by kredisi, Dünya

Bankası'ndan 780 milyon dolarlık Mali Sistem Uyum Kredisi ve uluslar arası bankalardan sağlanan 1 milyar dolarlık sendikasyon kredileri sayesinde Kasım ayında yaşanan yüklü sermaye çıkışlarının ve rezerv azalışlarının bir bölümünü telafi etmiştir.

2000 yılında Hazine'nin düzenlediği bono ve tahvil ihalelerini Tablo 4 yardımıyla incelediğimizde bileşik faiz ortalamasının %38.2 olduğunu görmekteyiz. Senetlerin vade gün sayılarına göre artış gösteren faiz oranlarında değişiklik olmasına rağmen Nisan ve Ağustos aylarında faiz oranlarında bir düşüş gözlenmekte ancak Kasım ayında yaşanan likidite sıkışıklığının verdiği tedirginliğe bağlı olarak faiz oranlarının tekrar %40.3 seviyesine yükseldiğini görmekteyiz.

Tablo 4: Hazine İhaleleri (2000 Yılı)

	Net Satış (Trilyon TL)	Toplam İtfa (Trilyon TL)	Faiz Oranı (Ağırlıklı Ortalama Bileşik Faiz)	Vade (Net Satış Ağırlıklı) (Gün)
1998 (Ocak- Aralık)	14254	14471	122,5	215,5
1999 (Ocak- Aralık)	26886	25478	104,3	502,3
2000 (Ocak- Aralık)	28053	36918	38,2	426,8
Ocak 2000	3381	4075	38,2	450,7
Şubat	4641	5411	42,1	396,5
Mart	2614	3582	39,8	514,7
Nisan	3805	4700	34,4	393,4
Mayıs	3791	4587	40,5	488,6
Haziran	1550	2200	41,8	498,6
Temmuz	1489	2044	36,3	392,4
Ağustos	3200	5687	33,5	362,8
Eylül	456	620	33,6	532,0
Ekim	1448	1847	37,5	383,9
Kasım	1680	2165	40,3	356,2

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten,

(Çevrimiçi)<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/turkce/yraporxyeni.html>(30.07.2007)

İMKB Bono ve Tahvil Piyasası'nda gerçekleşen toplam işlem hacimlerine baktığımızda muazzam bir artış görmekteyiz. 1999 yılında 286.154 milyon YTL olan toplam işlem hacmi 2000 yılında YTL bazında iki buçuk kat artarak 720.458 milyon YTL dolar bazında ise hemen hemen iki kat artarak 1.149.673 milyon ABD Doları olmuştur.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki işlem hacminde de 1999 yılına göre çok büyük oranda artışlar gözlenmektedir. Bir önceki yıl toplamda 36.877.000.000 TL olan işlem hacmi 2000 yılında 111.165.000.000 TL veya 191.934 milyon ABD Doları olmuştur. Bu işlem hacimlerinin yönünü belirlemek için Ulusal 100 Endeksi incelememiz gerekir. 2000 yılında Ulusal 100 Endeks Ocak, Nisan, Ekim ve Aralık ayları dışında diğer aylarda bir önceki aya göre düşüş göstermiştir. En yüksek seviyesine Nisan ayında 19.204 puanla ulaşan endeks, Ekim ayında 13.538 puana gerilemiş ancak Kasım ayındaki likidite krizi nedeniyle daha da düşerek Kasım'da 8.748, Aralık ayında ise 9.437 puandan yılı kapatmıştır. Gerek İMKB Ulusal 100 Endeksi'ndeki gelişmeler gerekse TCMB Bilançosu'nda 2000 yılının dördüncü çeyreğinde görülen net 5.010 milyar dolarlık portföy yatırımları çıkışı 2000 yılında ülkemizden sıcak paranın Kasım ayındaki krizden etkilenerek çıktığının bir göstergesidir.

2.1.6 2001 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

2001 yılında 13.9 milyar ABD Doları net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Sermaye hareketlerinin kompozisyonu Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine bağlı olarak tamamen değişmiştir. Daha önceden net giriş gerçekleşen Hazine'nin yurt dışı tahvil ihracı, bankacılık sektörü ve diğer sektörlerin sağladıkları kısa vadeli krediler ve yabancı portföy yatırımlarında 2001 yılında net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Yıl içinde gerçekleşen net sermaye girişi ise doğrudan yabancı yatırımcılardan kaynaklanmıştır. Bu girişler üçüncü GSM lisans satış gelirinin tahsil edilmesi, TMSF bünyesindeki bir bankanın yabancı bir bankaya satılması ve bir otomotiv üreticisinin ortaklık payını yabancı ortağına satmasından kaynaklanmıştır (TCMB, 2001).

2001 yılında yaşanan sermaye çıkışının büyük kısmı kısa vadeli sermaye kaynaklıdır. Bu dönemde bankaların döviz mevduatlarının 996 milyon ABD Doları artmasına karşın, bankaların bir önceki yıl aldıkları sendikasyon kredilerini yenileme oranlarının düşmesi nedeniyle kısa vadeli net sermaye çıkışı 11 milyar ABD Doları olmuştur. Bu dönemde yaşanan diğer önemli bir gelişme, bankaların döviz üzerinden yaptıkları işlemlerin azalmasından ötürü “Bankaların Döviz Mevcutları” kalemindeki işlem hacminin önceki yıllara kıyasla düşük kalmış olmasıdır. 2000 yılında üretimdeki artış dolayısıyla bankacılık dışındaki sektörlerin yatırım ve ithalatın finansmanı için sağladıkları uzun vadeli kredilerde belirgin bir artış yaşanmışken, 2001 yılında üretimde yaşanan daralma ve ithalatın yavaşlamasından ötürü bankacılık dışı sektörler tarafından sağlanan net uzun vadeli krediler sadece 267 milyon ABD Doları seviyesinde kalmıştır. Bankacılık sektörü ve kamu sektörü bu dönemde uzun vadeli kredilerde net ödeyici konumunda olmuştur.

2001 yılında izin verilen yabancı sermaye miktarı 2.725 milyar dolar olmuşken fiili giriş 3.266 milyar dolar olmuştur. Fiili girişteki artışların sebeplerini biraz önce sıralamıştık. 2001 yılının başlarında bankaların Merkez Bankası'na döviz satmaları ve IMF kredi girişlerinin etkisiyle Merkez Bankası döviz rezervleri 16 Şubat 2001 tarihinde yılın en yüksek seviyesi olan 27.2 milyar ABD Doları seviyesine yükselmiştir. Merkez Bankası döviz rezervi Şubat ayındaki krizi takip eden iki ayda büyük miktarlarda gerilemiştir. Haziran ayında da döviz kurlarındaki kısa dönemli dalgalanmaları gidermek amacıyla açılan ihalelerde yüksek miktarda döviz satılmasından ötürü Haziran ayında döviz rezervleri yılın en düşük seviyesi olan 16.4 milyar dolara gerilemiştir. Yılın kalan aylarında nispeten istikrarlı seyreden döviz rezervleri yılı 18.7 milyar dolar seviyesinden bitirmiştir.

Yaşanılan ekonomik kriz sonrasında dış borçlanma kullanılamamıştır. Dış borçlanmada 1999 yılının son çeyreğinden itibaren net borçlanıcı konumunda olan Hazine bu dönemde net ödeyici olmuştur. İç borçlanmada ise belirsizliğin ve borçlanma maliyetlerinin artması sonucu hazine bonusu ile finansman tercih edilmiş ve tahvil ihracı gerçekleşmemiştir. İç borçlanmada yükselen maliyetler ile kısa vadeli finansman ile birlikte 2001 yılında faiz yükü önemli ölçüde artmıştır. Yaşanılan kriz ve bankacılık

sektörünün Devlet İç Borçlanma Senetleri portföyünde önemli ölçüde zarar etmeleri DİBS'e olan taleplerini azaltmalarına neden olmuştur. Diğer taraftan Şubat ayında döviz kurlarının serbest bırakılması ile ortaya çıkan belirsizlikler yurt dışından gerçekleşen DİBS taleplerini olumsuz etkilemiştir. Şubat krizi ile iç borçlanma vadesinin kısılması ve maliyetinin yükselmesi Hazine'nin kısa dönem likidite ihtiyacının artmasına neden olmuş ve iç borçlanmanın çevrilmesi ile ilgili kuşkular ortaya çıkmıştır (TCMB, 2001).

Hazine ihalelerinin yıl boyunca seyrini Tablo 5 yardımıyla görmekteyiz. Ocak 2001 tarihinde %64.9 olan bileşik faiz oranı Şubat ayında 45 gün vadeli ihalede %124.2 ve 98 günlük Mart ayı ihalesinde %193.7 ile yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Nisan ayında %130.4 seviyesine inen bileşik faiz diğer aylarda hızlı düşüşüne devam ederek yılı %74.1 bileşik faiz oranıyla bitirmiştir (Bkz; Tablo 5). İMKB Bono ve Tahvil Piyasası'nda işlem hacmi toplamda çok küçük bir artışla 736.115.000.000 TL olurken ABD Doları bazında kurdaki yükselmeye bağlı olarak 664.541 milyon dolar seviyesine gerilemiştir. Toplam işlem hacminin büyük bölümü repo-ters repo piyasasında gerçekleşmiş, kesin alım-satım pazarında çok keskin bir düşüş yaşanmıştır. Bu durum bize kriz ortamında yatırımcının likit bir piyasa olan repo-ters repo piyasasında kalarak burada büyük miktarlara ulaşan günlük kazançları tercih ettiğini göstermektedir.

Tablo 5: Hazine İhaleleri (2001 Yılı)

	Net Satış (Trilyon TL)	Toplam İtfa (Trilyon TL)	Faiz Oranı (Ağırlıklı Ortalama Bileşik Faiz)	Vade (Net Satış Ağırlıklı) (Gün)
1998 (Ocak- Aralık)	14.254	14.471	122,5	215,5
1999 (Ocak- Aralık)	26.886	25.478	104,3	502,3
2000 (Ocak- Aralık)	28.053	36.918	38,2	426,8
2001 (Ocak- Aralık)	38.301	41.217	99,6	146,3
Ocak 2001	2.070	1.985	64,9	224,5
Şubat	2.955	5.091	124,2	45,1
Mart	3.286	1.745	193,7	98,0
Nisan	3.330	1.203	130,4	165,5
Mayıs	4.146	4.749	82,2	193,0
Haziran	5.065	5.364	88,4	124,0
Temmuz	2.118	2.802	95,3	170,2
Ağustos	2.802	3.176	92,6	132,4
Eylül	1.020	1.415	87,6	126,5
Ekim	1.839	3.740	86,4	121,8
Kasım	5.536	5.673	79,3	166,6
Aralık	4.133	4.427	74,1	169,0

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten,(Çevrimiçi)

[http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/01turkce/yraporxyeni.html\(31.07.2007\)](http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/01turkce/yraporxyeni.html(31.07.2007))

Tablo 6’da 2001 yılında yaşanan sermaye hareketlerini görmekteyiz. Sermaye hareketlerinden portföy yatırımlarına bakıldığında yıl genelinde net 4.515 milyar dolarlık çıkış gözlenirken bu rakamın yarıdan fazla kısmı yılın ilk çeyreğinde gerçekleşmiştir. Yılın diğer aylarında çıkış devam etmiş ama daha az miktarlarda gerçekleşmiştir. Uzun vadeli sermayede de net 1.130 milyar ABD Doları çıkış olmuştur. Bunun sebebi de bankaların ve Hazine’nin bu yıl net ödeyici pozisyonunda olmasıdır.

Tablo 6: Sermaye Hareketlerinden Seçilmiş Kalemler (2001 Yılı)

	2001 TÜM	2001 I	2001 II	2001 III	2001 IV
Sermaye Hareketleri	-13.882	-3.060	-6.342	-1.154	-3.326
Doğrudan Yatırımlar (Net)	2.769	1.574	109	427	659
Portföy Yatırımları (Net)	-4.515	-2.868	-348	-741	-558
Yerleşiklerin Yurtdışında Menkul Değer Satışları	-788	-22	89	-135	-720
Yabancıların Yurtiçinde Menkul Değer Alışları	-3.823	-3.292	178	-603	-106
Tahvil İhracı	96	446	-615	-3	268
Uzun Vadeli Sermaye (Net)	-1.130	-510	-1.116	753	-257
Kullanımlar	12.612	2.489	2.604	3.834	3.685
Genel Hükümet	2.579	323	272	1.522	462
Bankalar	860	141	31	276	412
Diğer Sektörler	9.173	2.025	2.301	2.036	2.811
Ödemeler	-14.347	-2.989	-3.767	-3.398	-4.193
Genel Hükümet	-3.556	-739	-877	-603	-1.337
Bankalar	-1.884	-483	-327	-799	-275
Diğer Sektörler	-8.906	-1.766	-2.563	-1.996	-2.581
Kısa Vadeli Sermaye (Net)	-11.006	-1.256	-4.987	-1.593	-3.170
Varlıklar	-87	633	-1.436	994	-278
Yükümlülükler	-10.919	-1.889	-3.551	-2.587	-2.892

Tutarlar milyon ABD Dolarıdır

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten, (Çevrimiçi)

[http:// www.tcmb.gov.tr/reserach/yillik/01turkce/yraporxyeni.html](http://www.tcmb.gov.tr/reserach/yillik/01turkce/yraporxyeni.html) (03.08.2007)

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nın yıllık seyrini Tablo 7'de görmekteyiz. İşlem hacmi 2001 yılı Aralık ayı itibariyle TL bazında 93.119 trilyon TL, ABD Doları bazında 80.4 milyon ABD Doları'na ulaşmıştır. ABD Doları bazında işlem hacmi %56 oranında azalmıştır. Ulusal 100 Endeks'in Kasım 2000 krizinden sonra toparlanması 2001 Şubat krizi nedeniyle fazla uzun sürmemiş Nisan ayında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın açıklanmasının piyasalarda yarattığı olumlu etkinin geçici nitelikte olması sonucu Ulusal 100 Endeks azalışını sürdürmüştür. 2001 yılı Eylül sonu itibariyle yıl boyunca kaydedilen en düşük değerine ulaşan endeks yılın son çeyreğinde işlem hacmindeki artışa paralel olarak yükseliş trendine girmiştir. Ancak bu trend dahi endeksin toparlanmasına yeterli olmamış ve endeks bir önceki yılın kapanış değerinin %32 altında 13.783 puandan kapanmıştır.

Tablo 7: İMKB Hisse Senetleri Piyasası Fiyat Endekslerinin Kapanış Değerleri ve Aylık Yüzde Değişimler (2001 Yılı)

	Ulusal 100		Sınai		Mali	
	Endeks (1)	Aylık Yüzde Değişim	Endeks (1)	Aylık Yüzde Değişim	Endeks (1)	Aylık Yüzde Değişim
Ocak	10.685	13	7.504	8	15.406	20
Şubat	8.792	-18	6.579	-12	11.923	-23
Mart	8.023	-9	6.395	-3	10.828	-9
Nisan	12.367	54	9.538	49	17.201	59
Mayıs	10.880	-12	8.286	-13	15.729	-9
Haziran	11.204	3	8.703	5	16.045	2
Temmuz	9.915	-12	8.311	-4	13.884	-13
Ağustos	9.879	0	8.603	4	13.448	-3
Eylül	7.626	-23	7.069	-18	9.955	-26
Ekim	9.849	29	9.139	29	12.286	23
Kasım	11.634	18	10.057	10	15.145	23
Aralık	13.783	18	11.413	13	18.235	20

1-) TL bazlı (1986=1)

Kaynak:TCMB Yıllık Bülten, (Çevrimiçi),

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yiilik/01turkce/yraporxyeni.html> (29.07.2007)

Sonuç olarak şunu söyleyebiliriz; Tarihinin en ağır ekonomik krizlerinden birinin yaşandığı 2001 yılı hem para hem de sermaye piyasalarında büyük oranda çıkışların yaşandığı, faiz oranlarında çok büyük artışların yaşandığı, tahvil ihracının yapılamadığı, bono faizlerinin çok yükseldiği ve vadelerinin kısaldığı piyasaya olan güvenin azaldığı ve borçların döndürülebilmesi sorununun ortaya çıktığı bir yıl olmuştur.

2.1.7 2002 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

2002 yılının Ocak-Kasım döneminde net olarak 1.8 milyar ABD Doları sermaye girişi kaydedilmiştir. Bu dönemde uzun vadeli sermaye hareketleri ve doğrudan yatırımlarda giriş gözlenirken, kısa vadeli sermaye hareketlerinde çıkış meydana gelmiştir. Bu durum bize 2001 yılında yaşanan finansal kriz nedeniyle sıcak para olarak tabir edilen kısa vadeli yabancı sermayenin ülkeden çıkışının 2002 yılında da devam ettiğini göstermektedir. Yaşanılan kriz nedeniyle doğrudan yatırım amaçlı yabancı sermaye izinleri 2002 yılında %18.2 oranında azalarak 2.243 milyar ABD Doları olmuştur. Ancak Tablo 8'e baktığımızda yurt içinde yapılan doğrudan yatırım tutarının verilen yabancı sermaye izinlerinin büyük ölçüde altında kaldığını ve yılsonunda sadece 476 milyon ABD Doları (Ocak-Kasım 2002) olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Yurt içindeki siyasi ve ekonomik belirsizliklerin yabancı yatırımcı güvenini olumsuz etkilemesi yatırımların verilen izinlerden düşük kalmasına neden olmuştur (TCMB, 2002).

Kullanılan IMF kredileri ve Nisan-Haziran dönemindeki programlı döviz alım ihalelerinde satın alınan toplam 795 milyon ABD Doları döviz nedeniyle Merkez Bankası'nın döviz rezervleri 19.198 milyar dolardan başlayan yılı 26.725 milyar dolardan kapatmıştır. Makro ekonomik göstergelerin 2002 yılında olumluya dönmesi nedeniyle yabancı yatırımcılar Türkiye'ye ait menkul kıymetlere ilgi göstermeye başlamışlardır. Hazine 2002 yılının ilk on bir aylık döneminde toplam 2.9 milyar ABD Doları tutarında yeni ihraca karşılık 1.6 milyar dolar tahvil geri ödemesi yapmıştır. Hazine tarafından yapılan tahvil ihracından ötürü net 1.3 milyar ABD Doları sermaye girişi olmuştur.

Tablo 8: Sermaye Hareketlerinden Seçilmiş Kalemler (2002 Yılı)

	Ocak - Kasım 2002
Sermaye Hareketleri	1.832
Doğrudan Yatırımlar	476
Portföy Yatırımları	-826
Tahvil İhracı (Net)	804
Menkul Değer (Net)	412
Uzun Vadeli Sermaye	2.315
Kredi Kullanımları	13.433
Kredi Ödemeleri	-11.696
Kredi Mektuplu DTH (Net)	578
Kısa Vadeli Sermaye	-133
Varlıklar (Net)	562
Sağlanan Krediler (Net)	-550
Mevduatlar (Net)	-145

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten, (Çevrimiçi),

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/02turkceyraporxyeni.html> (03.08.2007)

2002 yılı sermaye hareketlerini Tablo 8’de görebiliriz. Ocak-Kasım döneminde net 2.3 milyar ABD Doları tutarında uzun vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. Bankacılık dışı özel sektör Ocak-Kasım döneminde toplam 10.4 milyar ABD Doları uzun vadeli kredi sağlamıştır. Geri ödemeler düştüğünde, bankacılık dışı özel sektörün bu dönemde sağladığı net uzun vadeli kredi tutarı 2.747 milyar ABD Doları olmuştur. Hazine ise Ocak-Kasım döneminde 878 milyon doları Dünya Bankası’ndan olmak üzere toplam 2.1 milyar ABD Doları tutarında uzun vadeli kredi kullanmıştır. Hazine aynı dönemde toplam 2.6 milyar ABD Doları uzun vadeli kredi geri ödemesinde bulunmuş böylece uzun vadeli kredilerde toplamda 0.5 milyar dolarlık azalış gerçekleşmiştir.

Hazine 2002 yılında yüksek miktarda halka arz ve doğrudan satış yöntemiyle iç borçlanmaya gitmiştir. Bu yöntemlerle 2002 yılında 2.3 milyar ABD Doları, 302.9 milyon Euro ve 5.100.000.000 TL borçlanma gerçekleştirmiştir. Hazine ihalelerinde gerçekleşen faiz oranları ve vade gün sayılarına vadelerin yılın tamamında bir yıldan az vadeli olmuştur. Faiz oranlarının yıllık seyrini Tablo 9’da görmekteyiz. 2002 yılı Ocak ayında %71.3 seviyelerinde gerçekleşen faizler Mayıs ayına kadar sürekli ve istikrarlı düşüşünü sürdürmüş ancak Haziran ve Temmuz aylarında %72.3 ve %72.5 seviyelerine çıkmış ayrıca bu aylarda vadeler de 153 güne kadar düşmüştür. Ağustos ayından itibaren tekrar düşüşe geçen faiz oranları yılı %49.8 seviyesinden kapatmıştır. 2002 yılı ihalelerin yıllık ortalama bileşik faiz oranı da %62.7 olarak gerçekleşmiştir. IMKB Bono ve Tahvil Piyasası’nda oluşan işlem hacimlerini incelediğimizde yılsonunda TL bazında bir önceki yıla göre küçük bir artışla 838.520.000.000 TL olarak gerçekleşen işlem hacmi ABD Doları bazında bir önceki yıla göre düşüş göstererek 547.782 milyon ABD Doları olmuştur. Bu işlem hacimlerinin hemen hemen %90’lık kısmı repo-ters repo piyasasında gerçekleşmiştir.

Tablo 9: Hazine İhaleleri (2002 Yılı)

	Net Satış (Trilyon TL)	Toplam İtfa (Trilyon TL)	Faiz Oranı (Ağırlıklı Ortalama Bileşik Faiz)	Vade (Net Satış Ağırlıklı) (Gün)
1998 (Ocak-Aralık)	14.254	14.471	122,5	215,5
1999 (Ocak-Aralık)	26.886	25.478	104,3	502,3
2000 (Ocak-Aralık)	28.053	36.918	38,2	426,8
2001 (Ocak-Aralık)	38.301	41.217	99,6	146,3
2002 (Ocak-Aralık)	69.808	69.700	62,7	201,2
Ocak 2002	5.472	4.764	71,3	176,2
Şubat	2.909	2.632	69,9	227,1
Mart	5.197	4.394	68,4	222,2
Nisan	7.371	6.042	58,7	230,9
Mayıs	5.758	6.861	55,3	216,5
Haziran	5.601	6.930	72,3	153,4
Temmuz	6.386	5.723	72,5	158,8
Ağustos	5.470	5.944	64,2	199,7
Eylül	4.056	5.362	62,2	158,9
Ekim	6.759	6.309	64,4	251,1
Kasım	6.241	7.447	52,9	186,5
Aralık	8.480	7.400	49,8	233,6

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten, (Çevrimiçi),

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/02turkceyraporxyeni.html> (31.07.2007)

İMKB Ulusal 100 Endeksi Şubat ayında düşü trendine girmiş ve bu trend Eylül ayına kadar devam etmiştir. Ekim ayında yükselişe geçen endeks Kasım ayında %29.7 oranında artış göstererek 13.300 puan seviyesine ulaşmıştır. Aralık ayı itibariyle gerek ABD'nin Irak'a askeri hareket olasılığının artmasının yarattığı tedirginlik gerekse para girişinin olmaması gibi nedenlerle %21.7 azalarak 10.370 puanla kapatmıştır. Endeks rakamlarında yaşanan düşüş işlem hacmine de yansımıştır. İMKB Hisse Senetleri Piyasa'sında toplam işlem hacmi bir önceki yıla göre küçük bir artışla toplamda 106.302.000.000 TL'ye ulaşırken, ABD Doları bazında ise bir önceki yıla göre düşüş göstererek 70.756 milyon ABD Doları seviyesinde kalmıştır.

Bütün bu bilgiler ışığında makro ekonomik göstergelerin 2002 yılında bir önceki yıla göre daha iyi olmasına rağmen kısa vadeli yabancı sermayenin ülkeye gelmediğini ve hatta ülkeden çıkışının devam ettiğini söyleyebiliriz. Ülkede kalan portföy yatırımlarının da ağırlıklı olarak repo-ters repo piyasasında kaldığını İMKB Hisse Senetleri Piyasası'na yönelmediğini de rakamlar ışığında rahatlıkla söyleyebiliriz.

2.1.8 2003 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

2003 yılının Ocak-Kasım döneminde sermaye akımları ve resmi rezervlerin toplamı olarak tanımlanan finans hesabı 1.3 milyar ABD Doları fazla vermiştir. IMF kredileri ve resmi rezerv değişimleri dışarıda tutulduğunda söz konusu dönemde 4.4 milyar ABD Doları net sermaye girişi olmuştur. Finansman ihtiyacının karşılanması açısından 2003 yılı 2002 yılından farklı özellikler taşımaktadır. 2002 yılında genellikle orta ve uzun vadeli kaynaklardan finansman sağlanmış ayrıca kısa vadeli sermaye çıkışları gerçekleşmiştir. 2003 yılının ilk on bir ayında ise finansman ihtiyacı ağırlıklı olarak kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilmiştir. Alt kalem bazında söz konusu kısa vadeli sermaye hareketleri, genel olarak yabancıların hisse senedi ve devlet iç borçlanma senetlerinden oluşan menkul kıymet alımı ve bankacılık sektörü kısa vadeli kredi kullanımından oluşmuştur. 2003 yılında doğrudan yatırımlar kaynaklı net

yabancı sermaye girişi bir önceki yıla göre çok büyük oranda azalarak 1.208 milyar dolar seviyesinde kalmış fiili gelen sermaye de 535 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası 2003 yılında döviz alım ihaleleri ile 5.7 milyar ABD Doları, döviz kurlarında görülen aşırı dalgalanma nedeniyle yapılan doğrudan alım ihaleleriyle de 4.2 milyar ABD Doları döviz alımı yapmıştır. Böylece 2002 yılı sonunda 26.7 milyar ABD Doları olan Merkez Bankası rezervleri 2003 yılı sonunda 33.6 milyar ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. 2003 yılının Ocak-Kasım döneminde firmaları yurt dışından kullandıkları krediler dış ticaret hacmindeki artışa paralel olarak bir önceki yılın aynı dönemine göre 2.3 milyar dolar artarak 21.7 milyar dolara yükselmiştir. Bankalar yurt dışı kaynaklı kısa ve uzun vadeli kredilerle 2003 yılında 578 milyon dolar net borçlanıcı konumunda olmuşlardır. Bankacılık dışı özel sektörün yurt dışından kullandıkları uzun vadeli krediler 2003 yılında 9.5 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde Hazine net 2.8 milyar dolar uzun vadeli kredi geri ödemesinde bulunmuştur.

Yurt dışı piyasalarda Türkiye Ekonomisi'ne ilişkin oluşan olumlu görünüm neticesinde Türk Tahvilleri 2003 yılı genelinde değer kazanmıştır. Söz konusu olumlu gelişmelere paralel olarak Hazine yıl içinde bu piyasalardan beş kez tahvil ihracı yoluyla borçlanma imkanı bulmuştur. Hazine 2003 yılının Ocak-Kasım döneminde toplam 5.3 milyar ABD Doları tutarında yeni ihraca karşılık, 3.8 milyar ABD Doları tutarında tahvil geri ödemesinde bulunmuştur. Böylece Hazine bu yıl içinde tahvil ihracı yoluyla ülkeye 1.5 milyar dolar yabancı sermaye getirmiştir.

2003 yılında genel seçimler sonrası siyasi istikrarın sağlanması, uygulanan program hedefleri doğrultusunda yürütülen para ve maliye politikaları ile Irak Savaşı'na ilişkin belirsizliklerin ortadan kalkmasına bağlı olarak oluşan olumlu hava Hazine'nin borçlanma koşullarının iyileşmesini sağlamıştır. Ekonomide sağlanan güven ortamı risk primini azaltarak faiz oranlarının da düşmesine neden olmuştur. Faizlerin düşmesine ve Türk Lirası'nın değer kazanmasına neden olan bu olumlu gelişmeler aynı zamanda borçlanma vadesinde de uzatılmasına imkan sağlamıştır. Türk Lirası cinsi iskontolu senetlerin faiz oranlarına baktığımızda Ocak ayında %56.8 olan faiz oranları yıl içinde Mart ayı dışında azalışını sürdürerek yıl sonunda %27.9'a düşmüştür (Bkz; Tablo 10).

Tablo 10: Hazine İhale Faizleri (2003 Yılı)

	TL Cinsi İskontolu Senetler	TL Cinsi Değişken Faizli Senetler Kupon Faizi (1)	TL Cinsi Sabit Kuponlu Senetler Kupon Faizi (1)	Döviz Cinsi İskontolu Senetler (2)	Döviz Cinsi Kuponlu Senetler Kupon Faizi (2)
Ocak	56,8	63,2	-----	6,6	-----
Şubat	55,3	-----	-----	-----	-----
Mart	59,9	-----	-----	6,9	-----
Nisan	57,4	-----	-----	-----	-----
Mayıs	51,1	54,3	-----	-----	-----
Haziran	46,0	54,3	-----	-----	7,0
Temmuz	46,1	-----	-----	6,2	-----
Ağustos	38,7	-----	-----	5,1	-----
Eylül	32,2	42,8	-----	-----	4,7
Ekim	29,3	33,2	-----	-----	4,5
Kasım	28,6	33,3	27,1	-----	-----
Aralık	27,9	33,4	26,6	4,2	4,5

1-) Net satış ile ağırlıklandırılmış ortalama yıllık bileşik faiz oranı.

2-) ABD Doları ve Euro cinsi senetler.

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten, (Çevrimiçi),

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/03turkce/yraporxyeni.html> (29.07.2007)

İMKB Bono ve Tahvil Piyasası'na baktığımızda toplam işlem hacmi 2003 yılında bir önceki yıla göre %50 civarında artarak 1.253.631.000.000 TL, ABD Doları bazında baktığımızda bir önceki yıla göre yine %50 civarında artışla 845.967 milyon dolara ulaşmıştır. Burada dikkati çeken nokta işlem hacmindeki yükselişin daha çok kesin alım-satım pazarında gerçekleşmesi repo-ters repo piyasasında işlem hacminin büyümesinin daha sınırlı kalmasıdır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senetleri Piyasası Ulusal Pazar'da 2003 yılında toplam işlem hacmi 145.489.000.000 TL ya da 99.406 milyon ABD Doları olmuştur. Her iki rakamda bir önceki yılın %50 civarında üstündedir. En çok işlem yapılan aylar Ekim ve Aralık ayında en düşük işlem yapılan ay ise Temmuz ayı olmuştur. Ulusal 100 Endeks 11.332 seviyelerinden başladığı yılı Mart ayındaki düşüş haricinde küçük dalgalanmalar halinde yükselişe devam ettirmiş yıl sonunda özellikle

Aralık ayında %27.4 artışla 18.625 puana ulaşarak yılı yükselişle kapatmıştır. 2002 yılında 2001 yılındaki krizin tedirginliği nedeniyle sadece %6 oranında artan yabancı yatırımcıların hisse senetleri piyasasındaki işlem hacmi 2003 yılında olumlu gelişmelerin etkisiyle önceki yıla göre %34.6 oranında büyümüştür. 2002 yılında yabancılar adına 6.4 milyar dolarlık alış işlemi gerçekleştirilirken bu oran 2003 yılında 9.2 milyar ABD Doları olmuştur.

Bütün bu bilgiler ışığında bu yıl içinde gelen yabancı sermayenin hem tahvil ve bono hem de İMKB'ye geldiğini ancak İMKB'ye gelen miktarın daha fazla olduğunu söylemek daha doğru olacaktır.

2.1.9 2004 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

Finansman ihtiyacının karşılanması açısından 2004 yılı, 2003 yılına göre farklı özellikler taşımaktadır. 2004 yılında dış finansman ihtiyacının karşılandığı kaynakları Tablo 11'de görebiliriz. 2003 yılında finansman ihtiyacı ağırlıklı olarak kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımlarıyla finanse edilirken, 2004 yılında portföy yatırımlarının yanında uzun vadeli kaynakların finansman içindeki payı belirgin bir şekilde artmıştır. Alt kalem bazında söz konusu uzun vadeli sermaye hareketleri ve portföy hareketleri sırasıyla, özel sektörün uzun vadeli kredi kullanımı ve yabancıların menkul kıymet alımlarından oluşmuştur. 2004 yılında sermaye girişlerinin dış finansman ihtiyacından fazla gerçekleşmesinden ötürü bankacılık ve TCMB rezervlerinden oluşan toplam rezervde 6.673 milyar ABD Doları tutarında artış olmuştur (TCMB, 2004).

Tablo 11: Dış Finansman İhtiyacı ve Finansman Kaynakları (2004 Yılı)

	2003	2004
1.Cari İşlemler Dengesi	-8.037	-15.451
2-Net Hata ve Noksan	5.043	2.982
I.Toplam Finansman İhtiyacı (=1+2)	-2.994	-12.469
II.Toplam Finansman (=1+2+3)	2.994	12.469
1.Sermaye Hareketleri	6.367	22.745
Doğrudan Yatırımlar (net)	1.195	1.711
Portföy Yatırımları (net)	2.569	8.070
Genel Hükümetin Tahvil İhracı	1.509	1.959
Yabancıların Türkiye’de Menkul Kıymet Alımı	2.623	7.250
Yerleşiklerin Yurt Dışında Menkul Kıymet Alımı	-1.386	-1.139
Krediler (IMF Kredileri Hariç)	2.837	13.775
Genel Hükümet	-2.194	-1.163
Bankalar	1.975	5.642
Uzun Vade	-40	2.295
Kısa Vade	2.015	3.347
Diğer Sektörler	3.056	9.296
Uzun Vade	587	4.787
Kısa Vade	288	341
Ticari Krediler	2.181	4.168
Mevduat	1.368	393
Diğer	-1.602	-1.289
2.IMF Kredileri	-50	-3.518
3.Rezerv Değişimi (artış)	-3.323	-6.673
Bankaların Döviz Varlıkları	724	-5.849
Resmi Rezervler	-4.047	-824

Tutarlar milyon ABD Dolarıdır.

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten, (Çevrimiçi)

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/04turkce/yraporxyeni.html> (05.08.2007)

2004 yılında gerek makro ekonomik istikrarın korunması gerekse Türk Lirası cinsi varlıkların getirisinin yabancı para cinsi varlıklara göre fazla olması nedeniyle yabancı yatırımcıların Türkiye’ye ait menkul kıymetlere olan ilgisi artarak devam etmiştir. Portföy yatırımları içinde yer alan devlet iç borçlanma senetleri ve hisse senetlerindeki hareket bu eğilimi ortaya koymaktadır. Söz konusu menkul kıymet alımlarının özellikle Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu çerçevede 2004 yılında yurt dışı yerleşiklerin İMKB’de hisse senedi alımı net 1.4 milyar ABD Doları, DİBS alımı ise net 5.8 milyar ABD Doları olmuştur.

Diğer taraftan yurt dışı piyasalarda Türkiye Ekonomisi'ne ilişkin olumlu görünüm neticesinde Türk Tahvilleri, 2004 yılı genelinde değer kazanmıştır. Söz konusu olumlu gelişmelere paralel olarak Hazine tarihinin en düşük borçlanma maliyetiyle altı kez tahvil ihracı yoluyla borçlanma imkanı bulmuştur. Hazine'nin 2004 yılında düzenlediği ihalelerin seyrini Tablo 12'de görebiliriz. 2004 yılında Hazine'nin tahvil ihraçları 5.8 milyar ABD Doları, geri ödemeleri ise 3.8 milyar ABD Doları olmuştur. Böylece Hazine bu yıl içinde net 2 milyar ABD Doları borçlanmıştır. Makro ekonomik istikrara bağlı olarak borçlanma maliyetlerindeki iyileşme Hazine'nin bono ihalelerinde de kendini göstermiştir. 2004 yılı Ocak ayında %25.5 olan bono ihale faizleri Mayıs ayında Kıbrıs'ta yaşanan politik belirsizlikler, ABD'nin faiz artırımına gideceği beklentisi ve yılın ilke çeyreğine ilişkin cari açık rakamlarının öngörülenlerin üzerinde gerçekleşeceği beklentisi borçlanma faizlerinin bir önceki aya göre yaklaşık beş puan artış göstererek %28.8 olmuştur. Haziran ayından itibaren faizler gerilemeye başlamış ancak yılsonunda Nisan ayındaki değerlere ulaşabilmiştir.

Tablo 12: Hazine İhale Faizleri (2004 Yılı)

	TL Cinsi İskontolu Senetler	TL Cinsi Değişken Faizli Senetler Kupon Faizi (1)	TL Cinsi Sabit Kuponlu Senetler Senet Faizi (1)	Döviz Cinsi İskontolu Senetler
Ocak	25,5	33,1	22,2	4,1
Şubat	24,0	32,8	-----	-----
Mart	24,4	29,5	-----	-----
Nisan	23,2	29,6	-----	-----
Mayıs	28,8	32,1	-----	-----
Haziran	27,5	35,4	-----	-----
Temmuz	26,3	35,8	-----	-----
Ağustos	24,9	-----	-----	-----
Eylül	25,4	29,5	-----	4,6
Ekim	22,8	-----	21,1	4,8
Kasım	22,9	-----	-----	-----
Aralık	23,1	-----	-----	-----

1-) Net satış ile ağırlıklandırılmış ortalama yıllık bileşik faiz oranı.

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten, (Çevrimiçi),

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/04turkce/yraporxyeni.html> (25.07.2007)

Kararlılıkla uygulanan ekonomik program, ekonomideki belirsizlikleri ve risk primini azaltarak yatırımlar için uygun ortam hazırlamıştır. Bu çerçevede 2004 yılı genelinde bankacılık dışı özel sektörün yurt dışı piyasalardan uzun vadeli kredi kullanımı yurtiçi yatırım harcamalarındaki büyümeye paralel olarak genişlemeye devam etmiştir. 2004 yılında uzun vadeli kredi kullanımı bir önceki yılın aynı dönemine göre %38.2 oranında artarken, yılın ilk üç çeyreğinde özel sektör yatırım harcamaları %54.6 oranında artmıştır. Bankacılık sektörünün sendikasyon kredisi kullanımı da artmıştır. Söz konusu artışın temel etmeni; kurumsal ve bireysel kredi talebinde görülen reel artış ve ihracatın finansmanıdır. Bankacılık sektörünün yıllardır süregelen kısa vadeli kredi yoluyla finansman eğilimi, 2004 yılında da devam etmesine rağmen sektör yapısındaki görece iyileşme uzun vadeli kredi yoluyla finansmanı önemli ölçüde arttırmıştır. 2004 yılında kullanılan net 5.6 milyar ABD Doları tutarındaki toplam kredinin 2.3 milyar ABD Doları tutarındaki kısmı uzun vadeli, 3.3 milyar ABD Doları tutarındaki kısmı ise kısa vadeli dir.

2004 yılında gerçekleşen net 1.7 milyar ABD Doları tutarındaki doğrudan yatırım, büyük ölçüde yurt dışı yerleşiklerin yurt içinde sermaye yatırımları ve gayrimenkul alımından kaynaklanmıştır. Ayrıca diğer sermaye kalemi altında gösterilen ve doğrudan sermaye yatırımı olarak kabul edilen yabancı şirketlerin yurt dışındaki ortaklarından sağladığı uzun vadeli krediler net 265 milyon ABD Doları olmuştur. Ülkeye giriş çıkış yapan sermaye miktarları sonucunda Merkez Bankası döviz rezervleri 2004 yılı sonunda 36 milyar ABD Doları olmuştur.

İMKB Bono ve Tahvil Piyasası'na baktığımızda; aylık toplam işlem hacmi bakımından kesin alım-satım pazarındaki artışın repo-ters repo piyasasından daha fazla olduğunu görmekteyiz. Kesin alım-satım pazarındaki artış oranı 2003 yılına göre %75 artarak toplam 372.670 milyon YTL olmuştur. ABD Doları bazlı artış kurdaki düşmeye bağlı olarak %82 şeklinde gerçekleşmiş ve toplam 262.596 milyon ABD Doları olmuştur. Repo-Ters repo pazarındaki artış oranı ise %49'da kalarak 1.551.410 milyon YTL veya 1.090.476 milyon ABD Doları olmuştur. Toplam işlem hacmi ise 1.924.080 milyon YTL veya 1.353.072 milyon ABD Doları olmuştur.

Tablo 13'ü incelediğimizde İMKB Ulusal 100 Endeksi'nin Ocak ayında 17.259 puandan başlayarak, yılı Mayıs ve Haziran ayları hariç yükselişlerle sürdürmüş ve yılsonunda 24.972 puana ulaşmıştır. Türk Lirası bazında incelendiğinde yıl boyunca dalgalı bir trend izleyen Ulusal 100 Endeks yıl sonu kapanış değerleri itibariyle 2003 yılı sonuna göre %34 oranında artmıştır. Aynı dönemde yıl sonu kapanış fiyatları itibariyle, sınai endeks %28 ve mali endeks %38 oranında artış göstermiştir. Toplam işlem hacmi bir önceki yıla göre %47 oranında artarak 146.5 milyon ABD Doları olmuştur. Yıl boyunca en çok işlem yapılan aylar sırasıyla Mart, Eylül ve Ocak ayları olmuştur. Buna karşılık en düşük işlem hacmi Haziran ayında olmuştur.

Tablo 13: İMKB Hisse Senetleri Piyasası Fiyat Endekslerinin Kapanış Değerleri ve Aylık Yüzdelerik Değişimler (2004 Yılı)

	Ulusal 100		Sınai		Mali	
	Endeks (1)	Aylık Yüzde Değişim	Endeks (1)	Aylık Yüzde Değişim	Endeks (1)	Aylık Yüzde Değişim
Ocak	17.259	7,9	15.339	6,3	23.521	8,8
Şubat	18.889	9,4	16.491	7,5	25.957	10,4
Mart	20.191	6,9	18.049	9,4	27.260	5,0
Nisan	18.023	-10,7	16.652	-7,7	24.277	-10,9
Mayıs	17.081	-5,2	15.630	-6,1	22.897	-5,7
Haziran	17.968	5,2	15.592	-0,2	24.662	7,7
Temmuz	19.381	7,9	17.141	9,9	26.934	9,2
Ağustos	20.218	4,3	18.180	6,1	27.994	3,9
Eylül	21.954	8,6	19.747	8,6	30.229	8,0
Ekim	22.900	4,3	20.836	5,5	30.830	2,0
Kasım	22.486	-1,8	20.163	-3,2	30.600	-0,7
Aralık	24.972	11,1	20.885	3,6	35.488	16,0

1-) TL bazlı (1986=1)

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten (Çevrimiçi),

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/04turkce/yraporxyeni.html> (25.07.2007)

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda yabancı banka veya şahıs nam ve hesabına gerçekleştirilen işlemler incelendiğinde önceki yıllarda mali piyasalarda yaşanan olumsuzluklar nedeniyle oldukça daralan yabancı yatırımcı işlemlerinin, 2004 yılında büyük oranda arttığı gözlenmektedir. 2004 yılında olumlu gelişmeler neticesinde yabancılar adına 19.4 milyar ABD Doları tutarında alış işlemi gerçekleştirilirken bu

rakam 2002’de 6.4, 2003’de ise 9.2 milyar ABD Dolarıydı. Satış işlemleri ise 2004 yılında 18 milyar ABD Dolarıyken bu rakam 2002’de 6.4, 2003’de ise 8.2 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu çerçevede yabancı yatırımcıların 2002 yılında net satıcı iken 2003 ve 2004 yıllarında net alıcı oldukları görülmektedir.

Görüldüğü gibi bu yıl içinde ülkemize gelen portföy yatırımlarının faiz oranlarındaki düşmeye rağmen 5.8 milyar dolarlık kısmının DİBS’e, 1.4 milyar dolarlık kısmının ise İMKB Hisse Senetleri Piyasası’na gittiğini görmekteyiz. Bu ve diğer rakamlar bize 2004 yılının yaşanan makro ekonomik olumlu gelişmeler neticesinde önceki yıllara göre daha rahat ve olumlu geçtiğini göstermektedir.

2.1.10 2005 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

2005 yılı genelinde sermaye hareketleri giriş yönünde bir giriş gözlenmiştir. Bu yıl içinde gerçekleşen sermaye hareketlerini Tablo 14 yardımıyla inceleyebiliriz. 2005 yılında sermaye akımları ve resmi rezervlerin toplamı olarak tanımlanan finans hesabı 20.869 milyar ABD Doları fazla vermiştir. IMF kredileri ve rezerv değişimleri dışarıda tutulduğunda söz konusu dönemde 44.3 milyar ABD Doları giriş olmuştur. 2005 yılında sermaye hareketleri dinamiklerinin 2004 yılına benzer eğilimler taşıdığı göze çarpmaktadır. Uzun vadeli sermaye girişlerindeki artış, 2004 yılına kıyasla net sermaye akımlarının temel belirleyicisi olarak öne çıkmaktadır. 2005 yılında uzun vadeli sermaye hem bankacılık hem de bankacılık dışı özel sektörün tercih ettiği kredi vadesi olmuştur.

2005 yılında doğrudan yatırım kaynaklı net yabancı sermaye girişi bir önceki yıla göre 6.7 milyar dolar artarak 8.6 milyar ABD Doları olmuştur. Öte yandan 2004 yılında 8 milyar dolar fazla veren portföy yatırımları bu yılda artış eğilimini sürdürerek 13.7 milyar ABD Doları fazla vermiştir. Diğer yatırım kaynaklı sermaye girişi büyük miktarda IMF kredisinin geri ödenmesine rağmen 2004 yılının yaklaşık dört katına çıkarak 16.4 milyar ABD Doları olmuştur. 2005 yılında gerçekleşen net 8.6 milyar ABD Doları tutarındaki doğrudan yatırım büyük ölçüde yurt dışı yerleşiklerin yurt içinde sermaye yatırımları ve gayrimenkul alımlarından kaynaklanmıştır. Yurt içinde yerleşiklerin yurt dışında yaptıkları net doğrudan yatırımlar ise bu dönemde bir önceki

yıla göre %22 oranında artarak net 1 milyar ABD Doları olmuştur. Ayrıca yurt içindeki yabancı sermayeli şirketlerin yurt dışındaki ortaklarından sağladığı uzun vadeli krediler net 0.2 milyar ABD Doları geri ödeme yapılmıştır.

Tablo 14: Sermaye Hareketlerinden Seçilmiş Kalemler (2005 Yılı)

	2004	2005
Sermaye ve Finans Hesapları	13.337	20.869
Finans Hesabı	13.337	20.869
Doğrudan Yatırımlar	1.988	8.603
Portföy Yatırımları	8.023	13.709
Diğer Yatırımlar	4.150	16.404
Rezerv Varlıklar	-824	17.847
Net Hata Noksan	2.267	1.983
Bilgi için		
Kısa Vade	7.502	8.643
Uzun Vade	6.131	13.384
IMF Kredileri	-3.518	-5.353

Tutarlar milyon ABD Dolarıdır

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten (Çevrimiçi),

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/05turkce/yraporxyeni.html> (05.08.2007)

Kararlılıkla uygulanan makro ekonomik program ekonomideki belirsizlikleri ve risk primini azaltarak yatırımlar için uygun ortam hazırlamıştır. Bu çerçevede 2005 yılı genelinde bankacılık dışı özel sektörün yurt dışı piyasalardan uzun vadeli kredi kullanımı, yurt içindeki yatırımlardaki artışa paralel olarak artmaya devam etmiştir. 2005 yılının ilk üç çeyreğinde bir önceki yıla göre uzun vadeli kredi kullanımı %36.4, özel sektör yatırım harcamaları ise %15.9 oranında artmıştır. Yabancıları yurt içinden aldıkları gayri menkullerin toplamı bu yıl içinde 1.8 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılında doğrudan yatırımlarında hız kazandığı gözlenmiştir. 2005 yılında sermaye girişlerinin dış finansman ihtiyacından fazla gerçekleşmesinden dolayı bankacılık ve TCMB rezervlerinden oluşan toplam rezervde 18.1 milyar ABD Doları tutarında artış olmuştur. Bu gelişmeler neticesinde, 2004 yılı sonunda 36 milyar ABD Doları olan TCMB rezervleri 2005 yılı sonu itibarıyla 50.5 milyar ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiştir. 2005 yılında Hükümet IMF kredileri dahil 8.2 milyar ABD Dolarlık geri ödemesinde bulunurken toplam 3.5 milyar dolarlık kredi kullanmıştır. Ayrıca söz

konusu dönemde Merkez Bankası tarafından IMF'ye 2.9 milyar dolarlık kredi geri ödemesinde bulunulmuştur.

Tablo 15: Dış Finansman İhtiyacı ve Finansman Kaynakları (2005 Yılı)

	2004	2005
1.Cari İşlemler Dengesi	-15.604	-22.852
2.Net Hata Noksan	2.267	1.983
I.Toplam Finansman İhtiyacı (=1+2)	-13.337	-20.869
II.Toplam Finansman (=1+2+3)	13.337	20.869
1.Sermaye Hareketleri (net)	23.644	44.339
Doğrudan Yatırımlar (net)	1.988	8.603
Portföy Yatırımları (net)	8.023	13.079
Genel Hükümetin Tahvil İhracı	1.959	3.417
Yabancıların Türkiye'de Menkul Kıymet Alımı	7.452	11.603
Yerleşiklerin Yurt Dışında Menkul Kıymet Alımı	-1.388	-961
Krediler (IMF Kredileri Hariç)	13.818	20.465
Genel Hükümet	-1.163	-2.165
Bankalar	5.708	9.116
Uzun Vade	2.361	6.413
Kısa Vade	3.347	2.703
Diğer Sektörler	9.273	13.514
Uzun Vade	4.731	9.271
Kısa Vade	341	359
Ticari Krediler	4.201	3.434
Mevduat	647	489
Merkez Bankası	-209	-787
Bankalar	856	1.276
Diğer	-832	1.073
2.IMF Kredileri	-3.518	-5.353
Merkez Bankası	-4.414	-2.881
Genel Hükümet	896	-2.472
3.Rezerv Değişimi (- artış)	-6.789	-18.117
Bankaların Döviz Varlıkları	-5.965	-270
Resmi Rezervler	-824	-17.847

Tutarlar milyon ABD Dolarıdır

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten, (Çevrimiçi),

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/05turkce/yraporxyen,.html> (05.08.2007)

2005 yılının finansman kaynaklarını Tablo 15'de görmekteyiz. Tablo 15'e göre; 2005 yılında portföy yatırımlarında net sermaye girişi, yıllık %70.9 oranında artarak

13.079 milyar dolara ulaşmıştır. Portföy yatırımları başlığı altında yer alan varlıklar kaleminde söz konusu dönemde net 961 milyon dolar sermaye çıkışı yaşanmıştır.

2005 yılında gerek makro ekonomik istikrarın korunması gerekse YTL cinsi varlıkların getirisinin yabancı para cinsi varlıklara göre fazla olması nedeniyle yabancı yatırımcıların Türkiye'ye ait menkul kıymetlere olan ilgisi devam etmiştir. Bu eğilim AB'den müzakere konusunda tarih alınmasıyla hızlanırken, Kasım ayında gerilemiştir. Portföy yatırımları içinde yer alan DİBS ve hisse senetlerindeki hareket bu eğilimi ortaya koymaktadır. Söz konusu menkul kıymet alımlarının 2004'te özellikle DİBS üzerinde yoğunlaştığı görülürken, 2005'de menkul kıymet talebinin İMKB Hisse Senedi Piyasası'na kaydığı göze çarpmaktadır. Bu çerçevede 2005 yılında yurt dışı yerleşiklerin İMKB'de hisse senedi alımı 5.7 milyar ABD Doları, DİBS alımı ise net 5.9 milyar ABD Doları olmuştur. Diğer taraftan yurt dışı piyasalarda Türkiye Ekonomisi'ne ilişkin oluşan olumlu görünüm neticesinde hazine tahvilleri 2005 yılı genelinde değer kazanmıştır. Hazine'nin 2005 yılı tahvil ihraçları 6.5 milyar ABD Doları, geri ödemeleri ise 3.1 milyar ABD Doları olmuştur.

2005 yılında siyasi istikrarla birlikte yürütülen para ve maliye politikalarının yarattığı iyimser hava 2005 yılı hazine ihalelerine yansımıştır. Bu olumlu durumu Tablo 16'da görebilmekteyiz. Sağlanan olumlu gelişmeler Hazine borçlanma maliyetlerindeki azalma eğiliminin devam etmesini sağlamış faiz oranları 2004 yılı sonuna göre 8.9 puan gerilemiştir. 2005 yılı Şubat ayında %17 seviyelerinde olan bileşik iç borç ihale faizi ABD'nin faiz artırımına gideceği beklentisine paralel olarak Mayıs ayında bir miktar artış göstermiştir. Türkiye'nin AB ile üyelik müzakerelerine başlaması ve TCMB'nin enflasyona ilişkin risklerin azaldığı yönündeki öngörüsüne bağlı olarak faiz indirimini sürdürmesi, borçlanma maliyetlerinin Eylül ve Ekim aylarında gerilemesine neden olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda borçlanma maliyeti yılsonunda 2005 yılındaki en düşük değerine ulaşmıştır. Borçlanma koşullarındaki bu iyileşmede enflasyon ve faiz dışı fazla hedeflerinin tutturulacağı inancı ile özelleştirmelerin hız kazanması da etkili olmuştur. YTL cinsi iskontolu senetlerde Ocak ayında %19.4 seviyelerinde gerçekleşen ihale faizleri yıl sonunda %14.2'ye gerilemiştir (Bkz; Tablo 16).

Tablo 16: Hazine İhale Faizleri (2005 Yılı)

	YTL Cinsi İskontolu Senetler (1)	YTL Cinsi Değişken Faizli Senetler Kupon Faizi (2)	YTL Cinsi Sabit Kuponlu Senetler Kupon Faizi	ABD Doları Cinsi İskontolu Senetler	Döviz Cinsi Değişken Faizli Senetler Kupon Faizi (3)
Ocak	19,4	26,9	17,2	-----	-----
Şubat	17,6	21,0	15,2	-----	(LIBOR+1,60)
Mart	17,0	20,6	-----	-----	-----
Nisan	17,2	20,8	-----	-----	-----
Mayıs	17,3	21,0	-----	-----	(LIBOR+1,60)
Haziran	15,6	20,9	-----	-----	(LIBOR+1,60)
Temmuz	16,0	-----	-----	-----	(LIBOR+1,60)
Ağustos	16,1	18,7	-----	-----	-----
Eylül	14,8	18,2	-----	4,8	(LIBOR+1,80)
Ekim	14,6	17,6	-----	-----	(LIBOR+1,60, LIBOR+1,80)
Kasım	14,1	-----	12,3	-----	-----
Aralık	14,2	16,5	12,1	-----	-----

1-) Net satış ile ağırlıklandırılmış ortalama yıllık bileşik faiz oranı.

2-) Ocak ve Ağustos aylarındaki ihaleler 3 ayda bir kupon ödemeli, diğer aylardaki ihaleler ise 6 ayda bir kupon ödemelidir.

3-) İhaleler, 6 ayda 1 kupon ödemelidir. İhaleler ağırlıklı olarak ABD Doları cinsi senetlerden oluşmaktadır. ABD Doları ve Euro cinsi ihalelerde kupon oranı sırasıyla (LIBOR+1,60) ve (LIBOR+1,80) olarak belirlenmiştir.

Kaynak: TCMB Yıllık Bülten, (Çevrimiçi)

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/05turkce/yraporxyeni.html> (05.08.2007)

İMKB Bono ve Tahvil Piyasası'ndaki işlem hacimlerindeki artış hem kesin alım-satım pazarında hem de repo-ters repo pazarında sınırlı kalmıştır. Toplam işlem hacmi 2.340.436 milyon YTL, 1.746.591 milyon ABD Doları olmuştur.

İMKB Ulusal 100 Endeksi'ni YTL bazlı incelediğimizde 2005 yılı boyunca yükselen bir eğilim izleyen endeksin yılsonu kapanış değerleri itibariyle 2004 yılı sonuna göre %59 oranında arttığı görülmüştür. Aynı dönemde yıl sonu kapanış fiyatları itibariyle Sınai Endeks %49 artışla 31.141, Mali Endeks %77 artışla 62.800 ve Ulusal

100 Endekste %59 artışla 39.778 puandan yılı kapatmıştır. 2005 yılı boyunca en çok işlem yapılan aylar sırasıyla Eylül, Aralık ve Şubat ayları olmuştur. Buna karşılık işlem hacminin en düşük olduğu ay ise Mayıs ayı olmuştur. İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda yabancı banka ve aracı kurum şahıs nam veya hesabına gerçekleştirilen işlemler incelendiğinde, yabancı yatırımcı işlemlerinin 2005 yılında artış eğilimini devam ettirdiği görülmektedir. Yabancılar adına 42.6 milyar ABD Doları tutarında alış işlem gerçekleştirilirken 38.5 milyar ABD Doları satış işlemi gerçekleşmiştir. Bu çerçevede yabancı yatırımcıların 2005 yılında net alıcı olmaya devam ettikleri görülmektedir.

Portföy yatırımları açısından 2005 yılının en büyük özelliği yatırım tutarı açısından İMKB Hisse Senetleri piyasasına yapılan yatırımla DİBS yatırımlarının hemen hemen aynı düzeyde olmasıdır. Bu da bize yabancı yatırımcıların İMKB Hisse Senetleri Piyasası'na yöneldiğini göstermektedir.

2.1.11 2006 Yılı Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İMKB

2006 yılında dış ticaret açığı bir önceki yıla göre %21.9 artarak 52.8 milyar ABD Doları olmuştur. 2006 yılında gerçekleşen net sermaye girişi ise 2005 yılına göre %70.2 artarak 34.9 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır. Doğrudan yatırım olarak gerçekleşen net girişler, 2005 yılında 8.7 milyar ABD Doları iken 2006 yılında 19.2 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır. Portföy yatırımları ise 2005 yılında 13.4 milyar ABD Doları iken 2006 yılında 7.4 milyar ABD Doları olmuştur. Cari açığın finansman yapısı incelendiğinde doğrudan yatırımlar ile özel sektör ve bankaların kullandığı kredilerden meydana gelen diğer yatırımlarda artışın sürdüğü görülmektedir (TCMB, 2007).

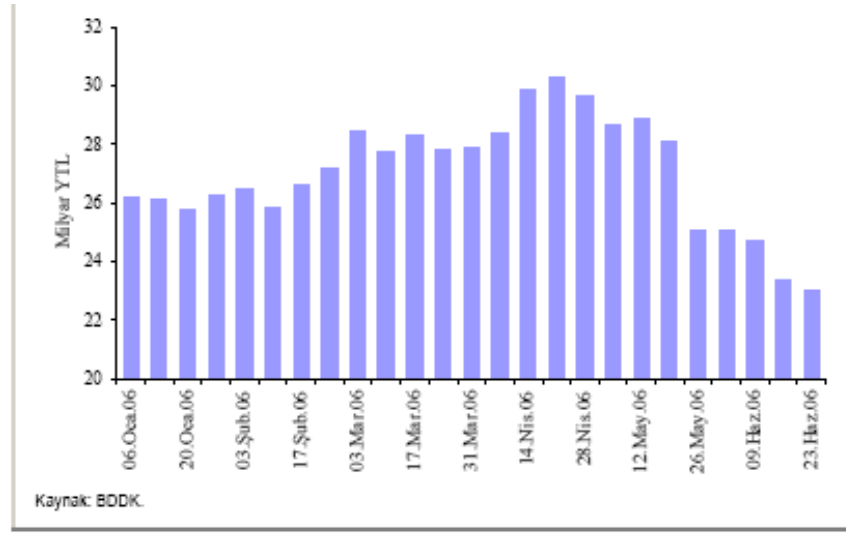
Cari açığın finansmanında geçmiş dönemlerde önemli bir paya sahip olan kısa vadeli portföy yatırımları giderek azalarak yerini doğrudan yatırımlar ile bankalarca ve firmalarca sağlanan uzun vadeli kredilere bırakmaktadır. 2006 yılı Eylül ayı itibariyle yıllık cari işlemler açığının yaklaşık 1.3 katı kadar uzun vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. Cari işlemler açığı büyük ölçüde özel sektör tarafından sağlanan kaynaklarla finanse edilmiştir. Giderek daha uzun vadeli bir yapıya kavuşan özel

sektörün (bankalar dahil) yurt dışından sağladıkları fonlar, 2006 yılı Eylül ayı itibariyle 47.3 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır. Cari açığın finansmanı açısından bu gelişme olumlu olmasına rağmen bu tür finansmanda önemli rol oynayan kur riski giderek artmaktadır. Yabancı yatırımcıların gelişen Türk Piyasaları'na olan ilgisi 2006 yılında da artarak devam etmiş ve bu yüzden ülkeye yoğun bir döviz girişi olmuştur. Döviz arz cephesinden gelen bu yoğun akış karşısında Merkez Bankası 2006 yılı içinde tekrar döviz alım ihalelerine başlamıştır. Yapılan döviz ihaleleri ve gelen yabancı yatırımcılar sayesinde döviz rezervleri 2006'da artışını sürdürmüştür.

Devlet İç Borçlanma Senetleri'nin (DİBS) büyük bölümü bankaların mülkiyetinde olup bankacılık sektörünün aktif yapısı içinde önemli bir paya sahiptir. Mayıs 2006'da yurt içi ve yurt dışı piyasalarda ortaya çıkan dalgalanma sonucu yurt dışı yerleşiklerin payı Mayıs-Haziran döneminde azalmış Temmuz ayından itibaren gelir vergisi stopajının sıfırlanmasının da etkisiyle tekrar artış trendine girerek 10 Kasım 2006 tarihinde %12.4'e yükselmiştir. 2006 yılının ikinci çeyreğinde küresel likiditenin daralması, yabancı yatırımcıların gelişen ülkelere yönelik riski göze alma isteklerinin azalması ve ülkemizde enflasyonun artış eğilimine girmesi ile birlikte piyasa yatırımcılarının beklentileri bozulmuş ve 2006 yılı Haziran ayı itibariyle beklenen reel faiz oranı %12.6'ya kadar yükselmiştir. Ancak Merkez Bankası'nın enflasyon hedefi konusundaki karalılığını para politikasını sıkılaştırarak göstermesi, faiz dışı fazla hedefinin korunması ve gelişen ülkelere çıkan fonların geri dönmeye başlamasının etkisiyle beklenen reel faizler 2006 yılı Ağustos ayı itibariyle %10.3'e gerilemiştir. Ancak küresel ekonomideki belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle beklenen reel faizler tekrar yükselişe geçerek 2006 Kasım'ında %13.4 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılında artan enflasyon baskısı nedeniyle pek çok gelişmiş ülkelerin merkez bankaları faiz oranlarını arttırmaya başlamışlardır. Avrupa Merkez Bankası 2005 yılı sonunda başladığı faiz artırımına 2006 yılında da devam ederken Japon Merkez Bankası aşırı gevşek para politikasını terk etmiş ve Haziran ayında faiz oranlarını 0.25 puana çıkarmıştır. FED ise yılın ilk yarısında kademeli faiz artırımlarına devam ederken büyümedeki yavaşlama sinyalleri nedeniyle Ağustos ayından itibaren faiz artırımlarına ara vermiştir.

2006 yılında yurt dışı yerleşiklerin ülkemize yönelik portföy yatırımlarını Şekil 1 aracılığıyla analiz ettiğimizde; ülkemize yönelik portföy yatırımlarının 2005 yılı sonuna göre %14 oranında artarak 58.3 milyar dolardan 66.4 milyar dolara yükseldiğini görmekteyiz. Bu yükselişte yurt dışı yerleşiklerin DİBS portföyünün 5.6 milyar dolar yükselmesi etkili olmuştur. Hisse senedi portföyü ise 2006 yılında sadece 1 milyar dolar artış göstermiştir.

Şekil 1: Yurt Dışı Yerleşiklerin Tuttukları DİBS Miktarları (2006 Yılı)
(Haftalık Nominal değer)



Kaynak: TCMB Yıllık Bülten (Çevrimiçi),

<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/yillikyeni.html> (11.08.2007)

2005 yılını yurt dışı yatırımcıların portföylerinin %58'i yani 33.812 milyar doları hisse senetlerinden oluşurken 2006 yılında hisse senetlerinin toplam içindeki oranları Ocak ve Şubat aylarında artış kaydettikten sonra Mart ayından itibaren kademeli olarak düşmeye başlamış ve yıl sonunda toplamda %52.4 yani 34.774 milyar dolara ulaşmıştır. 2005 yılında %35 olan DİBS'in toplam içindeki payı 2006 yılında özellikle son çeyrekte artış göstererek toplamda %39.2'ye değer olarak da 26.019 milyar dolara yükselmiştir.

2006 yılı iskontolu YTL cinsinden ihale tablosuna baktığımızda 2006 yılı Ocak ayındaki ihalelerde oluşan ağırlıklı ortalama faiz %14.02 iken Haziran ayında %18.11'e yükselen faizlerin yılın kalan kısımlarında da yükselişini devam ettirerek yılsonunda Aralık ayında %21.60 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Bu oran yılbaşına göre %50'lik bir artışı ifade etmektedir. Yabancı yatırımcıların portföylerinde DİBS oranlarının artışının nedenin de faiz oranlarındaki bu artış olduğunu söylemek yanlış olmaz.

İMKB Ulusal 100 Endeksi'ni aylık bazda incelediğimizde Ocak 2006 da 44.590 puan olan endeks Haziran ayı sonunda 35.453'e kadar gerilemiş ve Aralık'ta 39.117'den kapanmıştır. Ulusal 100 Endeksi 2006 yılında bir önceki yıla göre YTL bazında %1.7, ABD Doları bazında %6 oranında değer kaybetmiştir. 2006 yılında bir önceki yıla göre sanayi sektörü endeksi %0.8 (ABD Doları bazında %5), mali endeks %4 (ABD Doları bazında %8), oranında değer kaybetmiş hizmetler sektörü endeksi ise %23 (ABD Doları bazında %17) oranında değer kazanmıştır. 2006 yılında toplam işlem hacmi 325.1 milyar YTL (229.6 milyar ABD Doları) olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam bir önceki yıla göre YTL bazında %20.4, ABD Doları bazında %13.8 oranında bir artışı ifade etmektedir. Endeksin yıl içinde düşü kaydetmesi ve yılı bir önceki yıla göre düşüşle kapatmasıyla işlem hacmi arasındaki bağı işlemlerin daha çok satış ve yabancıların İMKB'den çıkışı şeklinde açıklayabiliriz. Bu açıklamamızı da hisse senetlerinin yabancıların portföyleri içindeki oranının düşüşü ve yatırımlarının sadece 1 milyar dolar artış kaydetmiş olmasıyla destekleyebiliriz. 2006 yılı aylık bazda değerlendirildiğinde Ocak 2006'da 27.654 milyon YTL olan işlem hacmi, Şubat ve Mart aylarında bir önceki aya göre sırasıyla %21.3 ve %10.3 artmıştır. Yılın kalan aylarında dalgalı bir seyir izleyen işlem hacmi bir önceki ayla karşılaştırıldığında Mayıs, Eylül ve Ekim aylarında artmış yılın son iki ayı dahil olmak üzere diğer aylarda düşüş göstermiştir. Yabancıların hisse senedi alım-satım işlemlerine bakıldığında Ocak-Aralık 2006 döneminde net 1.143 milyon ABD Doları alım yapmıştır. İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin saklama bakiyelerine bakıldığında 2005 yılında bazı aylarda ufak düşüşler gösterse de genel bir artış trendiyle %66.3 olan saklama oranı, 2006 yılı sonunda %65.3 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu durum bize yabancıların yaptıkları alım işlemleri sonucu elde ettikleri hisse senetlerini yıl içinde ellerinde tutmayarak tekrar sattıkları ve borsada alıcı-satıcı denilen konumda oldukları

görülmektedir. Bu da bize İMKB'nin yabancıların gözünde hala kısa vadeli yatırım aracı olarak görüldüğünü işaret etmektedir.

2006 yılında ülkemize gelen 7.4 milyar ABD Doları'nın sadece 1.143 milyar dolarının İMKB'ye yöneldiğini kalan miktarın 5.6 milyar dolarının da DİBS'e yöneldiği. Ancak portföy yatırımlarındaki 7.4 milyar dolarlık girişe rağmen uzun vadeli doğrudan yatırımlar 19.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu da bize uluslar arası yatırımcıların ülkemiz ekonomisine olan güvenlerinin arttığı ve yatırımcıların artık uzun vadeli olarak düşündüklerini göstermektedir.

2.2 Ekonomik Krizlerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Yansımaları

Çalışmamızın bu bölümünde Türkiye'de ve Dünya'da yaşanan ekonomik kriz ve finansal dalgalanmaların öncelikle genel etkileri özelde ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na yansımaları tarihsel sıraya göre incelenecektir.

2.2.1 1994 Krizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na Yansımaları

Türkiye Ekonomisi, 1994 yılının başlarında temelini kamu kesimi açıklarının ve bunların finansman yönteminin oluşturduğu bir kriz yaşamış ve bu krizin kendini en fazla hissettirdiği alanlar sermaye ve döviz piyasaları olmuştur. Kriz öncesi dönemde, bütçe açıklarının iç borçlanmayla finanse ediliyor olması nedeniyle temel mali göstergelerde devamlı bir bozulma olduğu halde enflasyon oranı yüksek fakat durağan seyretmiştir. Yani iç borçlanma, enflasyon ve temel mali göstergeler arasında açık bir ilişki olmasını önlemiştir.

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla birlikte kar maksimizasyonu hedefleyen uluslar arası sermaye yüksek faiz getirili Türk bono piyasasına ve yeni gelişen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Hisse Senedi Piyasası'na yönelmiş ve dolayısıyla TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Ayrıca, 1990'lı yılların başlarında kamu otoriteleri, enflasyonu belirli bir düzeyde tutmak için çeşitli parasal büyüklükteki artışları döviz satışları aracılığıyla sterilize etme politikası

izleyerek döviz arzının artmasına neden olmuş böylece TL'nin değerlenme süreci hızlanmıştır. Ancak Hükümet, 1993 yılının ikinci yarısında gerek kamu alanında gerekse dış ekonomik ilişkiler ve para piyasalarında ortaya çıkan dengesizlikler ve gelişmeler nedeniyle ekonomide yeni politika arayışları içine girmiş, sonuçta enflasyonla mücadele edebilmek ve kamu borç yükünü azaltabilmek için de faiz oranlarının düşük tutulmasına karar vermiştir. Diğer bir deyişle Hükümet, para piyasasındaki baskılar sonucu tırmanışa geçen faiz hadlerini ve döviz-faiz arbitrajının ekonomiyi içine soktuğu kısır döngüyü kırmak için sermaye girişlerinin yavaşlatıp döviz fiyatının yükselmesini sağlamak için faiz oranlarını düşürmek istemiştir. Bu süreç uzun zamandan beri yaşanan ekonomik dengesizliklerin 1994 yılı başlarında bunalımla noktalanmasına neden olmuştur (Kepenek, Yentürk, 2000:485).

Hükümetin bu tür bir politika değişikliğine giderken bir takım ödeme taahhütlerini TCMB'den sağladığı kaynaklardan karşılamayı planladığı, TCMB kaynaklarının kullanılması sonucunda piyasada oluşacak fazla likiditenin borsaya yöneleceğini ve İMKB'de bir canlılık yaşanacağı beklentisi içinde olduğu anlaşılmaktadır. Ancak, fazla likidite döviz talebine dönüşerek tekrar TCMB'ye yönelmiş ve döviz kuru üzerinde baskı yaratmıştır. Devlet borcunun vade yapısını ve faiz oranlarını etkilemeye çalışması amacıyla aniden ekonomiye büyük miktarlarda para sürülmesi döviz kurlarını etkilemiştir. 1993 yılında piyasadaki döviz kuru ile resmi döviz kuru arasındaki fark %1 iken 1994 yılı başlarında piyasa kuru ile resmi kur arasındaki fark genişlemeye başlamıştır. Hükümetin döviz fiyatlarına sürekli müdahale edemeyeceğini ve faizlerin düşürüleceğini açıklaması ve borsaya gelen yabancı sermaye ve alınan çeşitli önlemlerin etkisiyle aşırı şişirilen borsa fiyatlarının inişe geçeceği beklentisi Türkiye'ye giren yabancı sermayenin biran önce Türkiye'den çıkması gerektiğini işaret etmiştir. Açık pozisyonla çalışan kurumlar borç ödemek, riski artan yabancı sermaye de bir an önce ülkeden çıkmak isterken, yerli kişi ve kurumlar da para ikamesi için döviz piyasasına hücum edince döviz kurları tırmanmaya başlamıştır. Döviz kurlarına baktığımızda 1 Şubat 1994'te TCMB Amerikan Doları resmi alış kuru 17.312 TL iken Mart ayının sonuna gelindiğinde bu rakam 22.137 TL'ye ulaşmıştır. Yine aynı şekilde TCMB'nin Amerika Doları resmi satış kuru da 1 Şubat'ta 17.347 TL iken Mart sonunda bu rakam 22.182 TL'ye ulaşmıştır. Kurdaki artış diğer aylarda da

devam etmiş ve ancak Mayıs ayında 35.000 TL civarında durabilmiştir. Paraya olan spekülasyon saldırısını durdurmak isteyen Merkez Bankası döviz piyasasına yoğun bir şekilde müdahale etmiştir. Bunun sonucunda da döviz rezervlerinin yarısından fazlasını kaybetmiştir. Bunun yanı sıra kriz öncesinde %70 civarında seyreden gecelik faizler birden bire %700 gibi daha önceden görülmemiş rakamlara ulaşmıştır. Sonuç olarak ekonomi %6 civarında küçülmüştür. Ülkede yaşanan kriz zaten kötü yönetilen ve mali bünyeleri zayıf olan bankaların iflasını hızlandırmış, hızla küçülen bankacılık kesiminde öz kaynaklar erimiş bankalara olan güven büyük ölçüde sarsılmıştır. Güvenin yeniden sağlanması aracılığıyla tasarruf mevduatlarına %100 sigorta uygulanması ile devlet güvencesi getirilmiştir (Eren, Süslü, 2001:6).

Ülkede yaşanan ekonomik kriz döviz piyasalarında bu gelişmelere neden olurken zaten yeni yeni gelişmeye başlayan İstanbul Menkul Kıymetler Borsasını da derinden etkilemiştir. 1994 yılına kadar yabancılar için iyi bir yatırım aracı olan İMKB Hisse Senedi Piyasası yaşanan güvensizlik ortamı nedeniyle yabancı yatırımcıların hisse senetlerini satıp bunları dövize çevirerek ülkeyi terk etmesiyle karşı karşıya kalmıştır. 1994 yılına 20.104 puandan başlayan Ulusal 100 Endeks Şubat ayında krizle 5 bin puan düşerek 15.003 puana inmiştir. Mart ayında düşüş devam etmiş ve ay sonunda 14.087 puana inmiştir. Nisan ayında toparlanma çabası içine giren endeks tekrar 15 binli seviyelere yükselmesine rağmen buralarda tutunamamış ve Mayıs ayında tekrar 14.750 puana inmiştir. Yıl ortasına geldiğimizde krizin olumsuzluklarını üzerinden atmayı başaran endeks Haziran ayında 19.766 puana yükselmiş yılın kalan kısmında Ekim ayı dışında yükselişine devam ederek Aralık ayı sonunda 27.257 puandan kapanmıştır. İşlem hacmine baktığımızda 1993 yılının sonunda 255 trilyon TL'ye ulaşan hacim 1994 yılında 651 trilyon TL'ye yükselmiştir. İşlem hacmindeki 3 kata yakın olan bu artışın içeriğine baktığımızda ise krizin içeriğini açıkça görmekteyiz. Bu yıl içinde yapılan işlem hacimlerinin %70'inin satış yönünde olduğunu görmekteyiz. Bu rakamlar bize yabancıların İMKB'den yılın ilk altı ayında satış yönünde işlem yaptığını göstermektedir. Dolar kurundaki artışa paralel olarak da İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki şirketlerin toplam piyasa değerleri 1993 yılına göre 37.824 milyon ABD Doları iken 1994 yılı sonunda 31.785 milyon ABD Doları'na inmiştir.

2.2.2 1997 Asya Krizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na Yansıması

Güney Doğu Asya ülkelerinde 1997'nin ikinci yarısından itibaren ortaya çıkan finansal kriz öncelikle Tayland daha sonra da Endonezya, Malezya, Güney Kore ve Japonya'ya sıçramış ve Dünya finans piyasalarındaki dengeleri bozmuştur. Kriz süreci, öncelikle kendini bir finans krizi şeklinde göstermiş ve bölge ülkelerine yönelik uluslar arası fon akımlarının aniden yön değiştirmesiyle ortaya çıkmıştır. IMF'ye göre kriz dört temel başlık altında özetlenebilir. Bunlar; yabancı sermaye yatırımlarının verimli alanlara yönlendirilememesindeki sorunlar ve kısa vadeli borçlardaki artışlar, dış faktörler, son yıllardaki tutarsız makro ekonomi ve döviz kuru politikaları ile finans kesimindeki yapısal zayıflıklardır. Bölge ülkeleri yabancı fonları ülkelerine çekebilmek için para birimlerini ABD Doları'na endekslemişlerdir. ABD Doları'nın güçlenmesi ülkelerin para birimlerinin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Bu durum bu ülkelerin ihracatlarını pahalılaştırmış ve rekabet gücünü kaybetmelerine yol açmıştır. Bunun üzerine ülkeler cari açık vermeye başlamışlardır.

Bölgesel krizin global bir krize dönüşmemesi için uygulamaya konulan IMF tipi istikrar politikaları; kısıtlayıcı para politikası, bütçe açıklarının kapatılması, ulusal para değerinin düşürülmesi, enflasyonu düşürmekle birlikte ekonomide durgunluğa yol açarak bir süre sonra temel makro ekonomik dengelerin tekrar bozulmasına neden olmuştur (Sağlam, 1998:43).

Kriz içindeki Asya ülkelerinin birçoğu IMF'nin getirdiği reform veya para politikalarını kabul etmiş ve krizin çözümünde başarıya kısmen ulaşılmıştır. IMF ile anlaşma imzalayan Güney Kore, Endonezya ve Tayland başta otomobil ve finansal hizmetler olmak üzere daha önce korunan birçok sektörü uluslar arası rekabete açmıştır. Buna karşılık özellikle bazı lüks tüketim mallarında gümrük vergilerinin DTÖ kurallarının elverdiği sınırlar içinde biraz yükseltildiği görülmektedir. IMF ile anlaşma yapmayı ret eden Malezya ise kısa vadeli sermaye hareketlerini kısıtlayıcı tedbirler almıştır.

Türkiye, geçmiş yıllarda uygulamış olduğu politikalar sonucunda Güney Doğu Asya krizinden çok fazla etkilenmemiştir. Uygulanan gerçekçi kur politikası ve dışa açık politikalar, Türkiye Ekonomisi'nde yapısal değişiklikler sağlamıştır. Bunun sonucunda GSMH içinde cari işlemler açığı düşmüş, Merkez Bankası parası kısa vadeli sermaye hareketlerine bağlı olmaktan çıkmış ve "sıcak para" konusunda izlenen ihtiyatlı politikalar krizin Türkiye'yi çok fazla etkilemesine engel olmuştur (Karluk, Tonus, Çatalbaş, 1999:8).

Güney Doğu Asya krizinin Türkiye'ye etkisi sadece Uzak Doğu'ya ihracat yapan firmaların bu ihracat olanaklarından yoksun kalmasıyla sınırlı kalmıştır. Güney Doğu Asya krizindeki devalüasyonun Türkiye'nin bu ülkelere olan ihracatını azaltıcı, ithalatını ise arttırıcı yönde etkisi olmuştur. Bu gelişmelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 100 Endeksine etkisi olmamış, sadece bu ülkeye ihracat yapan firmaların bilançolarında olumsuzluklar yaratmıştır. 1997 Ocak ayında endeksten 2 sıfır atılmıştır. Yıla 1.605 puandan başlayan endeks Nisan ayında yaşadığı düşüşle 1.427 puana inmiş ancak Mayıs ayında toparlanarak 1.595 puana ulaşmıştır. Yılın kalan kısmında yükselişini sürdüren endeks yılsonunda yılbaşına göre 2 kattan fazla artarak 3.451 puandan kapanmıştır. İşlem hacmi ise toplamda bir önceki yıla göre 2 kat artarak 18.030 trilyon TL'den 36.877 trilyon TL'ye ulaşmıştır. İşlem hacmindeki artış ABD Doları bazında 70.396 milyon dolardan 84.034 milyon dolara ulaşmıştır. Görüldüğü gibi Güney Doğu Asya krizi hem endeks hem de işlem hacmi bakımından İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nı etkilememiştir.

2.2.3 1998 Rusya Krizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na Yansımaları

Rusya Krizi aslında ülke ekonomisinde son 10 yıldır yaşanan olumsuzlukların bir sonucudur. Sosyalist ekonomiden liberal ekonomiye dönme hedefine ulaşmak için ilk planda sanayi kuruluşlarının özelleştirilmesi, tarımda reform programlarının uygulanması, askeri sanayinin sivil sanayiye dönüştürülmesi, ticaret rejiminin liberalleştirilmesi ve bu çerçevede makro ekonomik istikrarın tesis edilerek sonuçta büyümenin sağlanması öngörülmüştür. Ancak ilk günlerden itibaren sürekli gerileyen ekonomik büyüme ve kapatılamayan bütçe açığı sorunlarıyla karşılaşmış, uygulanan

sıkı para politikasına rağmen gevşek bir mali rejime sahip olan ülkede kamu finansmanında önemli oranda güçlükler ortaya çıkmıştır. Devlet gelir ve giderleri arasında oluşan açık; ülkede hakim olan kayıt dışı ekonomi, etkin bir vergi sisteminin olmayışı, sosyal güvenlik sisteminin yapısı ve her geçen gün artan banka sayısına rağmen etkin olmayan bankacılık sisteminin yeterince gelişmemiş olmasından ötürü kapatılamıyordu. Aşırı yüksek kredi faizleri ve yetersiz kredi arzına ilave olarak yabancı sermaye girişlerindeki yetersizlik üretim artışının önündeki en önemli engeldi. 1997 yılında Asya Krizi'nin sonucu olarak gerçekleşen emtia fiyatlarındaki düşüş Rusya'ya da etkiledi. Rus Hükümeti'nin para basmaya başlaması etkisini enflasyonda gösterdi. Mayıs ayı sonunda Rusya'da yıllık enflasyon %10'a yükselirken kısa vadeli faiz oranları da %50'den %150'ye fırladı. IMF'nin Rusya'ya yardım etmeyeceği söylentileri gecelik faizleri %200'lere kadar götürürken yabancıların piyasadan çıkışı hızlandı. Moody's de Rusya'nın kredi notunu düşürünce kriz resmen başlamış oldu. Haziran ayı başlarında Rusya'da depresyon şiddetini iyice hissettirmeye başlamıştı. Japonya ise durgunluğa girdiğini resmen ilan etmişti. Haziran-Temmuz aylarında Rus yöneticiler hala krizle başa çıkabileceklerini inancındaydı ve bu amaçla anti kriz programı hazırlamışlardı. Bu arada uluslar arası fonlar tarafından Ruble'nin devalüe edilmesi gerektiği yönündeki telkinler de kesin bir dille reddediliyordu. Ancak 17 Ağustos 1998'de devalüasyon resmen ilan edildi. Ruble'nin ABD Doları karşısındaki dalgalanma aralığı 5.27-7.13 Ruble'den 6.0-9.5 Ruble'ye çıkarıldı. Bu Ruble'nin %33.24 oranında devalüe edildiği anlamına geliyordu. Ardından 31 Aralık 1999'dan önce olan DİBS'lerin yenileriyle değiştirileceği belirtildi. Rusya'da ikamet etmeyen kişilerce satın alınmış dış kredilerin geri ödenmesinin 90 gün süreyle durdurulduğu yani moratoryum ilan edildiği duyuruldu.

Rusya'da yaşanan ekonomik kriz Türkiye'yi borsa krizi yaratarak büyük ölçüde olumsuz etkilemiştir. Rusya Başbakanı Kiriyenko'nun Duma'nın olağan üstü toplantısında krizin daha yeni başladığını söylemesi İMKB dahil Dünya Borsaları'ndan yatırımcıların kaçışını hızlandırmıştır. Nitekim İMKB Endeksi %13.12 oranında yani 393 puan gerileyerek 2603 puana inmiştir. Böylece dolar bazında endeks 2 yıl geriye giderek Aralık 1996 seviyesine inmiştir. Benzer düşüşler diğer borsalarda da görülmüştür. Krizin ilk şokunu atlatan Dünya Borsaları toparlanma sürecine girerken

İMKB'deki düşüşler devam etmiş ve Ağustos ayı sonunda ortalama %20.77 oranında kayıpla 1.980 puandan kapanmıştır. İMKB'deki düşüşün devam etmesi büyük ölçüde yeni Vergi Yasası uygulamalarından kaynaklanmıştır.

Zamanın Başbakanı Mesut Yılmaz bir basın toplantısı düzenleyerek krize karşı Hükümet'in dört önlem aldığını açıklamıştır. Bu önlemler; bankalar arası mevduatta stopaj oranının %6'dan sıfıra indirilmesi, kamu kağıtlarının alım-satımlarındaki banka ve sigorta muamele vergisinin %5'ten %1'e indirilmesi ve vadeli döviz alım-satımlarında (forward) getirilen sınırlamanın kaldırılmasıdır. Açıklanan bu önlemlere rağmen İMKB'nin istenilen seviyede artmaması piyasaların vergi yasası nedeniyle tam olarak rahatlatılamamasından kaynaklanmıştır. Özellikle hisse senedi vergilendirmesi konusunda bir açıklamanın yapılmayışı piyasaları tedirgin etmiştir. Ayrıca kamu borçlanma senetlerinden alınan stopajı yatırım fonu alım satımı kazançlarının vergi ve beyanname dışı tutulması konusunda açıklama yapılmaması, peşin vergi özel yatırımcıların hisse senedinden doğan kazançlarının vergi dışı tutulması gibi konulara değinilmemesi açıklanan önlemlerin İMKB'de etkili olmasını engellemiştir.

Bu önlemlerin borsada yaşanan krizi hafifletmede yetersiz kalması üzerine Eylül ayı başında Hükümet yeni dört önlemi yürürlüğe koymuştur. Bunlar; 1 Ocak 1999 tarihinden önce satılmış kamu kağıtları alış bedelleri üzerinden değerlendirilecektir. Böylece yeni vergi yasası ile bankaların stoklarındaki kamu kağıtlarına 2 yıl geriden başlayarak vergi ödemelerinden vazgeçilmiştir. 1 Ekim 1998 tarihinden sonra kamu kağıtlarındaki stopaj kaldırılmıştır. Böylece Hazine'nin borçlanması daha kolaylaşacaktır. 1 Ocak 1999 tarihinden itibaren mevduat faizlerinin stopajı indirilecek stopaj repoya eşitlenecektir. Bunun sonucunda stopaj %12'den %6'ya indirilmiştir. Dördüncü önlem olarak uzun vadeli kağıtların özendirilmesi için bu kağıtlara vergi ayrıcalığı getirilmiştir.

İMKB'ye yatırım yapan yerli ve yabancı yatırımcılar tüm borsalardan çok daha fazla zarara uğramışlardır. Krizin merkezi olan Rusya'dan sonra en fazla değer kaybeden borsa İMKB olmuş ve yatırımcıların toplam zararı 8 milyar dolara ulaşmıştır. Temmuz ayında günlük 324 milyon dolar olan işlem hacmi Eylül ayında 163 milyon

dolar seviyesine gerilemiştir. Tabii ki bu işlem hacminin hemen tamamına yakını satış işlemlerinden oluşmaktadır. Ulusal 100 Endeks 3.547 puandan başladığı yılı Şubat ayı hariç yükselişe devam ettirirken krizin baş gösterdiği Ağustos ayında 2.238 puana gerilemiştir. Eylül ve Ekim aylarında da aynı seyrini sürdüren endeks Kasım ayında biraz toparlanarak 2.765 puana ulaşmasına rağmen Aralık ayında yabancı yatırımcıların yılsonu pozisyon kapatmaları nedeniyle 2.597 puandan yılı bitirmiştir. Rusya'da derinlik kazanan borsa krizi esnasında Türkiye'den yaklaşık 4.5 milyar dolar çıkmıştır. Bunun 1 milyar doları İMKB'den, 3 milyar doları bonodan, 500 milyon doları ise sendikasyon kredilerinin yenilenmemesinden kaynaklanmıştır. Nitekim Merkez Bankası döviz rezervlerinde bu çıkış dolayısıyla önemli sayılabilecek bir azalma meydana gelmiştir. Döviz rezervi 26 Haziran'da 26.700 milyon dolardan 28 Ağustos'ta 21.965 milyon dolara gerilemiştir. 5 milyar dolara yakın olan bu azalmanın önemli bir miktarı kısa vadeli sermaye çıkışından bir bölümü ise dış borç ödemelerinden kaynaklanmıştır. Sermaye çıkışının iki önemli nedeni borsa krizi ve mali piyasaları vergilendiren yeni düzenlemelerdir.

2.2.4 Kasım 2000 Krizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na Yansıması

Türkiye 2000 yılına çok önemli ekonomik kararların alındığı bir ortamda girmiştir. 1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde Yakın İzleme Anlaşması'nın programa bağlı ve mali finans destekli bir anlaşmaya dönüştürülmesi benimsemiş ve 2000-2002 yılları arasında uygulanacak makro ekonomik politikaların çerçevesi çizilmiştir. 1 Ocak 2000'den itibaren üç yıllık bir süreci kapsayan enflasyonu düşürme programı üç temel unsur üzerine kurulmuştur (Parasız, 2001:425).

- Sıkı bir maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi, özelleştirmelerin hızlandırılması temel unsur olacaktır.
- İkinci temel unsur, enflasyon haddi ile uyumlu gelirler politikası.
- Bu unsurların enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için

enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikası uygulaması programın üçüncü temel unsurudur.

Planlanan uygulamaların sadece enflasyonu düşürmek hedefi ile sınırlı teknik bir belge olmadığı, bunun çok daha ötesinde, yeniden yapılanma süreci içine girerek, ulusal ekonomide kalıcı dönüşümleri amaçladığıdır. Burada söz konusu olan birçok iktisadi-sosyal tedbirler doğrudan ya da dolaylı olarak enflasyonu düşürmeye hizmet etmekteyse de, kapsam açısından enflasyonun çok daha ötesinde makro ekonomik ve sosyal alanların etkilenmesi amaçlanmıştır.

Uygulamaya geçilmesiyle birlikte ekonomide çok kısa sürede bazı olumlu gelişmeler gözlenmiş olmasına rağmen, Kasım 2000 yılında bazı nedenlerden ötürü bir kriz yaşanmış, kriz ancak IMF kredisi ile önlenebilmiş fakat enflasyonu düşürme programı büyük yara almıştır.

Türkiye Ekonomisi'nin 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşadığı şiddetli finansal krize yol açan nedenlerin başında şu dört etkinin yer aldığı söylenebilir (Eren, Süslü, 2001: 662).

- İzlenilen döviz kuru politikasının inandırıcı bir atmosferde uygulamaya konulamaması.
- Etkin denetimi yapılamayan bankacılık kesiminin ekonomik olmayan davranışları.
- 2000 yılında uygulamaya konulan dezenflasyon programının sağlam bir zemine oturmayışı.
- 90'lı yıllarda dış ödemeler dengesinde giderek artan öneme sahip olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin istikrarsız bir zemin oluşturması.

Türkiye'de uzun vadeli yatırımları kısa vadeli borçlanıp borçları finanse etme çabaları, döviz kuru üzerinde baskıları arttırmaktadır. 2000 yılı istikrar programı ile sabit (önceden belirlenen) döviz kuru politikası uygulanmaya başlandı. Döviz kuru

programın çapası oldu. Kur apası ile birlikte hedeflenen, faizler üzerindeki dvız kuru riskini ortadan kaldırıp faiz oranlarında kamu açıklarında ve enflasyonda önemli gerilemeler yaşanması hedefleniyordu. Sabit dvız kuru politikasının en önemli avantajı enflasyon beklentisini kırmadaki etkisidir. Bu etkiden dolayı dvız kurunun bir sepete bağlanarak (1 \$ + 0.77 Euro) bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanması esası benimsenmişti. Sabit dvız kurunun bu avantajına rağmen en önemli dezavantajı ulusal paranın aşırı değerlenmesi durumunda ithalatın ucuzlayıp ihracatın pahalılaşmasına ve cari açığın büyümesine neden olmasıdır. Diğer bir dezavantajı da Merkez Bankası'nın son borç para verme görevini yerine getirme şansını ortadan kaldırmasıdır. Bu durum ulusal ekonominin spekülatif dvız giriş-ıkışları karşısında hiçbir denetleme ve yönlendirme olanağı olmaması anlamına geliyordu.

Finansal krizler teoride iki farklı nitelikte olabilir. Birincisi spekülatif amaçlı krizler, ikincisi ise piyasanın likidite ihtiyacından kaynaklanan dvız talebi genişlemesiyle oluşan finansal krizlerdir. Kasım 2000'de yaşanan da tam bu şekildedir. Kasım ayında önce para piyasalarında hissedilen sıkıntılar daha sonra sermaye piyasasını da etkilemiştir. Kriz, temelde bankacılık kesiminde likidite sorununun bir sonucudur. Bankacılık kesiminde yeterli dvız fazlasının olmaması, dvız pozisyonlarındaki açıklar, yurt dışına sermaye çıkışlarının biraz hareketlendiği bir ortamda, piyasalarda güvensizliğin yaygınlaşarak doğrudan bir panik havasına dönüşmüştür.

Kasım 2000'de yaşanan likidite krizinin nedeni, sadece piyasaların nakit talebine cevap veremeyişi değil aynı zamanda likidite talebindeki olağan üstü artışlardır. Ayrıca, bankacılık sisteminde geçmişten gelen birikmiş sorunlar bankaların TMSF bünyesine alınmasıyla birlikte daha açık görülmeye başlanmıştır. Ağustos ayından itibaren programın özellikle zelleştirme hedeflerinde ortaya çıkan sapmalar, cari işlemler açığındaki büyüme, yabancı ve yerleşiklerin yıl sonu itibariyle bilançolarındaki yabancı para risklerini azaltma eğilimi, para politikası tercihlerine bağlı olarak likidite yönetiminde Merkez Bankası'nın davranışı, krizin ortaya çıkmasında ve derinleşmesinde etkili olmuştur (Yıldırım, 2003:11).

Kasım 2000 krizi esnasında İMKB'nin gösterdiği performansı genel olarak ele alırsak Ulusal 100 Endeks'in yıl içinde oldukça dalgalı bir seyir izlediğini söyleyebiliriz. Yıla 16.715 puandan başlayan Ulusal 100 Endeksi Şubat ayında sert bir düşüş yaşadıktan sonra Mart ayında tekrar yılbaşındaki seviyelerine yaklaşmış Nisan ayında ise büyük bir sıçrama yaparak 19.205 puana ulaşmıştır. Devam eden aylarda azalan hızlarda düşmeye devam eden endeks Ekim ayını 13.538 puandan kapatmışken krizin başladığı Kasım ayının sonunda bu rakam 8.742'ye inmiştir. Aralık ayında bir miktar toparlanma yaşansa da yılı 9.437 puandan kapatmıştır. İşlem hacmine baktığımızda düşüşün ve krizin yılın son aylarına denk gelmesiyle bu etkinin işlem hacmine yansımadağını görmekteyiz. Bir önceki yıl 36.877 trilyon TL olan işlem hacmi 2000 yılı sonunda 111.165 trilyon TL, 1999 sonunda ABD Doları bazında 84.034 milyon ABD Doları olan işlem hacmi 2000 yılı sonunda 181.934 milyon ABD Doları'na ulaşmıştır.

2.2.5 2001 Krizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na Yansıması

2001 yılının Şubat ayına geldiğimizde Kasım ayında yaşanan krizin şoklarını piyasa daha üzerinden atamamıştı. Türkiye 2000 Kasım ayında dövize yönelen yoğun spekülasyon saldırıyı, çok yüksek faiz, önemli rezerv kayıpları ve IMF'nin piyasalara uygulanmakta olan programa desteklerinin sürdüğünü gösteren 10.5 milyar dolarlık ek kredisi ile durdurabilmiştir. Ancak krizin ortaya çıkmasına neden olan yapısal sorunlar devam etmekte ve uygulanmaya konulan döviz kuru çapası temeline dayanan enflasyonu düşürme programına olan güvende büyük ölçüde azalmıştı.

Kasım 2000'den Şubat 2001'e kadar geçen sürede enflasyonu düşürme amacı doğrultusunda, kamu kesimi ve konsolide bütçe fazlasının elde edilmesi amacıyla daraltıcı maliye ve bütçe politikaları, sıkı döviz taahhüdüne dayalı para politikası ve buna uygun gelirler politikası sürdürülmüştür. Ayrıca yeni düzenlemeler yapılarak özelleştirmeler hızlandırılmaya çalışılmıştır.

Kasım ve Şubat krizleri aslında genel anlamda, zayıf bankacılık sisteminden ve sıcak paraya aşırı güvenden kaynaklanmıştır. Bankacılık kısmının kriz öncesi dönemde artan temel zayıflıkları şöyle sıralanabilir (Eren, Süslü, 2001: 670).

- Bankaların yapısal problemleri giderek artmış, etkin denetimden uzak ve bankacılık prensipleriyle bağdaşmayan yöntemler yaygınlaşmıştır.
- Borç temininde vadelerin kısılması, döviz borçlarının artması ve aktif-pasif kalemlerinin vade uyumsuzluklarına neden olmuştur.
- Artan konsolide bütçe açıkların bankaların özel sektöre değil, kamu kesimine kredi veren kurumlar haline gelmesine yol açmıştır. Bilançoların aktifinde yer alan DİBS stokları artmıştır.

Kredi vermede güvenilirlik ve geri dönebilirlik kriterlerinden uzaklaşdığı için bankaların geri dönmeyen kredileri artmıştır.

Şubat 2001 krizinde özellikle bankacılık sektörünün çok büyük zarar görmesinin em önemli nedeni bankaların kamuya kısa vadeli borç veren kurumlar haline gelip asli kredi verme görevlerinden uzaklaşmaları ve aktiflerini yüksek oranda DİBS kağıtlarıyla doldurmalarıdır. Kamu açıklarının bankacılık sektörü tarafından kapatılıyor olması nedeniyle bankacılık sektörü etkin bir şekilde denetlenememiş, gerekli önlemler ve yasal düzenlemeler zamanında devreye sokulamamıştır.

DİBS faizlerinin %100'ün üzerinde seyretmesi sıcak para olarak tabir edilen kısa vadeli yabancı sermayenin ülkeye gelerek döviz bozdurup TL'ye geçerek DİBS'e yatırım yapmalarına sebep olmuştur. Bu da TL'nin değerlenmesi sürecini hızlandırmıştır. Ancak bu mekanizma 2000 yılına gelindiğinde bozulmuştur. Bu yıl içinde Amerikan Doları'nın uluslar arası piyasada Alman Markı ve Japon Yeni karşısında değer kazanması yurt içinde de programda %25 değer artışı öngörülmesine rağmen bu artış %60'lara ulaşmıştır. Buna karşılık 1999 yılının son aylarında çıkarılan DİBS'lerin ortalama bileşik faizleri %40'ın altına inmişti. Böylece DİBS'in reel getirisi 2000 yılı boyunca sürekli negatif olmuştur. Bu durum sıcak para akımının tersine

dönmesine ve aynı zamanda döviz tevdiat hesaplarında da artışa neden olmuştur. Kriz esnasında 13.5 milyar dolarlık bir sermaye çıkışı yaşanmıştır.

İç borç stokunun artmaya devam etmesi, enflasyon oranının düşmemesi, TL'nin değerlenmeye devam etmesi programın sürdürülebilirliği hakkındaki kuşku­ların iyice artmasına yol açmıştır. Böyle bir ortamda krizin gerçekleşebilmesi için de bir kıvılcıma ihtiyaç duyulmuş bu kıvılcım da Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında 19 Şubat 2001 tarihindeki MGK toplantısında yaşanan tartışma olmuştur. Yaşanılan gerilim krizi tetikleyerek programın kredibilitesinin bitmesi sonucunu doğurmuş ve dövize olan talebi hızla arttırmıştır. Gecelik faiz oranlarının %5.000 gibi çok yüksek rakamlara ulaşması bile TL'den kaçış ve dövize saldırıyı durduramamış ve ciddi boyutlarda bir likidite krizi doğmuştur.

21 Şubat'ta bankalar arası para piyasasında gecelik faiz ortalaması % 4018.6 en yüksek değer ise % 6200 olarak gerçekleşmiştir. Ekonomide yaşanan likidite sıkışıklığı özellikle kamu bankalarının aşırı düzeydeki günlük likidite ihtiyaçları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine yol açmıştır. Bu ortamda, uygulanmakta olan döviz kuru sisteminin sürdürülmesinin bankacılık sisteminin sorunlarını daha da ağırlaştıracağı ve ekonomi üzerine ek yükler getireceği göz önüne alınarak 22 Şubat 2001 tarihinde Türk Lirası yabancı para birimleri karşısında serbest dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu süreç TL'nin yaklaşık %90 oranında değer kaybetmesine yol açmıştır. TCMB döviz rezervleri ise 16 Şubat'ta 27.940 milyar dolar iken, 5.36 milyar dolar kayıpla 23 Şubat'ta 22.580 milyar dolara inmiştir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 100 Endeks ise yıla 10.685 puandan başlamışken krizin patlak verdiği Şubat ayında 8.791 puana inmiştir. Bu düşüşünü azalan hızda Mart ayında da devam ettiren Ulusal 100 Endeks ay sonunda 8.022 puana inmiştir. Nisan, Mayıs ve Haziran aylarında toparlanma sürecine giren endeks elinde sermayesi olan yerli yatırımcı için alternatif bir yatırım aracı olarak algılanmış ve yükselişler göstererek sırasıyla 12.367, 10.879, 11.204 puandan kapanmıştır. Bu aylarda endeksin yükseldiğini ancak dalgalanma oranlarının da yüksek olduğunu görmekteyiz. Temmuz ve Ağustos aylarında mevsimsel etkilere bağlı olarak durgun seyreden endeks

tekrar 9 binli seviyelere inmiş ve Ağustos ayı sonunda 9.878 puana inmiştir. Eylül ayında ABD’de yaşanan terörist saldırıların yarattığı global tedirginlik ortamı İMKB’yi de etkilemiş ve endeks ay sonunda 7.625 puana inmiştir. Yılın son çeyreğinde hızlı bir yükseliş trendine giren endeks yılbaşına oranla yaklaşık %30 primle 13.782 puandan kapanmıştır. İşlem hacmine baktığımızda krizin işlem hacmini daraltıcı etkisini görmekteyiz. 2000 yılı toplamında 111.165 trilyon TL olarak gerçekleşen işlem hacmi 2001 yılında 93.119 trilyon TL’ye inmiştir. ABD Doları bazındaki düşüş kurlardaki gelişmelere bağlı olarak kendini daha fazla hissettirmiş ve 181.934 milyon ABD Doları’ndan 80.400 milyon ABD Doları’na inmiştir.

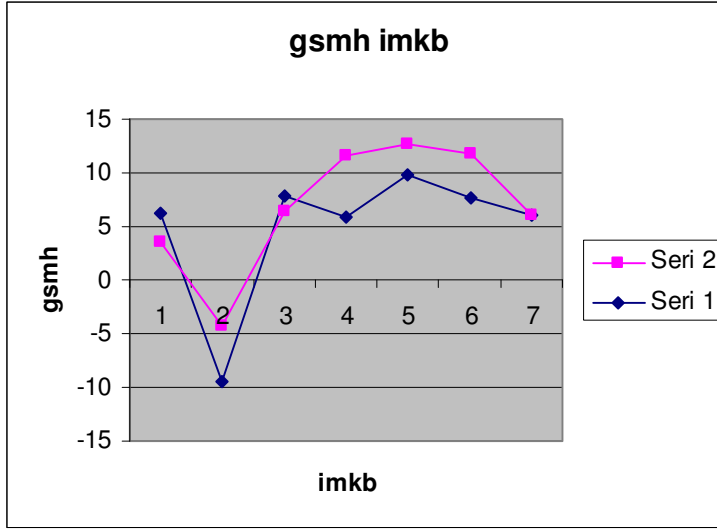
2.3 Ülkemizde Yaşanan Makro Ekonomik Değişimlerle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal-100 Endeksi Arasındaki İlişki

Çalışmamın bu kısmında, makro ekonomik değişimlerle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal-100 Endeksi arasındaki ilişkileri grafikler yardımıyla ortaya koymaya çalışacağım. Bu amaçla ilk olarak Gayri Safi Milli Hasıla’daki yıllık yüzdelerle değişimle İMKB Endeksi arasındaki ilişki incelenmiştir. Daha sonra sırasıyla Tüketici Fiyatları Endeksi ve Üretici Fiyatları Endeksi’ndeki yıllık yüzdelerle değişimlerle İMKB Ulusal-100 Endeksi’nin yıllık yüzdelerle değişimler aynı grafik üzerinde değerlendirilmiştir. Bu kısmın amacı; birbiriyle ilişkisi olan iki farklı makro ekonomik değerin arasındaki ilişkiyi grafiksel olarak ortaya koymaktır.

2.3.1 Gayri Safi Milli Hasıla ve İMKB Ulusal-100 Endeksi Arasındaki İlişki

Bu kısımda 2000 yılından 2006 yılına kadar GSMH’deki değişimler ile İMKB Ulusal-100 Endeksi ilişkisi aynı grafik üzerinde gösterilmiştir.

Şekil 2: Gsmh - İmkb İlişkisi

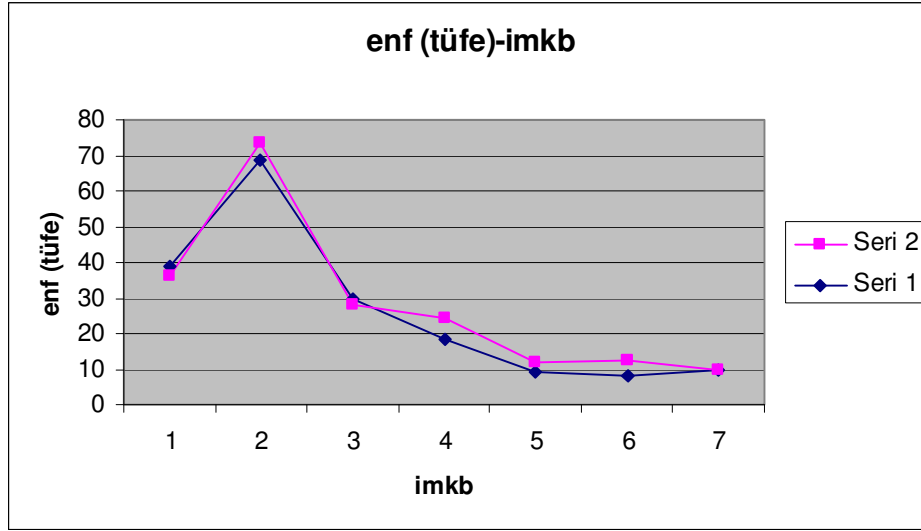


Grafikte y ekseninde yer alan ve seri 1 olarak adlandırılan GSMH'deki yıllık yüzdelik değişimdir. X ekseninde yer alan ve seri 2 olarak adlandırılan ise İMKB Ulusal 100 Endeksi'dir. Grafikte ilk gözümüze çarpan 2000-2002 yılları arasında her iki değişkende de yaşanan çok büyük dalgalanmalardır. Bu dalgalanma hem GSMH de hem de İMKB de aynı yöndedir. 2003 yılında ise GSMH'de bir miktar düşüş yaşanmasına rağmen İMKB Endeksi yukarı yönlü hareketine devam etmiştir. 2004 yılında her iki değişkende en üst seviyeye ulaştıktan sonra kalan iki yılda da düşüş eğilimine girmiştir. Bu açıdan bakıldığında GSMH ile İMKB Ulusal-100 Endeksi arasındaki ilişki açıkça görülebilmektedir.

2.3.2 Tüketici Fiyatları Endeksi ve İMKB Ulusal-100 Endeksi Arasındaki İlişki

Bu kısımda 2000 yılından 2006 yılına kadar Tüketici Fiyatları Endeksi'ndeki değişimlerle İMKB Ulusal-100 Endeksi arasındaki ilişki aynı grafik üzerinde gösterilmiştir.

Şekil 3: Tüfe – İmkb İlişkisi

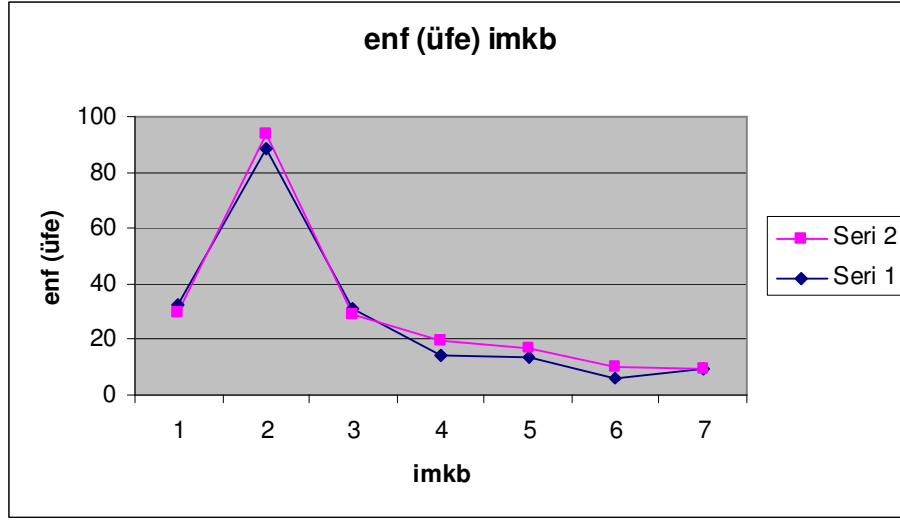


Grafikte y ekseninde yer alan ve seri 1 olarak adlandırılan TÜFE'deki yıllık yüzdelik değişimdir. X ekseninde yer alan ve seri 2 olarak adlandırılan ise İMKB Ulusal-100 Endeksi'ndeki yıllık yüzdelik değişimdir. Gsmh – İmkb arasındaki ilişkiye benzer olarak bu iki değişkende de ilk olarak göze çarpan 2000-2002 yılları arasındaki büyük dalgalanmanın varlığıdır. 2002 yılından sonra ise her iki değişkende de aşağı yönlü hareket devam etmiş ancak son yıllarda azalma yaşanmıştır. 2005 yılında İMKB Ulusal-100 Endeksi değişim oranında bir miktar yükselme yaşanmasına rağmen aynı değişim TÜFE'de 2006 yılında yaşanmıştır. 2004 yılına kadar her iki değişkende aynı yönde değişim göstermiş olmasına rağmen 2004 yılından itibaren değişimin yönünde küçük çaplı değişimler yaşanmıştır. Özellikle 2006 yılında TÜFE'de yaşanan artışa rağmen İMKB Ulusal-100 Endeksi aksi yönünde düşüş eğilimi göstermiştir.

2.3.3 Üretici Fiyatları Endeksi ile İMKB Ulusal-100 Endeksi Arasındaki İlişki

Bu kısımda 2000-2006 yılları arasında Üretici Fiyatları Endeksi'ndeki değişimlerle İMKB Ulusal-100 Endeksi arasındaki ilişki aynı grafik üzerinde ele alınmıştır.

Şekil 4: Üfe - İmkb İlişkisi



Grafikte y ekseninde yer alan ve seri 1 olarak adlandırılan ÜFE'deki yıllık yüzdelik değişimlerdir X ekseninde yer alan ve seri 2 olarak adlandırılan ise İMKB Ulusal-100 Endeksi'ndeki yıllık yüzdelik değişimdir. Burada da 2000-2002 yılları arasındaki dalgalanmayı açıkça görebilmekteyiz. 2003'ten 2004'e ÜFE'de çok az bir değişim yaşanmasına rağmen İMKB Ulusal-100 Endeksi'nde daha büyük oranlarda düşüş yönünde değişim göze çarpmaktadır. 2006 yılında ise ÜFE'de bir artış yaşanmasına rağmen İMKB Ulusal-100 Endeksi'nde aksi yönde düşüş yaşanmıştır.

Bütün bu grafikler bize göstermektedir ki; özellikle 2000-2002 yılları arasında bütün değişkenlerde çok büyük dalgalanmalar yaşandığı görünmektedir. GSMH'de 2004 yılında yaşanan artıştan sonra düşüş eğilimi düzenli olarak devam etmiştir. TÜFE ve ÜFE'de ise 2006 yılında artış yaşanmıştır. Buna karşın İMKB Ulusal-100 Endeksi, dalgalı bir seyir izleyerek 2003 ve 2005 yıllarında en yüksek artış oranlarını yakalamış 2006 ise çok küçük bir artış göstermiştir.

2.4 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Uluslar Arası Piyasadaki Yeri

Ekonomide menkul kıymet borsalarının ülke ekonomisindeki ağırlığını belirleyebilmek için menkul kıymet stoklarının, Gayri Safi Milli Hasıla'ya (GSMH)

oranı incelenmektedir. Ülkemizdeki menkul kıymet stoklarının GSMH'ye oranları incelendiğinde yıllar itibariyle bir artış gözlenmektedir. 1994 yılında %19 olan bu oran 2000 yılına gelindiğinde %35'e ulaşmıştır. Ancak menkul kıymet stoklarının içindeki kamu ağırlığı da dikkate alındığında söz konusu oranın yurt dışı piyasalara göre düşük olduğu görülmektedir (Güngör, 2001:1).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın uluslar arası piyasadaki yerini tespit edebilmek amacıyla Uluslar Arası Borsalar Federasyonu (International Federation Of Stock Exchange) üye borsalarına ilişkin istatistiklere bakmak gereklidir. Buna göre İMKB, 2007 yılı sonu itibariyle piyasa kapıtilizasyonu açısından dünya borsaları arasında 10'uncu, işlem hacmi bakımından ise 37'inci sırada olduğu görülmektedir (WFE, 2007: 4).

Bütün bu bilgiler ışığında İMKB; gerek teknik alt yapısı, gerek elektronik alım satım işlemi, gerekse piyasanın işleyişine ilişkin kurallar açısından dünya standartlarını yakalaması bakımından uluslar arası standartlarda bir borsa olduğu söylenebilir. Bunun sonucunda İMKB'nin dünya genelinde orta ölçekli bir borsa olduğu, gelişmekte olan piyasalar açısından önemli bir yere ve potansiyele sahip olduğu söylenebilir.

2.4.1 Tanımlar ve Üyelikler

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Ekim 1993'de "US Securities and Exchange Commission" (SEC) tarafından "yatırım yapılabilir yabancı borsa" olarak tanınmıştır. 9 Mayıs 1995 tarihinde "Japan Securities Dealers Association" (JSDA) tarafından "Japon yatırımcıları için yatırım yapılabilir yabancı borsa" olarak tanınmıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası "The World Federation Of Exchange" (WFE), "Federation Of Euro-Asia Stock Exchange" (FEAS), "International Capital Market Association" (ICMA), "European Capital Markets Institute" (ECMI)'nin tam üyesi, "International Organization Of Securities Commissions" (IOSCO)'nun gözlemci üyesidir. Ayrıca İMKB, Birleşmiş Milletler aracılığıyla yürütülen Güneydoğu Avrupa

İşbirliği Girişimi (Southeast European Cooperation Initiative-SECI) projesinin resmi koordinatörüdür.

Merkezi Paris'te bulunan "The World Federation Of Exchange" (WFE)'nin amacı; üye borsaların ulusal pazarlarının etkin, adil ve güvenilir gelişimini sağlayıcı fonksiyonel standartların oluşturulması ve geliştirilmesine ilave olarak ihraçlarda, işlemlerde ve takas işlemlerinde yeterli standartların oluşturulması amacıyla işbirliğini sağlamaktır. WFE üyeleri, WFE Genel Kurulu'nda kabul edilen "Menkul Kıymetlerin İşlem Görmesi İle İlgili Genel Olarak Kabul Edilen Kurallara" uymakla yükümlüdürler.

Federation Of Euro-Asian Stock Exchange (FEAS), AB üyeleri haricindeki Avrupa ve Asya ülkelerinin borsalarını kapsayan ve kar amacı gütmeyen bölgesel bir federasyondur. Merkezi İstanbul'da bulunan federasyon, 16 Mayıs 1995 tarihinde İMKB'nin öncülüğünde kurulmuştur. Kuruluş aşamasında 12 olan üye borsa sayısı daha sonra 22'ye ulaşmıştır. Üyelik, federasyonun en üst karar organı olan ve 22 üyenin temsilcilerinden oluşan genel kurul tarafından onaylanmak kaydıyla Avrupa ve Asya'da bulunan diğer borsalara da açıktır. Federasyonun amacı; üye ülkelerin adil, etkin ve şeffaf piyasa yapılarına sahip olmaları ve üye ülkeler arasında yapılan alım satım işlemlerindeki engellerin asgari düzeye indirilmesi olarak belirlenmiştir. Federasyon üyesi ülkeler arasında alım satım işlemlerine ilişkin düzenlemelerin uyumlaştırılması, kullanılan teknolojilerin geliştirilmesi ve çapraz kotasyon imkanları sağlanması hedeflenmektedir.

Federasyon bünyesinde, üye ülkeler arasında bir veri tabanı oluşturmak ve teknolojik konularda işbirliği yapmak üzere bir Teknoloji Komitesi, mali tablolarda ortak bir standardın oluşturulması, içerden öğrenenlerin ticareti, şirket yönetim ilkeleri ve gözetim konuları üzerinde ortak çalışmalar yürütmek üzere bir Mevzuat Komitesi ve FEAS üyeleri için pazarlama stratejileri geliştirmek ve uygulamak üzere bir Pazarlama Komitesi oluşturulmuştur. Mevzuat Komitesi bünyesinde oluşturulan bir alt komite tarafında yürütülen çalışmalar sonucunda; kotasyon, kamuyu aydınlatma ve menkul kıymet sahipliğinin sağladığı hakların kullanımı konularında FEAS üyeleri için bazı standartlar belirlenmiştir. Ayrıca, alım satım işlemlerinin yürütülmesi sırasında üye ülke

borsaları tarafından uygulanmak üzere borsaların sorumlulukları, alım satım işlemleri, takas ve saklama, veri dağıtımını gibi konularda asgari bazı standartların belirlendiği bir alım satım esasları kitapçığı hazırlanmıştır. Üye borsalarda kote olan şirket sayısı 2000 yılı sonu itibariyle 9548 olup, toplam piyasa kapitalizasyonu 104 milyar ABD Doları, ortalama günlük işlem hacmi ise 974 milyon ABD Doları'dır.

International Securities Services Association (ISSA), İsviçre Kanunları'na göre Zürih'te kurulu uluslar arası bir kuruluştur. Amacı, menkul kıymet yönetimi gelişimini sağlamak, menkul kıymet yöneticileri arasında ortak bir lisan kullanımına katkıda bulunarak ilişkileri artırmak ve birebir temasları geliştirerek profesyonel bilgilerin artmasını sağlamak, ISSA üyeleri bankalar, takas kuruluşları, saklama kuruluşları, borsalar, aracı kurumlar ve portföy yöneticileri gibi kurumlardan oluşmaktadır.

International Capital Market Association (ICMA), uluslar arası piyasaların ticari birliği olan özerk bir kuruluştur. Amacı, piyasaların düzenli çalışmasını gözlemek ve piyasaları etkileyen konularda üyelerinin görüşlerini temsil etmektir. Birlik, Avrupa finansal topluluğu ile ilişkilerde çok önemli bir rol oynamakta ve Yatırım Hizmetleri Yönetmeliği (ISD) ve Sermaye Yeterliliği Yönetmeliği'nin (CAD) oluşturulmasına yapıcı katkıda bulunmuştur.

European Capital Markets Institute (ECMI), akademisyenler ve uygulamacıların, piyasaların fonksiyonlarına ilişkin düşüncelerinin ve fikirlerinin alış verişinin yapıldığı merkez gibi hizmet vermektedir. Temel amacı; sınırlar arası faaliyetler ve yatırımların yanı sıra Avrupa sermaye piyasalarının çalışmaları ve gelişmeleri ile ilgili araştırmaları yürütmektir. ECMI üyeleri; finans sektöründeki şirketleri kuruluşlar ve enstitülerin yanında önde gelen üniversiteler ve işletme okullarından oluşmaktadır.

IOSCO, etkin ve güvenilir piyasaların oluşmasını sağlamaya yönelik olarak sermaye piyasası düzenlemelerine standartlar getirmek, üyelerin tecrübeleri paylaşarak ulusal piyasalarını geliştirmelerine katkıda bulunmak, uluslar arası işlemlere standart getirmek ve bu işlemlerde gözetim faaliyetlerini etkinleştirmek, piyasaların bütünlüğünü teşvik için standartların doğru olarak uygulanmasını sağlamak ve kuralların ihlaline

karşı etkin yaptırımlar getirmek amacıyla kurulmuş bir organizasyondur. Sermaye Piyasası Kurulu IOSCO'nun tam üyesi, İMKB ise gözlemci üyesidir.

Birleşmiş Milletler Avrupa Ekonomik Komitesi'nin öncülüğünde Güneydoğu Avrupa ülkeleri arasında çeşitli konularda işbirliği yapılmasını, birlikte hareket edilmesini ve bölgenin AB ile entegrasyonunu kolaylaştırmayı sağlamaya yönelik olarak oluşturulmuş bulunan Güneydoğu Avrupa İşbirliği Girişimi (Southeast European Cooperation Initiative – SECI) Projesi çerçevesinde belirlenmiş alanlar arasında sermaye piyasaları da yer almaktadır. Sermaye Piyasaları Arasında İşbirliği Projesi, İMKB'nin koordinatörlüğünde yürütülmektedir. Söz konusu proje kapsamında Arnavutluk, Bulgaristan, Hırvatistan, Makedonya, Macaristan, Romanya, Slovenya, Yunanistan gibi üye ülkelerin temsilcilerinin katılımıyla oluşturulan Borsalar Alt Grubu ve Düzenleyiciler Alt Grubu olmak üzere iki alt grup bulunmaktadır.

Yürütülen çalışmalar çerçevesinde temel olarak; üye ülkeler arasında merkezi bir ortak işlem platformu oluşturulması ve projeye ivme kazandırılması, ayrıca kurumsal yatırımcıların ilgisini bölgeye çekmek amacıyla bölgedeki potansiyeli yansıtabilecek gösterge niteliğinde bir SECI Endeksinin oluşturulmasına karar verilmiştir. Projenin gerçekleşmesi ile likidite dışsallıklarından ve ölçek ekonomilerinden faydalanılacak, aynı zamanda kotasyon fonksiyonunun yerel olarak gerçekleştirilmesi sayesinde bu fonksiyonun merkezileştirilmesinin ortaya çıkartabileceği sakıncalar da giderilmiş olacaktır. SECI Projesinin kısa ve orta vadede İMKB tarafından uluslar arası alanda yürütülen en önemli proje olduğu ve dünyadaki örneklerine benzer bir bölgesel entegrasyonun gerçekleştirilmesinin mümkün olduğu söylenebilir (Güngör, 2001:2).

BÖLÜM III

FİRMA FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Firmalar, işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak ve yatırımlarını finanse etmek için çeşitli kaynaklara başvurabilirler. Faaliyetlerinin tamamını öz kaynaklarla ya da borçlanarak finansmanı mümkünken, firmalar genellikle her iki kaynağı da değişen oranlarda kullanmaktadırlar. Hangi finansman aracının ağırlıklı olarak kullanılacağı şüphesiz firmanın faaliyet alanı, konusu ve ortaklık yapısıyla yakından ilişkilidir. Firmaların finansman yapılarını belirlemede kısaca uygunluk diyebileceğimiz bu faktör; kısaca firmaların duran varlıklarını uzun vadeli veya devamlı kaynaklarla, dönen varlıklarını ise sürekli bir nitelik göstermeyen kısa vadeli kaynaklarla finanse etmesi şeklinde tanımlanabilir (Akgüç, 1989:448).

Duran varlıklarla dönen varlıkların devamlılık gösteren kısmının uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi gereği, bu varlıkların sağlayacağı para akışı ile ilgilidir. Duran varlıkların kaynaklarla karşılanması, söz konusu varlıkların para girişi yaratmadan bedellerinin ödenmesi finansal açıdan sakıncalı bir durum yaratmaktadır. Gerçekten de yapılan yatırımlar, firmanın fon yaratma kapasitesini arttırmadan diğer bir deyişle geri dönmeden, firmanın bu yatırımlarını finansmanda kullandığı yabancı kaynakları geri ödemek zorunda kalması firmayı mali sıkıntıya sokabilir. Bu nedenle aktif toplamı içinde duran varlıkları ağırlık taşıyan firmaların, önemli ölçüde orta ve uzun vadeli kaynaklarla öz sermaye tabanına dayanmaları uygun olacaktır. Dönen varlıkların geçici nitelik taşıyan bölümü önem kazandıkça, firmaların kısa süreli finansman ihtiyacı da buna paralel olarak artar. Bu nedenle faaliyetleri mevsimlik etkilerin etkisinde bulunan (örneğin inşaat sektörü) firmaların, kısa vadeli kaynaklara gereksinimi yüksektir. Stok ve alacaklardaki artış kısa vadeli kaynaklarla karşılandığı takdirde bu varlıklardaki daralış firmaya geri ödeme konusundaki gerekli fonları sağlar. Dönen varlıklardaki geçici artışların uzun vadeli kaynaklarla karşılanması, firma bakımından güvenli olmakla birlikte karlılık üzerinde olumsuz etki yapar. Firma, dönen varlıklardaki geçici artışların nakde dönüştürülmesi halinde elinde birikecek aşırı

fonları, ya atıl olarak elinde tutacak yada verimi düşük geçici yatırımlara kanalize edecektir. Fonların karlı kullanılmaması da firmaların karlılığının düşmesine yol açacaktır. Bu nedenle, firmaların dönen varlıklardaki geçici artışları esnek kısa vadeli kaynaklarla finanse etmeleri gerekmektedir (Yaşar, 2006:9).

Firmaların finansman ihtiyaçlarını sağlayabilecekleri kaynakları iç finansman ve dış finansman ya da öz kaynak yoluyla finansman ve borçlanma yoluyla finansman şeklinde ikiye ayırabiliriz.

3.1 Öz kaynak Yoluyla Finansman (İç Finansman)

Öz kaynak yoluyla finansman denilince en genel anlamda; firmanın elde ettiği karı dağıtmayarak bünyesinde bırakması veya yeni hisse senedi ihraç etmek suretiyle dışarıdan kaynak teminine gitmesi anlaşılmaktadır. Ayrıca enflasyonist ülkelerde uygulanan ve amortisman tabi iktisadi kıymetlerin yeniden değerlendirilmesi sonucunda oluşan fonların sermayeye eklenmesi de öz kaynak finansmanı şeklinde değerlendirilmektedir.

Öz kaynak ile finansmanın avantajları şunlardır (Yaşar, 2006: 9):

1-) Öz kaynak ile finansman, firma için sabit bir yük getirmez. Firma, kar sağladığı takdirde, yetkili organlarının kararı ile kar payı dağıtır. Firmanın kar payı dağıtma konusunda özel durumlar dışında yasal bir yükümlülüğü yoktur.

2-) Öz kaynağın belirli bir vadesi yoktur. Firma için sürekli bir kaynak niteliğindedir.

3-) Öz kaynak, firmanın muhtemel zararlarına karşın bir emniyet sübabı görevi gördüğünden öz kaynağın artışı firmanın kredibilitelerini yükselterek ilave kaynaklar bulmasını kolaylaştırır.

4-) Bazı dönemlerde şirket için hisse senedi satarak kaynak sağlamak yabancı kaynak teminine oranla daha elverişlidir. Hisse senetlerine yatırım, tasarruf sahiplerine belli sermayedar gruplarına iki nedenden dolayı çekici gelebilir. Birincisi; hisse senetlerinin tahvillere göre temettü ve değer artışı şeklinde daha yüksek gelir sağlamaları. İkincisi; hisse senetlerinin enflasyona karşı daha koruyucu olmalarıdır. Enflasyon nedeniyle şirket aktiflerinin reel değerlerinin yükselmesi halinde bu yükseliş tasarruf sahiplerinin hisse senetlerine talebini arttırabilir.

Öz kaynak ile finansmanı dezavantajları ise şunlardır:

1-) Yeni hisse senedi ihracı yoluyla öz kaynakların arttırılması şirkete yeni ortakların girmesine yol açarak yönetimin ve kontrolün paylaşılması sonucunu doğurabilir. Bu risk özellikle küçük şirketlerde daha fazladır.

2-) Yeni hisse senedi ihracı veya ortak alınması gelirin daha çok kişi arasında paylaşılmasına, dolayısıyla mevcut ortakların gelirin düşmesine yol açabilir.

3-) Yeni hisse senedi ihracında, ihrac maliyetleri genellikle tahvil çıkarılmasının gerektirdiği giderlerden daha yüksektir. Yatırımcılar açısından hisse senedine yatırım yapmak tahvillere yapılacak yatırımdan daha riskli görüldüğünden, hisse senedi ihracına aracılık yapan aracı kuruluşların talep edecekleri komisyon bu riski karşılayacak ölçüde daha yüksek olacaktır.

4-) Bazı durumlarda hisse senedine talep, tahvillere göre daha dar olabilir. Tasarruf bankaları, hane halkı, hayat sigorta şirketleri gibi fon arz eden kişi ve kurumların fonlarını az riskli, sabit gelirli tahvillere yatırmayı tercih etmeleri halinde hisse senetlerinin pazarı daralabilecektir.

5-) Firma açısından öz sermaye maliyeti, genellikle borç maliyetine nazaran daha yüksektir. Bir firmaya ortak olanlar katlandıkları riskin daha yüksek olması nedeniyle daha yüksek getiri beklentisi içindedirler. Bu durum öz sermaye maliyetinin, yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olmasına neden olmaktadır.

Özellikle ilk halka arzlarda fiyatın doğru tespit edilip edilmediği halka arzın başarısı ve maliyetler açısından önem taşımaktadır. Hisse senedi fiyatının çok yüksek veya çok düşük belirlenmesi, ihraççı firmanın potansiyel bir maliyete katlanmasına neden olacaktır. Eğer fiyat çok yüksek belirlenmişse, ihraç başarısız olabilecek ve bu ihraçtan vazgeçmek gerekebilecektir. Fiyatın gerçek piyasa değerinin altında kalması durumunda ise, hisselerinin düşündüklerinden daha düşük bir fiyatla satılması, ihraççının mevcut hissedarlarını alternatif bir maliyetle karşı karşıya bırakacaktır. Yapılan çalışmalar, şirketlerin halka açılmaları sırasında hisse senetlerini düşük fiyatlandırdıkları gerçeğini ortaya çıkarmıştır. Bu ilgili hisse senedinden satın alma şansını yakalayan yatırımcılar için güzel bir karı ifade ederken şirketin eski ortakları açısından ise alternatif bir maliyeti göstermektedir.

3.2 Borçlanma Yoluyla Finansman

Borçlanmak yoluyla finansman denilince ilk aklın gelen banka kredileri olmakla birlikte firmalar, tahvil, finansman bonusu ihracı, ticari krediler (firmalar arası ticari borçlanmalar), finansal kiralama ile diğer borçlanma araçları (forward, futures gibi türev araçlar, hisse senediyle değiştirilebilir tahviller v.b) yoluyla da finansman sağlamaktadır. Banka kredileri, en kolay ve sık rastlanan borçlanma kaynağıdır ve kısa, orta ve uzun vadeli olabilmektedir. Firmalar genellikle işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak ve belirli dönen varlıklarını özellikle de stoklarını ve/veya müşterilerinden olan alacaklarını finanse etmek amacıyla kısa vadeli banka kredilerine başvururlar. Hız, esneklik ve maliyetin uzun vadeli borca göre daha ucuz olması kısa vadeli borç kullanımının avantajlarını oluşturmaktadır. Borçlanma senedi ihracı yoluyla finansmanın en bilinen araçları, tahvil ve finansman bonosudur. Bunlardan finansman bonusu kısa vadeli, tahvil ise uzun vadeli borçlanma senedir. Ticari krediler (ticari borçlar) borçlanma yoluyla finansman kaynakları arasında yer almaktadır. Firmalar genellikle diğer firmalardan kredi ile satın almalarında bulunurlar ve bu borcu kısa vadeli borç olarak kayıtlarına geçirirler. Kısa vadeli borç ya da daha yaygın kullanılan deyimle ticari kredi kısa dönemli borcun en önemli kategorisidir ve finansal olmayan orta büyüklükteki bir firmanın cari pasiflerinin yaklaşık %40'ını oluşturmaktadır. Bu oran, daha küçük firmalar için biraz daha yüksektir. Çünkü küçük firmaların çoğunlukla diğer

kaynaklardan (banka kredisi, borçlanma senedi ihracı v.s) borçlanma imkanları sınırlıdır. Diğer finansman kaynakları arasında saydığımız finansal kiralama yoluyla kaynak temini temelde, para dışında bir iktisadi varlığın borç olarak alınmasına ve kiracının, yapılan kira sözleşmesi ile sabit bir yükümlülük altına girmesine dayanmaktadır. Firmaların finansal kiralamaya daha çok, kredi olanaklarının büyük bir kısmını kullanmış olmaları, geçici olarak mali sıkıntı içinde olmaları, sürekli ve kısa sürede yüksek verim sağlayan yatırım projelerine girişmiş olmakla birlikte sınırlı mali kaynağa sahip olmaları gibi durumlarda başvurdukları gözlenmektedir.

3.3 Borçlanma ya da Öz kaynak Yoluyla Finanslama Yönteminin Seçimini Etkileyen Faktörler

Firmaların artan finansal kaynak ihtiyaçlarını hangi yollardan tedarik edeceklerini belirlemeye yönelik yapılan çalışmalarda literatürde ilk olarak karşımıza Modigliani ve Miller'in 1998 yılında yaptığı çalışma çıkmaktadır. Modigliani ve Miller'e göre; firma değeri kar üzerinden alınan vergiler, asimetrik bilgi, firma iflası ve benzeri piyasa aksaklıklarından kaynaklanan maliyetlerin yokluğunda, sermaye yapısından bağımsızdır. Modigliani ve Miller borsadaki yatırımcıların aynı beklentilere sahip olduğunu varsayarak, firma değerinin tamamen gelecekteki kazançlar tarafından belirlendiğini ve ihraç edilen hisse senetlerinin fiyatlarının firmanın mali yapısından bağımsız olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu teorem firma gelişim ve yatırım kararlarının, verimlilik, mallara olan talep, teknolojik gelişme, sermaye ve emeğin nispi fiyatları gibi tamamen reel değişkenler tarafından belirlendiğini öne sürer. Ancak; vergi, asimetrik bilgi, piyasaların az gelişmişliği gibi mali piyasa aksaklıklarının (market imperfections) varlığı bu teoremin geçerliliğini yok eder. Bu konuda çalışma yapan çeşitli yazarlar yaptıkları çalışmalarda hiyerarşik sıra (pecking order) teorisini ortaya atmışlardır. Hiyerarşik sıra teorisine göre; firmaların öncelikle dağıtılmamış karlarla, sonra borçlarla ve son olarak da öz sermaye ile finanse edilir. Hiyerarşik sıra teorisi; gelişmiş sermaye piyasaları varsayımı altında ve sonuçta da daha çok gelişmiş ülkeler için geçerlidir. Bu nedenle bu teorem az gelişmiş ülkelerdeki işletmelerin sermaye yapısı yönünden çok anlamlı değildir (Güloğlu, Bekçioğlu, 2001:3).

Uygulamada firmaların finanslamasını etkileyen üç tane temel faktör vardır. Bunlar; borç finanslamasına ait vergi avantajı, firma riski ve piyasa aksaklıkları (piyasa bölünmüşlüğü, portföy çeşitlendirmesiyle ilgili sorunlar, yatırımcılar ile firmanın yönetim kademesi arasındaki çıkar çatışmaları ve asimetrik bilgi) olarak sıralanabilir (Güloğlu, Bekçioğlu, 2001:3).

3.3.1 Borçlanmaya Bağlı Vergi Avantajı

Firmalar almış oldukları borçlara ait faizleri vergi matrahından düşerek daha az vergi ödeme imkanına kavuşur. Bu durum hissedarlar için daha çok kar anlamına geldiğinden firmanın hisselerini daha değerli kılar. Sonuçta, borçla finanslama öz sermaye ile finanslamaya göre daha avantajlı olur.

3.3.2 Firma Riski

Aşırı derecede borçlanma firmayı temerrüde düşürebilir. Bu durumda, firmanın iflas etme olasılığı yükselir ve sonuçta tahvil ve hisse senedi ihraç maliyeti (yani risk primi) artar. Firmalar faaliyet gösterdikleri sektörün karakteristik özelliklerini göz önüne alarak finansman kararını verirler. Finansal yapılarında finansal kaldıraç (toplam borç/ öz sermaye) oranı yüksek firmalar daha çok öz sermaye finanslaması yolunu seçebilirler ya da tam tersine bu oran düşükse borç finanslamasını tercih edebilirler. Borçlanma yoluyla finansmanda özünde bir takım riskler taşır. Örneğin finansal kaldıraç oranı yükseldikçe alacaklılar daha yüksek faiz oranı talep edebilir yada borç vermekten kaçınabilirler. Yüksek oranda borçlanma firmanın öz sermaye riskini de arttırır. Bu durum firmalara yatırım yapan hissedarların yatırım kararlarını etkiler böylece artan finansal kaldıraç oranı firmanın öz sermaye maliyetlerini (cost of equity) arttırır.

3.3.3 Piyasa Aksaklıkları

Dört çeşit piyasa aksaklığı vardır; piyasa bölünmüşlüğü (market segmentation), portföy çeşitlendirmesi sorunları, yatırımcılar ile firma arasındaki çıkar çatışmaları ve hisse senedi piyasasında bilgi toplulaştırmasının (information aggregation) etken olarak yapılamamasından kaynaklanan asimetrik bilgi.

3.3.3.1 Piyasa Bölünmüşlüğü

Piyasa bölünmüşlüğü basit olarak yatırımcıların yatırım yaptıkları miktarlar üzerinden firmalardan farklı oranlarda getiriler beklemesidir. Firmalar ise piyasada mevcut finansal araçlardan en ucuzunu seçerek sermaye maliyetlerini (cost of capital) en aza indirmeyi amaçlarlar. Ayrıca ulusal piyasaların uluslar arası piyasalardan kopukluğu yani yerli firmaların uluslar arası piyasalara menkul kıymet ihraç etmesi önündeki engeller veya ulusal piyasanın kendi içinde bölünmüşlüğü de maliyet yapılarına farklılık getirebilir.

3.3.3.2 Portföy Çeşitlendirmesi Sorunları

Hisse senedi piyasasında yaşanan aksaklıklar ekonomide portföy çeşitlendirme maliyetinin (cost of portfolio diversification) doğmasına yol açar. Yatırımcılar prim talep edeceklerinden likit olmaya piyasada hisseleri işlem gören şirketler hisselerini ancak belirli bir maliyet ödeyerek ihraç edebilirler. Piyasa portföy çeşitlendirmesine izin vermiyorsa hisse senedi ihracıyla doğacak avantajlar sınırlı kalacaktır. Bu da firmaların finansal piyasalardan uzaklaşmasına neden olur.

3.3.3.3 Yatırımcılar İle Firma Arasındaki Çıkar Çatışmaları

Firmalardan menfaat sağlayan birçok taraf vardır ve bu tarafların menfaatleri birbirleriyle ve firmayla her zaman uyuşmaz. Bunun sonucunda çıkar çatışmaları meydana gelir. Böyle bir çatışmanın varlığı piyasada hissedildiği takdirde firmanın mali kaynak bulması güçleşir. Ancak firma dışı yatırımcılarla firma arasındaki ilişkiler bir

anlaşma ile bir biçimde kayıt altına alınır (optimal contracting) firma sahibinin diğer taraflara karşı fırsatçı yani bencil bir davranış içinde olması önlenir. Borç yoluyla finanslama fırsatçı davranışları teşvik eder ve finansal kaldıraç oranı yüksek firmalar kredi bulmakta zorlanabilir. Sonuçta, böyle firmalar değişik çıkar taraflarıyla ortaklaşa olarak gerçekleştirebilecekleri karlı anlaşmalardan tam anlamıyla yararlanamazlar. Bu gibi durumlarda öz sermaye finanslaması, borç finanslamasının önüne geçmiş olur.

3.3.3.4 Bilgi Toplulaştırılması Sorunları (Asimetrik Bilgi)

Hisse senedi piyasalarının yararlarından biri de firmalar hakkındaki bilgilere doğru, düzgün, güvenilir ve toplu biçimde ulaşılabilmesini sağlamasıdır. Firmalar hakkındaki doğru ve toplu bilgiler firmaların hisse senedi fiyatlarına yansır. Firmalar hakkındaki bilgilerin toplulaşması borsaya henüz yatırım yapmamış özellikle kurumsal yatırımcıların firmalar hakkındaki yeterli bilgiye kolaylıkla sahip olabilmeleri nedeniyle borsaya yatırım yapmalarını sağlar. Böylece firmalar hisse senedi ihracı yoluyla finanslamayı seçtiklerinde yeteri kadar hissedar bulma imkanlarını artırırlar. Ayrıca, firma hakkında yatırımcılar ne kadar çok bilgiye sahip olursa ve bu bilgi hisse senedi fiyatlarına yansırsa firmaya borç verenlerin denetimi kolaylaşır ve borç bulma olanakları artar.

3.3.4 Borsa Gelişiminin Firmaların Sermaye Yapılarına Etkisi

Borsa gelişiminin firmaların sermaye yapılarına etkisi konusunda literatürde ilk olarak karşımıza 1996 yılında Boyd ve Smith'in yaptığı çalışmayı görmekteyiz (Güloğlu, Bekçioğlu, 2001:5). Bu çalışmada gelir düzeyi yüksek ülkelerde toplam borç/öz sermaye yapısının ekonomik gelişmelerden ne anlamda etkilendiği incelenmiştir. Modele göre sermaye birikimi iki değişik üretim teknolojisi kullanılarak sağlanmakta ve üretim belirli oranlarda borç ve öz sermaye kullanılarak finanse edilmektedir (Güloğlu, Bekçioğlu, 2001:6). Bu teknolojilerden ilkinin getirisi yüksek olmakla beraber alacaklılar veya hissedarlar tarafından bu getiri oranı bilinmemektedir. İkinci üretim teknolojisiyle üretimin getirisi düşük ancak bu getiri bilinmemektedir. Bu şartlar altında Boyd ve Smith'in geliştirdikleri modelde ekonomi geliştikçe firmaların

getirisi yüksek teknolojiyle üretim yaptıklarını göstermiştir. Ancak bu teknolojiyle üretimin getirisi önceden bilinmediğinden alacaklılar ve hissedarların firmayı denetleme maliyetleri yükselmektedir. Nihayet bu durum yatırımcıları getiri bilinen ancak düşük olan üretim teknolojilerini seçmeye zorlamaktadır. Bu tür yatırımlar genellikle borçlanarak finanse edildiğinden, Boyd ve Smith gelir düzeyi yüksek ülkelerde yatırımcıların daha az borçlanarak ve daha çok öz sermaye kullanarak yatırımlarını gerçekleştirme eğiliminde olduklarını öne sürmektedirler. Ancak ekonomik gelişmişlik belirli bir seviyeye ulaştığında hem firmaların hem de tasarrufçuların borsadan yoğun biçimde yararlandıkları görülmüştür. Boyd ve Smith'e göre borç yada öz sermaye yoluyla finanslama tekniklerinin birbirlerini ikame etmek yerine birbirlerini tamamladıklarını tespit etmişlerdir.

3.4 Türkiye'de İmalat Sanayi'nin Genel Yapısı ve İşletmelerin Hisse Yapıları

Bir ülkenin gelişip kalkınabilmesi ancak gerçek bir değer yaratmasıyla mümkündür. Bu yaratılan değer mal ve hizmet üretimi yoluyla gerçekleşebilir. Bu yüzden ülkelerin imalat sanayilerine ve bu sanayilerinin sorunlarına diğer gruplardan daha fazla önem vermek gerekir. Ülkemizin genel olarak imalat sanayi yapısını incelediğimizde ilginç bir durumla karşılaşmaktayız.

Tablo 17: Türkiye'de İmalat Sanayi'nin Genel Yapısı

	İşletme Sayısı (%)	İstihdam (%)	Katma Değer (%)
Küçük Ölçekli Sanayi (1-49)	98.17	44.40	13,02
Orta Ölçekli Sanayi (50-199)	1.33	15.48	15.58
Büyük Sanayi (200-+)	0.5	40.12	71.4
TOPLAM	100	100	100

Kaynak: Bedriye Tunçsiper, Şakir Sakarya. İMKB İmalat Sanayindeki 500 Büyük Firmanın 1997-2002 Arası Finansal Analizi. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:10, Sayı:1 (Erişim Tarihi:12/01/2008)

Türkiye’de toplam işletmelerin %99.5’ini küçük ve orta büyüklükteki işletmeler oluşturmaktadır. Bu işletmelerin istihdama sağladıkları katkı %59.88 iken sağladıkları katma değer %28.60’dır. Buna karşılık toplam işletme sayısı içindeki payı %0.5 olan büyük işletmelerin istihdama sağladıkları katkı %40.12, sağladıkları katma değer %71.40’dır (Tunçsiper, Sakarya, 2005:4). Tablodan da anlaŐılacaėı gibi büyük sanayi kuruluşları yarattıkları katma değer bakımından Türkiye Ekonomisi’ne büyük katkıları olmasına rağmen özellikle işletme sayısı ve sektörel yoğunluk açısından küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin (KOBİ) ağırlığı da açıkça görülmektedir. Bu yüzden hem büyük kuruluşların hem de KOBİ’lerin yönetim, üretim, ihracat ve istihdam bakımından daha gl olmaları Türkiye Ekonomisi’nin gücünü de doğrudan etkileyecektir.

Türkiye’de işletmelerin hisse yoğunlukları ele alındığında özellikle büyük işletmelerin tamamına yakın bir kısmı Şirketler grubu içerisinde birbirine bağlı bulunmaktadır. Bu Şirketler grubu bir holding Şirketi etrafında teşkilatlanmış ve tek bir ailenin veya az sayıda ortak ailelerin yatırımlarının sonucu oluşmaktadır. Aileler bu Şirketleri, gerektiğinde aralarında kaynaklar ve personelin deėiŐtirilebileceėi uyumlu bir gövde olarak bir arada tutmaktadırlar. Şirket gruplarından bazıları, grup Şirketlerinin ana bankası olarak hizmet veren bir bankaya sahiptir. Şirketler grubu azınlık hissedarlarının oy haklarını çok sayıda firmaya yayarak ve nihai hissedarların oy haklarını en üstte yoėunlaŐtırmak suretiyle bir piramit oluşturmaktadır. Bu Şekilde birçok Şirket, mülkiyet iliŐkilerinden oluşan bir zincir vasıtasıyla piramidin en üstündeki aynı firma ile kontrol edilmektedir (Gençtürk, 2003:237). Aileler bir holding Şirketin oğunluk kontrolünü ellerinde tutmaktadırlar aynı zamanda bu Şirket de piramitsel bir yapının oluşmasına izin verecek Şekilde bir çok diğer Şirkette hisselere sahiptir. Ayrıca Şirketlerin bir holding Şirketi etrafında hiyerarşik bir biçimde birbirlerinin hisselerine sahip oldukları görülmektedir.

Tablo 18: Hissedar Gruplarına Göre Hisse Grupları

Hissedar Grupları	Şirket Sayısı	Oran(%)
Holding Şirketleri	143	36.14
Finansal Olmayan Şirketler	139	31.67
Finansal Şirketler	62	28.29
Aileler	128	27.19
İşçi Birlikleri ve Kooperatifler	6	34.76

Kaynak: Mehmet Gençtürk. Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkisi. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:8, Sayı:2 (Erişim Tarihi:12/01/2008)

Hisse yoğunluğu olarak, bağımsız şirketlerde en büyük hissedar hisselerin ortalama olarak %49.75'ine sahiptir. Grup şirketlerinde en büyük hissedarın sahip olduğu hisse oranı ise ortalama olarak %40.79'dur. Tüm şirketlerde ise en büyük hissedar hisselerin %43.94'üne sahiptir. Oylama hakkına göre ise bağımsız şirketlerde en büyük hissedar oyların %56.22'sine sahipken, şirket gruplarındaki en büyük nihai hissedar oyların %59.99'una sahiptir (Gençtürk, 2003:238).

3.5 Türkiye’de Genel Olarak Firmaların Finansman Kaynakları

Çalışmamızın bu kısmında ülkemizde KOBİ olarak nitelendirilen ve henüz borsaya kote olmamış firmalara yönelik olarak yapılan çalışmalara göz attıktan sonra firmaların finansman kaynaklarını iç kaynaklar ve dış kaynaklar olarak ayrı ayrı inceleyeceğiz. Bu konuda yapılan çeşitli çalışmalarda işletmelerin genelde finanslama yöntemi olarak iç kaynaklarla banka kredilerini kullandıkları tespit edilmiştir. Yabancı kaynağın maliyetinin çok yüksek olduğu ve finanslama yönetiminin tespitinde maliyetin çok önemli bir faktör olduğu da tespitler arasında yer almıştır. Bütün bunlar bize göstermektedir ki firmaların temel sorununun finansman sorunu değil finansman maliyetinin yani aldıkları banka kredilerine ödedikleri faizlerin yüksekliğidir. Bu da işletmelerin yeni yatırımlara girişmesi ya da kapasite artırımı planları önündeki en büyük engeldir.

3.5.1 İç Kaynaklar

İç kaynaklardan finansman ile kastedilen genellikle, dağıtılmamış karlar ile şirket bünyesinde mevcut bulunan değerlerin sermayeye eklenmesidir. Şirket bilançosunun pasif tarafında yer alan iç kaynaklar (ihtiyat ve yedek akçeler, değer artış fonları gibi) şirketin gelişmesini sağlamak ve muhtemel zararları karşılayabilmek amacıyla ayrılırlar. Anonim şirket, bu tür imkanlarını sermaye hesabına aktararak sermayesini arttırabilir. Sermaye artırımını nedeniyle çıkarılan yeni paylar, pay sahiplerine sermayedeki payları oranında dağıtılır.

Ülkemizde kuruluş aşamasında olan KOBİ'ler ağırlıklı olarak öz kaynak kullanmaktadır. Yeterli öz kaynağa sahip olmayan işletmeler yeni yatırımlarını gerçekleştirmede ve büyümelerinin finansmanında kaynak sorunuyla karşı karşıya kalmaktadırlar. KOBİ'lerin kendi yapılarından kaynaklanan temel finansman sorunu öz kaynak yaratamamaktır. Özellikle kuruluş aşamasında yeterli öz kaynağın bulunmaması girişimcilerin önünde engeldir (Aras, Müslümov, 2002:26). KOBİ'lerin sermaye olanaklarının sınırlı olması, tasarruf sahiplerinin de KOBİ'leri riskli bulması nedeniyle kuruluş anında yeterli işletme sermayesi olmayan bu kuruluşlar daha sonra da çok uzun ömürlü olamamaktadırlar (Erkumay, 2000:10).

Yapılan araştırmalarda bu tür işletmelerin genellikle ilk beş yılda yok olduklarını göstermiştir. İşletme sermayesi açısından durum değerlendirildiğinde KOBİ'lerde çoğu zaman sabit sermaye yatırımı ile sabit sermaye yatırımının mal ve hizmet üretebilmesi için gerekli olan işletme sermayesi tutarından oluşan ilk yatırım tutarı yalnızca sabit sermaye yatırım miktarı olarak algılandığı için işletmenin kuruluşundan hemen sonra işletme sermayesi sıkıntısı ortaya çıkmaktadır. Devam eden yıllarda ise KOBİ'ler düşük kazanç, düşük stok devir hızı ile çalıştıkları ve kredili satışlarda bulduklarından işletme sermayesi açığı devam etmektedir (Erkumay, 2000:11). İşletmelerin kendi iç kaynaklarından olan sermaye artırımının kaynakları şunlardır;

- Maddi duran varlık yeniden değerlendirme değer artış fonu
- İştirakler yeniden değerlendirme değer artış fonu
- Maliyet artış fonu
- Gayrimenkul ve iştirak hissesi satış kazançları
- Esas sözleşme hükümlerine göre (statü yedekleri) veya genel kurul kararı ile ayrılan yedek akçeler (olağan üstü yedek akçeler)
- Emisyon primleri
- Dağıtılmasına karar verilmeyen bütün dağıtılabılır karlar.

Uygulamada, Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi borsa şirketlerinin kar payı dağıtımında farklı yöntemler benimsedikleri, bir kısmının karın tamamını nakden dağıttığı, bir kısmının ise hem nakit hem de bedelsiz hisse senedi şeklinde dağıtmayı tercih ettikleri, hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerin ise kar dağıtımını çoğunlukla nakden gerçekleştirdikleri görülmektedir.

Temettünün sermayeye ilave edilmek suretiyle bedelsiz hisse senedi biçiminde dağıtılması uygulamasının borsa şirketleri açısından daha anlamlı olduğu söylenebilir. Çünkü ortakların bedelsiz olarak aldıkları söz konusu hisse senetlerini ilgili borsada satarak nakde çevirebilme imkanları bulunmaktadır. Borsa dışı şirketlerde söz konusu imkan ancak, hisse senetlerinin borsada işlem görmek üzere halka arz edilmesi halinde mümkün olmaktadır. Şirket ortağı açısından konuya bakıldığında, söz konusu hisse senedinin her zaman yüksek fiyattan ve zamanında satışı söz konusu olmayabileceğinden ortak, temettüyü nakit olarak almayı tercih edebilecektir. Diğer yandan, temettünün nakit yerine bedelsiz hisse senedi olarak dağıtılması imkanının getirilmesi uygulamasının, şirketleri oto finansmana yöneltmek amacını içerdiğinden de söz edilebilir. Uygulamada, şirketlerin çoğu kar dağıtımına sermaye artırımını ile aynı zamanda karar vermekte, rüçhan hakkı kullanım tarihleri ile kar dağıtım tarihleri çakışmaktadır. Sonuçta şirketler dağıttıkları temettüleri rüçhan hakkı bedeli olarak geri almaktadırlar (Yaşar, 2006:33).

3.5.2 Dış Kaynaklar

3.5.2.1 Hisse Senedi İhraçları

Yeni sermaye konularak artırım veya efektif artırım olarak da bilinen bu yöntem, anonim şirketin mal varlığının dışarıdan gelen nakdi ve aynı araçlarla artırılmasına ilişkindir. Yeni pay konulması, mevcut ortakların rüçhan haklarını kullanarak sermaye artırımına nakden katılabilecekleri gibi, eski ortakların rüçhan haklarından vazgeçerek yeni şahıslara bu olanağın bırakılması suretiyle de olabilir. Yeni sermaye konularak artırım iki şekilde yapılır:

1-) Kapalı anonim şirketlerde yapılan artırım. Bu yöntemde halka açık olmayan anonim şirketler sermaye arttırmak suretiyle halka açık hale gelmektedirler. Bu durumda mevcut pay sahiplerinin rüçhan hakları kısmen veya tamamen kısıtlanmakta ve artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri halka arz edilmektedir.

2-) Sermaye artırımını yoluyla halka arz. Bu yöntemde hali hazırda halka açık olan bir anonim şirketin sermaye artırımını söz konusudur. Şirketin esas sermaye sisteminde veya kayıtlı sermaye sisteminde olmasına bağlı olarak sermaye artırım süreci farklı prosedürlere tabidir.

3.5.2.2 Borçlanmalar

Daha önceki bölümlerde banka kredileri konusunu ele almıştık. Bu bölümde ise diğer borçlanma kalemlerini ele alacağız. Bunlardan bir tanesi olan finansman bonosuna ilişkin yasal düzenleme ülkemizde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanuna dayanılarak çıkarılmış olan Seri: III, No:13 “Finansman Bonolarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yapılmıştır. Bu tebliğde finansman bonoları; ihraççıların bu tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına aldirmek suretiyle ihraç ederek sattırdıkları emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır şeklinde tanımlanmıştır. Finansman bonolarının vadeleri 60 günden az 720 günden fazla olamamaktadır. Tebliğ’de finansman bonoları,

teminatlarına göre ayırma (A, B, C ve D tipi) tabi tutulmuşlardır. Bunlardan A tipi bonolar, herhangi bir teminat içermemektedir

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde firmaların uzun süreli yabancı kaynak sağlamak için başvurdukları başlıca yollardan bir tanesi de tahvil ihracıdır. Tahvillere ilişkin yasal düzenleme ise, Türk Ticaret Kanunu ile Sermaye Piyasası Kanunu ve bu kanuna dayanılarak çıkarılan Seri: II, No:13 “Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yapılmıştır. Tebliğ’in 8.maddesine göre tahvillerin vadesi 2 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebilmektedir. Finansman bonolarında olduğu gibi tahviller için de ihraç limiti söz konusudur ve finansman bonolarının ihraç limitine ilişkin hususlar tahviller için de geçerlidir.

Borçlanma senedi niteliği olamamakla birlikte sermaye piyasalarından fon toplamaya yarayan diğer borçlanma araçları ise varlığa dayalı menkul kıymetler, kar ve zarar ortaklığı belgesi, gayrimenkul sertifikaları, kalkınma ve yatırım bankalarının ihraç edilen banka bonoları ve banka garantili bonolardır. Bu araçlara ilişkin düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu ve tebliğleri ile yapılmıştır.

3.6 Türkiye’de İmalat Sanayi Firmalarının Finansman Kaynakları

Türkiye’de finansman ve üretim arasındaki ilişki, kamu kesiminin artan finansman gereksinimi ve bunun mali piyasalar üzerindeki etkisiyle gündeme gelmiş, mali piyasalarda yaşanan krizlerin ardından krizlerin reel piyasalara olan etkisi nedeniyle giderek daha güncel bir hal almıştır. Türkiye’de finansman-üretim ilişkisine, şirketler kesiminin kamunun artan fon gereksinimi nedeniyle mevcut finansman olanaklarından dışlanması çerçevesinde yaklaşılmaktadır. Söz konusu dışlanmayı mutlak anlamda almamak gerekir. Çünkü kamu kesimi mali piyasalara zorla girmemekte, bu piyasaya giren herkesin tabi olduğu kurallar çerçevesinde fon toplamaktadır. Dolayısıyla kamu kesiminin finansman gereksinimini veri olarak almak, özel sektörün fon temini üzerinde bunun etkilerine bakmak ve alternatif finansman kaynakları üzerinde durmak gerekir (Yaşar, 2006:39).

Şirketlerin finansman kompozisyonuna genel olarak bakmadan önce Devlet İstatistik Enstitüsü ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 1996 yılında 2146 şirketi kapsayan anket çalışması sonucunda özellikle 1994 krizinin yıkıcı etkileri nedeniyle ankete katılan şirketlerden %36.3'ünün genelde krizi aşmak için öncelikle finansman ihtiyacını düşük tuttukları %16.6'sının da öz kaynakla finansmana ağırlık verdikleri görülmektedir. Toplam borçların aktif toplamı içindeki payı 1996'da %49.23 iken 2003 yılı sonunda %55.79'a yükselmiş, en yüksek seviyesine %62.92 ile 2001 yılında ulaşmıştır. Net dönem karlarının toplam aktiflere oranı, yıllar itibariyle azalma göstermiş, 1996 yılında %14.32 olan bu oran, 2003 yılında %5.71'e kadar gerilemiştir. Kasım 2001 krizi ile birlikte şirketlerin toplam borçlarında görülen artış sonucunda toplam borçlar/toplam aktifler oranının 2001 yılı sonunda %62.92'ye kadar yükseldiği, 2002 yılı sonunda ise krizlerden sonra yavaş yavaş görülen toparlanma ve piyasadaki canlanmaya paralel olarak söz konusu oranın %59.78'e düştüğü görülmektedir. İMKB'de kayıtlı firmaların finansman kaynaklarının tespitine yönelik Devlet İstatistik Enstitüsü ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ortaklaşa yapılan çalışma sonucunda öz sermayenin firmalar için önemli bir finansman kaynağı oluşturduğu toplam finansmanın %51'inin öz sermayeden kalan %49'unun ise firma dışı kaynaklardan sağlandığı tespit edilmiştir. Toplam borçlar içinde kısa vadeli borçların ağırlığını her zaman koruduğu yine bu çalışmada tespit edilmiştir. 2000 yılında %77.06'ya kadar yükselmiş olan bu oran daha sonra düşüş trendine girerek 2003 yılında %65.06 olmuştur. Söz konusu düşüşte, Şubat 2001 krizi ile birlikte şirketlerin borçlarının yeniden yapılandırılarak kısa vadeliden uzun vadeliye çekilmesi etkili olmuştur. Toplam borçlar içinde kısa vadeli banka kredilerinin payı dikkat çekicidir. 1996 yılından 2000 yılına kadar geçen sürede kısa vadeli banka kredileri/toplam borçlar oranında yaklaşık %8'lik bir artış olmuştur. Geçmişte ülkemizin içinde bulunduğu enflasyonist ortam ve genel ekonomik krizlerin getirdiği belirsizlikler, kredi kurumlarının uzun vadeli kredi kullanımını daha da sınırlayıcı bir rol oynamasına neden olmuştur. Kısa vadeli krediler ise; elde edilmesindeki kolaylık, formalitelerin azlığı, finansal kaldıraç olarak yararlanabilme gibi sebeplerden dolayı firmalar tarafından daha çok tercih edilmişlerdir. İMKB'de işlem gören firmaların dış finansman kaynaklarının önemli bir bölümünün kısa ve uzun vadeli banka borcu ve ticari borç şeklinde temin edildiği, bunlar içinde kısa vadeli ticari borçların oranının kısa vadeli banka borçlarından yüksek olduğu, bu

durumun mali sistemden dışlanan firmaların kendi aralarında oluşan vadeli işlemlere dayalı, pahalı ve riskli finansmanı tercih eder duruma geldiğini göstermektedir. İMKB’de kayıtlı firmaların 1996-2003 yılları arasında tahvil ile finansmana hiç başvurmadıkları görülmektedir. 1996 yılında toplam borçların %0.36’sını oluşturan finansman bonoları, 1997 yılında toplam borçların 0.16’sına kadar düşmüş ve 1998’den sonra hiç kullanılmamıştır. Finansman bonusu ve tahvilin firmalar tarafından tercih edilememesinin sebepleri çeşitli olup bunlar arasında; genel ekonomik konjonktür, kamunun yüksek faizlerle borçlanıyor olması gibi nedenler sayılabilir. Diğer sebepler ise; başvuru sırasında işlemlerin kolay olmaması, ihraç formalitelerinin çokluğu ve fonun elde edilme süresinin daha uzun olmasıdır.

3.7 KOBİ’lerin Sermaye Piyasasından Yararlanma Olanakları

Bölüme başlamadan önce KOBİ’lerin sermaye piyasasındaki yerini reel sektör açısından değerlendirmek gerekir. Daha önceden de belirttiğimiz gibi işletmelerin finansmanında para piyasaları yani bankacılık kesimi ve sermaye piyasaları önemli yer tutmaktadır. Finansal sistem içerisinde yer alan para ve sermaye piyasaları ekonomide kaynakların aktarımı mekanizmasını yerine getirdiklerinden ekonomik etkinliğin saptanmasında ve artırılmasında önemli bir rol oynamaktadır. Günümüz ekonomik sisteminde özellikle sermaye piyasalarının önemi giderek artmaktadır. Çünkü bir ülkede etkin sermaye piyasalarının bulunmaması o ülkede reel ekonominin de gelişmesini engellemektedir. Sermaye piyasaları durağan haldeki sermayeyi harekete geçirerek gerek kamu gerekse özel sektör kuruluşları için yeni finansal hizmetler sunmakta önemli görevler üstlenmektedir (Tunçsiper, Sakarya, 2005:6). Bu açıdan bakıldığında sermaye piyasalarının reel sektör açısından önemi büyüktür. Ancak ülkemizde sermaye piyasası kuruluşu olan İMKB’ye bakıldığında reel sektörün bu piyasada ağırlığının çok düşük düzeyde olduğu ve ağırlıklı olarak sermaye piyasasında devletin baskısının olduğunu görmekteyiz (Civan, Ata, Uğurlu, 2004:178).

Sermaye piyasaları şirketlere dış finansman performanslarını geliştirmede de önemli bir rol oynamaktadır. Bugün, borsa gelişiminin ekonomik büyümeyi de hızlandırdığını ispatlanmıştır. Bu konuya Türkiye açısından baktığımızda karşımıza

Bülent GÜLOĞLU ve Selim BEKÇİOĞLU'nun 2001 yılında yaptığı anket çalışması çıkmaktadır. Bu çalışmaya göre Türkiye'de borsa gelişiminin firmaların özellikle de küçük firmaların kısa ve uzun vadede finansal kaldıraç (toplam borç/öz sermaye) oranlarını olumlu biçimde etkilediği tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, sermaye piyasası ve borsa geliştikçe küçük firmalar hem öz sermaye ile finanslamayı arttırmaktadır hem de daha çok borç bulma imkanına kavuşmaktadır. Fakat bu gelişmelerin aynı şekilde büyük firmaları etkilemediği de aynı araştırmada bulunmuştur.

3.7.1 KOBİ'lerin Sermaye Piyasasına Katılımında Menkul Kıymet Piyasası'nın Rolü

KOBİ'lerin varlıklarını sürdürmelerinin önündeki en önemli engellerin finansal kaynak yetersizliği ve kaynak maliyeti olduğu çalışmamızın önceki bölümlerinde tespit edilmiştir. Bu sorunların giderilmesine yönelik olarak KOBİ'lerin halka açılmak suretiyle kaynak sağlamaya çalışması elbette ki tek başına yeterli bir çözüm değildir. Çünkü önemli olan halka açılan bu şirketlerin hisse senetleri alarak ortak olmayı düşünen ve alım gücü olan bir talep tarafının olmasıdır. Bu talebin doğması için çeşitli düzenlemelerin yapılması ve Pazar koşullarının iyileştirilmesi gerekir (Erkan, Topal, 2001:69).

Uluslar Arası Menkul Kıymetler Borsaları Federasyonu (FIBC) Ocak 1995'de FIBV'e bağlı üye borsalarda işlem gören küçük ve orta ölçekli işletmelerin genel sorunları üzerine hazırlamış olduğu bir raporda, KOBİ'lere yönelik mevcut menkul kıymetler borsalarının geliştirilmesi için bazı önerilerde bulunmuştur. Ancak ülkelerin yapısı itibarıyla menkul kıymet piyasalarının ağırlığı ve şirketlerin ölçekleri birbirinden farklılık göstermektedir. KOBİ'lerin finansmanında aynı tip çözüm ve modeller farklı ülkelerde benzer sonuçlar vermemektedir (Mestanoğlu, 2003:42).

Ülkemizde 2499 sayılı SPK Kanunu'nun 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun'la değişik 40'ncü maddesinde Sermaye Piyasası Kurulu'na, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamalarına olanak verecek piyasalar ve sermaye piyasası araçlarının alım ve satımlarının yapıldığı diğer

teşkilatlanmış piyasaların kuruluşuna ve bunların güven, açıklık ve kararlılık içinde faaliyet göstermesinin sağlanmasına ilişkin düzenleme yapma yetkisi verilmiştir (Erkumay, 2000:21).

3.7.1.1 KOBİ'ler İçin Uygun Pazar Yapısının Belirlenmesi

Nisan 1994'te Stockholm'de düzenlenen FIBV Çalışma Komitesi toplantısında, küçük ve orta büyüklükteki işletmeler için oluşturulacak en uygun pazar yapısının belirlenmesi amacıyla 12 üye borsanı temsilcilerinden oluşan özel bir çalışma grubu kurulmuştur. Bu grubun faaliyetleri kapsamında yapılan bir dizi anket sonucunda hazırlanan raporlarda KOBİ'ler için menkul kıymet Pazar koşullarının belirlenmesinde aşağıda belirtilen hususların öncelikle tartışılması ve dikkate alınması gerektiği belirtilmiştir (Erkumay, 2000:22).

- KOBİ'lerin tanımı,
- KOBİ'lerin halka açılma ve Borsa'da işlem görme ile amaçladıkları ve beklentileri, işletmelerin yeni sermaye artırımını, mevcut ve muhtemel yatırımcılara sunulacak hizmetleri geliştirme şansları,
- Borsa kotuna alınma ve kotta kalma için gerekli yükümlülükleri yerine getirebilme potansiyelinin şirketler için yatırımcılar ve aracılar açısından bir kalite göstergesi olması,
- Yüksek likidite, dahi iyi bir fiyatlama imkanı sağladığından likiditenin, şirket kalitesi ile birlikte diğer çok önemli bir konu olması,
- KOBİ'ler normal olarak büyük sermaye ihtiyacı içinde oldukları için, halka açılmanın bu ihtiyacın karşılanmasında uygun bir alternatif oluşturup oluşturmadığı,
- KOBİ'lerin borsa dışı tezgah üstü piyasalarda işlem görmesi durumunda ise; bu piyasaların düzenlemeye tam anlamıyla uygun olmadığı, gerçekleşen işlem ve şirket bilgileri ile kamuya açıklanan bilgilerin tam olarak düzenlenemediği,
- Yüksek riskli şirketlerin kota alınıp alınmaması,

- Diğer piyasaların veya aracı kuruluşların kendi kendilerine, KOBİ'lere borsalardan daha iyi hizmet sağlanıp sağlanamayacağı, örneğin EASDAQ'ın geleneksel borsalara bir alternatif oluşturup oluşturamayacağı,
- Ana pazarın yanında kurulan paralel pazarların; yatırımcı davranışlarındaki değişiklikler, yatırımcı tipindeki değişiklikler, likidite ve hedging alternatifleri ve yeni işlem mekanizmaları nedeniyle istenilen başarıyı sağlayamamış olması.

3.7.1.2 Pazar Sürecine Entegrasyon

Borsalardaki mevcut pazarların istenilen başarıyı tam olarak sağlayamadığının tespiti ile birlikte FIBV Çalışma Grubu, yaptığı değerlendirmeler çerçevesinde, borsaların kendi ülkelerindeki KOBİ'leri dikkate alan aktif bir politika izlemeleri gerektiği sonucuna varılmıştır (Küçükçolak, 1997:74). Bu tür şirket hisselerinin işlem görmesinde ayrı bir KOBİ pazarının varlığı önemli görünmektedir. KOBİ'lerin finansman ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla yönelik özel ve yeni bir pazarın oluşturulmasında özellikle sermaye piyasalarının ülke ekonomisine yönelik bir entegrasyon yaklaşımı içinde olunması önem taşımaktadır. Entegre yaklaşım tarzı da KOBİ pazarına yönelik mevcut bir stratejinin varlığını gerektirmektedir. Farklı pazarlarda ve farklı risk derecelerinde işlem gören bu hisselerde, pazarlama ve bilgilendirme istenilen başarıyı beraberinde getirmektedir (Erkumay, 2000:22).

Sonuç olarak; sermaye piyasalarında KOBİ'ler için bir politika veya stratejinin belirlenmesi, ana pazar ile KOBİ pazarı arasındaki farklılıklar konusunda genel bilgilendirme düzeyinin yükseltilmesi gerekmektedir.

3.7.2 Türkiye'de KOBİ'lerin Halka Açılma Olanakları

Ülkemizin sanayi üretiminde önemli bir paya sahip olan KOBİ'lerin mevcut finansal sorunlarının çözümü amacıyla İMKB bünyesinde iki piyasa oluşturulmuştur.

Bunlar; bölgesel pazarlar ve yeni şirketler pazarıdır. Çalışmamızın bu bölümünde bu iki yeni Pazar incelenecektir.

3.7.2.1 Bölgesel Pazarlar

Ülkemizde küçük ve orta ölçekli şirketlerin sermaye piyasalarından yararlanmalarını sağlamak ve teşvik etmek amacıyla İMKB bünyesinde kurulmuş olan bölgesel pazarların amacı; Kotasyon Yönetmeliği'nde belirtilen maddi koşulları sağlayamayan, yöresel nitelikteki küçük ve orta ölçekli şirketlerin halka açılarak sermaye piyasasından kaynak kullanabilmelerini ve dolayısıyla yatırım ve aktiflerini arttırarak Ulusal Pazar Kriterleri'ne ulaşmalarını sağlamak, bu süre içerisinde hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir (Mestanoğlu, 2003:55). Şirketlerin bölgesel pazara kabul koşulları arasında firma büyüklüğüne ve iki yıl art arda kar etmiş olma kriterine bakılmamaktadır. Kotasyon koşulları ana pazara göre daha esnektir.

İMKB bünyesinde kurulan bölgesel pazarların en büyük işlevinin küçük ve orta ölçekli şirketlere fon temin etmek, dolayısıyla ekonomiye kaynak yaratarak iktisadi büyümeyi sağlamak olduğu söylenebilir. Buna ek olarak;

- Şirket açısından bakıldığında, vade zorlaması ve kaynak maliyeti olmaksızın fon temin edilebilmesinin, şirket hisse senetlerinin borsa pazarlarından birinde işlem görmesine bağlı olması.
- Şirket yönetimindeki kontrolü kaybetmeksizin, küçük ölçekli şirketlerine düşük maliyetli kaynak sağlamak isteyen büyük ortakların, çok sayıda kişiye küçük miktarlarda satış yapabilen etkin bir piyasanın varlığına ihtiyaç duyması,
- Şirketin ve büyük ortakların hisse senetleri için birinci el piyasada kullanabileceği objektif bir referans fiyatının ancak etkin, sağlıklı ve güvenilir bir piyasada oluşan bir fiyatla mümkün olabileceğinin bilinmesi,

- Şirketin yapısında meydana gelebilecek olumlu yada olumsuz gelişmelerin hisse senedi fiyatına aynı duyarlılıkta yansiyabilmesinin, objektif ve sağlıklı bilginin kolaylıkla ortaya çıktığı arz ve talebin serbestçe karşılaştığı güvenilir, etkin bir piyasanın varlığına dayalı olması,
- Şirketin yöresel nitelikte olmaktan çıkıp, ulusal ve hatta uluslar arası boyutlarda tanınan bir şirket haline gelmesine, ürün ve markanın yurt çapında tanınmasına olanak vermesi, halka açık, Borsa Bölgesel Pazarı'nda işlem gören bir şirket olarak kredibilitesi artan şirketin diğer finansman olanaklarından da daha kolay ve süratli yararlanabileceği gerçeği Bölgesel Pazar'ların işlevini açıklamaktadır.

Hisse senetlerinin Bölgesel Pazar'lara kabul edilebilmesi için şu koşulların yerine getirilmiş olması gerekmektedir (Küçükçolak, 1997:135):

- Kuruluşundan itibaren en az iki yıl geçmiş olması, sermayesinin en az %25'inin 100'den fazla kişi elinde bulunduğu belirlenmesi halinde 1 yıl geçmiş olması,
- Menkul kıymetin piyasada mevcut ya da muhtemel tedavül hacminin borsa yönetimince yeterli kabul edilmesi,
- Son yıl ve ilgili ara dönemler (ara dönemde başvurmuşsa) dahil olmak üzere mali tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması,
- Borsa tarafından istenen beyan yazısının şirketin antetli kağıdına aktarılarak, birinci derecede imza yetkilisi en az iki yönetici tarafından imzalanıp noter tasdikinden sonra borsa başkanlığına teslim edilmesi
- Esas sözleşmenin, Bölgesel Pazar'da işlem görecektir hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,
- Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde

değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgeyi derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere yazılı olarak borsaya bildirileceğinin taahhüdü,

- Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıların çözümlenmiş olması veya makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması,
- Borsa'ca gerekli görülen bilgi ve belgelerin süre içinde borsaya teslim edilmiş olması,
- Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son bir yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato ilan edilmemiş olması ve borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,
- Borsa yönetimi söz konusu hisse senetlerinin bir bankaya veya İMKB Takas ve Saklama AŞ'ye depo edilmesini isteyebilir.

Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetleri için belirlenen asgari kriterlere 3'er ayda bir yapılan değerlendirmelerde uymadıkları tespit edilen şirketlerin hisse senetleri borsa yönetimi tarafından borsa kotundan çıkarılarak Bölgesel Pazar'a alınmaktadır. Şirketlerin sağlayamadıkları için hisse senetlerinin Ulusal Pazar'dan çıkarılıp Bölgesel Pazar'a alınmasına sebep olan kriterler şunlardır (Mestanoğlu, 2003:57):

- Şirketlerin Ulusal Pazar'da işlem yapan hisse senetlerinin günlük ortalama işlem hacminin, Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin günlük ortalama işlem hacimleri ortalamasının %1'inden fazla olması.
- Şirketin Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin günlük ortalama sözleşme sayısının, Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin günlük ortalama sözleşme sayıları ortalamasının %4'ünden fazla olması.

Diğer yandan Bölgesel Pazar'larda hisse senetleri işlem gören şirketler yukarıda belirtilen kriterlerle birlikte kotasyon koşullarını sağlamaları halinde Ulusal Pazar'a alınabilmektedir. Bölgesel Pazar'dan Ulusal Pazar'a geçiş esasları şunlardır:

- Bölgesel Pazar’larda işlem gören hisse senetleri, yukarıda belirtilen koşulları birlikte sağlamış olmaları ve kotasyon şartlarını taşımaları durumunda Yönetim Kurulu kararı ile Ulusal Pazar’a alınabilirler.
- Ulusal Pazar için öngörülen asgari tedavül kriterleri dışında kotasyon şartlarını kaybetmeleri nedeniyle geçici olarak Bölgesel Pazar’lara alınan şirketlerin Ulusal Pazar’a alınmak için asgari tedavül kriterlerinin yanı sıra kottan çıkartmayı gerektiren sebeplerin ortadan kalkmış olması şarttır.

Bu şartları sağlayan şirketlerin hisse senetleri kota alma ücretinin ödenmesi kaydıyla Ulusal Pazar’da işlem görmeye başlarlar.

Bugün İMKB Bölgesel Pazar’da kote edilen çok az sayıda şirket vardır. Kota almayı özendirici çalışmalara ve tanıtımlara rağmen kotasyonunu az olması bu pazarın talebi yaratacak koşullara sahip olmadığını gösterebileceği gibi, KOBİ’lerin kendi yapılarından kaynaklanan özelliklerine ve beklentilerine uymadığını da göstermektedir. Çoğu aile şirketi şeklinde kurulmuş olan küçük ölçekte faaliyet gösteren firmaların hem mülkiyetlerini hem de mali bilgilerini paylaşmaya henüz hazırlıklı olmadıkları da bir gerçektir. KOBİ’lerin düzenli olarak denetimden geçmiş mali bilgilerinin Sermaye Piyasası Kurulu’na ve İMKB’ye verilerek kamuya açıklanacak olması, henüz düzenli bir muhasebe ve raporlama sistemine sahip olmayan işletmelerin bu yöntemle fon sağlama konusuna sıcak yaklaşmamalarına neden olmaktadır. Muhasebe sistemlerinin halka açılmaya uygun hale getirilmesi ve bunun için profesyonel yardım almaları gerekliliği bu firmaların borsadan uzaklaşmasına sebep olan nedenler arasındadır.

3.7.2.2 Yeni Şirketler Pazarı

Yeni Şirketler Pazarı, yeni kurulmuş ve fon gereksinimi duyan şirketlere borsa kanalıyla alternatif bir finansman yöntemi sunmak, yeni projelere ve teknolojilere işlerlik kazandırmak amacıyla İMKB tarafından ayrı bir pazar olarak kurulmuştur.

Böylece yeni kurulmuş olan şirketler fon gereksinimlerini Yeni Şirketler Pazarı aracılığıyla sermaye piyasasından temin edebilmektedir (Mestanoğlu, 2003:54).

Yeni Şirketler Pazarı'nın kuruluş amaçlarını şöyle sıralayabiliriz (Küçükçolak, 1997:136):

- Yeni kurulan ve büyüme potansiyeli taşıyan şirketlerin, hisse senetlerinin borsada halka arz edilmesi suretiyle sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerini sağlamak.
- Söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin borsada güven ve şeffaflık ortamında organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmek.
- Yeni kurulan şirketlere, sermaye piyasasından fon temin etme imkanı tanıyarak büyüme ve yatırımlarını gerçekleştirebilme imkanını sağlamak.
- Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ile bu tip ortaklıkların yatırım yapabilecekleri şirketlerin hisse senetlerinin organize bir piyasada işlem görebilmesini mümkün kılmak.
- Ekonomideki atıl fonların sermaye piyasası kanalıyla büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere aktarılmasını gerçekleştirmek.
- Ülkemiz için önem taşıyan yeni proje, buluş ve teknolojilerin kaynak sorununun çözülmesi suretiyle hayata geçirilmesini sağlamak.

Yeni Şirketler Pazarı'nı diğer pazarlardan ayıran en önemli özellik iflas ve benzeri durumlara karşı yatırımcıyı korumak amacıyla garantörlük koşulunun getirilmiş olmasıdır. Borsa yönetimi tarafından garantör sıfatını taşıyanlardan halka arz edilen hisse senetlerinin toplam tutarı kadar teminat, kefalet ve garanti verilmesi istenmiştir.

Yeni Şirketler Pazarı'na kote olabilmek için gerekli olan kriterler şunlardır:

- Şirketlerin sermaye artırımını yoluyla yapacakları halka arzlar hariç olmak üzere, hisse senetlerinin ilk kez borsa kanalıyla halka arz ediliyor olması.

- Kuruluş amacı, faaliyet konusu ve kapsamı, iş planları ve projeleri bakımından pazarda işlem görebilecek düzeyde olduğunun borsa yönetimince uygun görülmesi.
- Menkul kıymetin piyasada muhtemel tedavül hacminin borsa yönetimince yeterli kabul edilmesi.
- Borsa tarafından istenen beyan yazısının şirketin antetli kağıdına aktarılarak, birinci derecede imza yetkilisi en az iki yönetici tarafından imzalanıp noter tasdikinden sonra borsa başkanlığına teslim edilmesi.
- Esas sözleşmenin, pazarda işlem görecektir hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması.
- Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların çözümlenmiş olması veya makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması.
- Tasfiye ve konkordato ilan edilmemiş olması ve borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle üretime ara verilmemiş olması ve borsaca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması.
- Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkin olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgeyi derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklamak üzere yazılı olarak borsaya bildirileceğinin taahhüd edilmesi.
- Kurucuların ve garantörlerin, zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, kaçakçılık gibi suçlardan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığı ilgili Cumhuriyet Savcılığı'ndan belgelendirilmesi ve sermaye piyasası mevzuatına muhalefetten dolayı hüküm giymemiş bulunmaları.

- Başvuru sırasında kurucular ve garantörler hakkında açılmış ve halen devam etmekte olan soruşturma, dava, takibat ve bunu gibi durumların sonuçları beklenir.
- Kurucuların ve garantörlerin, müflis olmamaları, sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler çerçevesinde faaliyet izinleri sürekli veya geçici olarak kaldırılmış yahut borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş bulunan kişilerden olmaması.
- Borsa'ca gerekli görülecek bilgi ve belgelerin süresi içinde borsaya teslim edilmiş olması.

Şirketlerin Yeni Şirketler Pazarı'na kote olmalarını teşvik etmek amacıyla bazı düzenlemelere gidilmiştir. Buna göre Yeni Şirketler Pazarı'nda işlem görecektir, kotaların alma ücret tarifesinin %50'si tutarında pazar kayıt ve kotaların kalma ücret tarifesinin %50'si kadar da kayıta kalma ücreti öderler. Yeni Şirketler Pazarı'nda gerçekleşen işlemler üzerinden Bölgesel Pazar'da uygulanan tarifesinin %50'si tutarında borsa payı tahsil edilir. İşlem seansları elektronik ortamda Ulusal Pazar ve Bölgesel Pazar'la aynı seans saatleri içinde ve günde iki seans halinde uygulanır.

3.7.3 Türkiye'de Hisse Senedi İhraçlarının Firma Finansmanındaki Yeri

Bu bölüme başlamadan önce ilk olarak incelememiz gereken konu sermaye piyasalarında yaratılan kaynakların kamu ve özel sektör arasındaki dağılımı olmalıdır. 1990-2004 yıllarını kapsayan bir araştırmaya göre sermaye piyasalarınca yaratılan kaynakların büyük bölümünün kamu tarafından kullanıldığı görülmüştür. 1990 yılında toplamın %61.1'i olan kamu menkul kıymet ihracı yıllar itibariyle kamunun artan finansman gereği nedeniyle yükselmiş ve 2004 yılında %90.2 olmuştur. Kamunun menkul kıymet ihracının toplam içindeki payının 2000 yılından sonra %90'lar civarında seyrettiği gözlenmektedir (Yaşar, 2006:49).

Sermaye piyasalarındaki kaynakların 1990 yılında %38.9'unu kullanan özel sektörün kamunun finansman gereksinimindeki artış nedeniyle sermaye piyasasından yararlanma olanağının giderek azaldığını ve 2004 yılında %9.8' düştüğünü görmekteyiz. Son yıllarda sermaye piyasalarında ve buna bağlı olarak menkul kıymet borsalarında yaşanan olumsuz gelişmeler, ilk halka arzlar yoluyla sağlanan kaynakların oldukça azalmasına neden olmuştur. Amacı, özellikle hisse senetlerinin borsada işlem görmesini sağlamak olan firmalar bu olumsuz gelişmeler nedeniyle halka açılmada isteksiz davranmışlardır. Türkiye'de yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin de etkisiyle belirsizlik ortamının devam etmesi İMKB'de işlem gören şirketlerin hisse senetlerinde ve buna bağlı olarak İMKB Endeksi'nde görülen aşırı düşüşün yansımaları, şirketlerin halka açılma konusunda geri adım atmalarına neden olmuştur. Sonuç olarak; özellikle 1996 yılından itibaren özel sektörün sermaye piyasasından sadece hisse senedi ihracı suretiyle fon temin ettiği, bunun da kamunun elde ettiği kaynakların yanında çok düşük düzeyde kaldığı, kamu kesiminin finansman ihtiyacı devam ettiği sürece de özel sektörün sermaye piyasalarından yararlanma imkanlarının sınırlı kalacağı söylenebilir. Sermaye piyasası kaynaklarının yatırımların finansmanında kullanılmak yerine, devlet tarafından finansman ihtiyacını karşılama aracı olarak kullanılması sermaye piyasasının iktisadi kalkınmanın sağlanmasındaki önemli işlevlerinden biri olan biriken sermayenin verimli alanlara yönlendirilmesi işlevini yerine getiremediğini göstermektedir.

3.8 Türkiye'de KOBİ'lerin Finansman Sorununun Çözümünde Alternatif Modeller

İMKB'ye kote olmuş KOBİ niteliğindeki işletmelerin sayısına baktığımızda bunun çok yetersiz olduğunu ve KOBİ'lerin sermaye piyasasından fon temin etme imkanını tam olarak kullanamadığını görmekteyiz. Ülkemizde henüz uygulanmamasına rağmen Dünya'da kendine geniş bir uygulama alanı bulan tezgah üstü piyasalar ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları çalışmamızın bu bölümünü oluşturmaktadır.

3.8.1 Tezgah Üstü Piyasalar

Tezgah üstü piyasaları (OTC- Over The Counter), birbirleriyle telefon veya bilgisayar terminal hatları aracılığıyla iletişim imkanı olan borsa aracılarının (dealers) oluşturduğu organize olmayan yani belli bir fiziki mekanı olmayan bir menkul kıymet pazarıdır şeklinde tanımlayabiliriz (Mestanoğlu, 2003:45). Tezgah üstü piyasalar KOBİ'lere fon sağlamak amacıyla oluşturulmuş pazarlardır. Gelişmiş sermaye piyasaları bulunan ülkelere baktığımızda KOBİ niteliğindeki firmaların tezgah üstü piyasalardan fon sağlamlarının başarılı uygulamalarını görebiliriz. Bunların en önemlileri Amerika'daki NASDAQ ve Avrupa'daki benzer çok daha yeni olan EASDAQ borsalarıdır (Aras, 2001: 37).

Bu tür piyasalarda kotasyon koşulları organize borsalara göre daha esnek olarak belirlenmiştir. Aynı zamanda rekabetçi dealer sistemi ile daha yüksek likidite sağlanabilmekte bu da hem ihraççılar hem de yatırımcılar için çok daha yararlı olmaktadır. Organize olmamış tezgah üstü piyasalarda işlemler tüm aracılardan bağımsız olarak bulunan bir bilgisayar ağı aracılığı ile şeffaf bir ortamda yapılmaktadır.

Türkiye'de KOBİ'ler için tezgah üstü piyasa modeli bulunmamaktadır. OTC piyasalarının son yıllarda dünya piyasalarındaki gelişimine baktığımızda ise ABD, Avrupa ve Japonya'da önemli aşamalar kaydedilmiş olduğunu görmekteyiz. Özellikle OTC piyasalarının en gelişmiş ve en büyüğü olan NASDAQ Borsası Amerikan Sermaye Piyasası'nda New York Borsası'ndan sonra ikinci, Dünya'da ise New York ve Tokyo Borsaları'ndan sonra işlem hacmi bakımından üçüncü büyüklüktedir (Küçükçolak, 1997:89).

3.8.1.1 NASDAQ (ABD)

Bilgisayar ve telekomünikasyon endüstrilerinin de gelişmesiyle 1971 yılında kurulan NASDAQ (National Assosication of Securities Dealers Automated Quotation) lisanslı borsa aracılarının oluşturduğu belirli bir fiziki mekanı olmayan, işlemlerin elektronik ortamda yapıldığı bir piyasadır. Piyasaya girişte Amerikan Sermaye Piyasası

Kurulu (SEC)'nin organize piyasalar için belirlediği koşullar kolaylaştırıldığı için KOBİ'ler için uygun olanaklar sunmaktadır.

NASDAQ farklı iki tipte şirket ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kurulmuş olan iki farklı Pazar gibidir.

1-) Ulusal Pazar; büyük ölçekli şirketler için uygundur.

2-) Küçük Ölçekli Pazar; büyüme potansiyeli olan daha küçük şirketleri kapsamaktadır.

NASDAQ, organize menkul kıymet piyasaları gibi bir alış veriş ya da işlem mekanı olmayan ve coğrafi olarak birbirlerinden uzak piyasa yapıcı (market maker) işlevini üstlenen aracılardan (dealers ve brokers) oluşturduğu bir piyasadır. Bu piyasada aracılık yapma ya da dealers olma izni Menkul Kıymet Aracıları Ulusal Birliği (National Association of Securities – NASD) tarafından verilir. Bu birliğin tüm üyeleri SEC'e kayıtlıdır ve bu kurul tarafından denetlenir. Aynı zamanda OTC Piyasaları'nın işleyişini düzenleyen kuralları koyar, denetler ve gözetir. Aracılar bağlı oldukları bir bilgisayar ağı ile kendileri adına işletmeler tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri satın alırlar ve daha sonra yatırımcılara satarlar. OTC Piyasası'nda işlem gören menkul kıymeti satın almak ya da satmak isteyen yatırımcı lisanslı bir aracıda hesap açtırmak zorundadır. Alıcı ya da satıcının emrini alan aracı belirtilen menkul kıymeti satan ya da satın alan aracıyı bulur ve işlemi gerçekleştirir (Sarıoğlu, 2000:25).

Menkul kıymet pazarlarının ana sorumluluğu pazarda faaliyet gösteren taraflara likidite sağlamaktır. NASDAQ'da bu likidite dealerlık sistemiyle sağlanmaktadır. Bu sistem ile aynı zamanda hem küçük firmalara önemli miktarda fon sağlanmakta hem de yeni kurulmuş şirketlere yatırım yapan yatırımcılar için herhangi bir kısıtlama getirilmeden şirketlerdeki paylarını kolayca satma imkanı verilmektedir (Küçükçolak, 1997:90).

Çoğunlukla teknoloji, telekomünikasyon ve medya hisselerinin işlem gördüğü NASDAQ, son yıllarda hızlı bir gelişme göstererek New York Borsası'yla yarışır hale gelmiştir.

3.8.1.2 EASDAQ

Hızlı büyüme potansiyeline sahip şirketlerin sermaye piyasası yoluyla finansmanı için düşünülmüş bir model olan Avrupa Menkul Kıymet Dealerları Birliği (ESAD) 1994 yılında Belçika yasalarına uygun olarak uluslar arası bir şirket şeklinde kurulmuştur. Sermayesi paylara bölünmüş ve uluslar arası bir ortaklık olarak kurulan EASDAQ'ın kurucuları arasında bulunan seçilmiş menkul kıymet borsaları, kurumsal yatırımcılar ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları bu pazarda önemli bir yer almaktadır.

EASDAQ'ın amacı; küçük ve büyümekte olan şirketlere rekabet ortamında pazarlar oluşturmak ve Avrupa Hisse Senedi Piyasası'nı uluslar arası büyümekte olan şirketlere açmaktır. EASDAQ'ın kuruluş sürecinde NASDAQ'tan teknik destek sağlanmış ve bu piyasa ile ortak çalışmalar yapılmıştır. Pazara kabulde aranacak şartların belirlenmesinde NASDAQ esas alınmaktadır.

EASDAQ'ın en önemli özelliği; bir yandan borsalara ve aracı kuruluşlara tüm Avrupa çapında işlem yapma imkanı sunarken diğer yandan da şirketlere, hisselerini tüm Avrupa çapında arz ederek kaynak temin etme imkanı sağlamaktadır. Ancak bunun gerçekleşmesi karşılıklı tanıma prensibine bağlıdır. Örneğin; Avrupa Birliği üyesi herhangi bir ülkede yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş ilave bir yetki almaya gerek kalmaksızın, diğer tüm üye ülkelerde işlem yapabilecektir. Şirketler açısından bakarsak, herhangi bir üye ülkenin yetkili otoritesince onaylanmış bilanço ve sirküler gibi halka arzın detaylarını belirten dokümanlar diğer tüm üye ülkelerde dağıtılabilir, ilave olarak ancak üye ülkelere özgü spesifik vergilere ilişkin bilgi verilebilir ve o ülkede finans kesiminde kullanılan dile çevrilebilir.

EASDAQ'ta işlemler diğer OTC piyasalarda olduğu gibi elektronik ortamda gerçekleştirilmektedir. Azami likiditenin sağlanması ve istikrarlı bir fiyatın bulunması

amacıyla piyasa yapıcılığı sistemi kabul edilmiştir. Belirlenen minimum miktardan az olmamak üzere vermek zorunda oldukları fiyat kotasyonları piyasa yapıcılarını bağlayıcı niteliktedir. Verilen fiyat kotasyonlarının taraflarca raporlanması ve teyit edilmesiyle birlikte network ağları üzerinden takas başlar. İşlem fiyatları ise; akan bantlar halinde ekranlarda gösterilerek tüm taraflara ulaştırılır (Mestanoğlu, 2003:51-52).

3.8.1.3 İngiltere Kot Dışı Pazar

1980 yılında kurulmuş olan kot dışı pazar seksenli yılların ortalarına kadar başarılı çalışmalarda bulunurken 1989 yılında kotasyon kriterlerinin Avrupa Birliği direktiflerine uygun hale getirilip esnekleştirilmesi sonucu, düzenleme ve maliyet bakımından kot içi pazar ile benzer duruma gelmiştir. Küçük şirketlerin çok az maliyetle ve hiçbir ek maliyet yüklenmeden kotasyon kriterlerini sağlaması kolaylaştı ve kot dışı Pazar için uygulanan teşvikler yetersiz kaldı. Böylece kot dışı pazara katılım cazibesini yitirirken küçük ve yeni şirketler için uygun düzenlemelere sahip aktif bir piyasa yapısı bulunan ayrı bir pazara ihtiyaç duyulduğu anlaşıldı.

3.8.1.4 Alternative Investment Market (AIM)

Londra Borsası'nın küçük ve hızla büyüyen şirketlerin sermayelerini arttırmak ve hisselerinin daha geniş çapta işlem görmesini sağlamak amacıyla 1993 yılında kot dışı pazarın kapatılmasından sonra kurulmuş olan yeni bir pazardır. Pazarın ana hedefi; mümkün olduğunca az düzenleme ile KOBİ'lerin hisse senetlerinin organize piyasalarda işlem görmesini ve büyümeleri için gerekli olan kaynağı sağlamaktır (Mestanoğlu, 2003:48).

AIM kuraları ise; piyasayı küçük ve büyüyen şirketler için cazip kılmak ve pazara girişi kolaylaştırmak amacını taşımaktadır. Şirketler için herhangi bir uygunluk koşulu getirilmemiştir. Yoğunluk daha ziyade kamuyu aydınlatmak üzerinedir. Kurallar işlemlerin dürüst ve şeffaf bir ortamda gerçekleştirilmesi için en uygun seviyede yatırımcının korunmasını sağlamak hedefine yönelik olarak düzenlenmiştir. AIM'de

kurallar ayrıca Borsa'ca uygulanan ve uyulması zorunlu kurallar niteliğindedir. Pazara kabul edilen şirketler, sermaye artırımını yapsın veya yapmasınlar, Avrupa Birliği direktiflerine uyumlu olan Menkul Kıymetlerin Halka Arz Düzenlemeleri ile istenen bilgileri kapsayan bir dokümanı yayınlamak zorundadır. Pazarın kendine göre bir takım özel kuralları ve işlem esasları bulunmaktadır. AIM'deki tüm şirketler, işlem görmeye başladıktan itibaren niteliklerine uygun ve tecrübeli bir firmayı kendilerine danışman olarak atamak zorundadır. Atanmış danışmanlar, AIM'de hayati öneme sahiptir. Çünkü borsa kendi başına herhangi bir uygunluk kararı veremediği gibi, şirketlerin başvurusunda pazara kabul için sunduğu belgeleri de araştırmamaktadır. Bu görevler atanmış olan danışman şirketlere bırakılmıştır. Bu danışmanlar şunlardır:

- Atanmış Danışmanlar (Nominated Adviser): Şirketin pazara kabulünde ve pazarda işlem gördüğü sürece yerine getirmesi gerekli yükümlülükler konusunda danışmanlık görevini yerine getirir.
- Atanmış Komisyoncular (Nominated Broker): Şirket hisse senetleri işlemlerinin en iyi şekilde karşılanması için faaliyet gösterir.

AIM'de işlem görececek şirketler için danışmanlık sağlanması ve borsa işlemlerinde destek olunması AIM'in en önemli amacını oluşturmaktadır. Atanmış Danışmanlar ve Atanmış Komisyoncular bu amaçların gerçekleştirilmesini sağlamaktadır. Atanmış Danışmanlar yardımıyla şirket sorumluluklarının tamamını öğrenebilmekte ve Atanmış komisyoncular sayesinde de tedavül açısından piyasanın desteklenmesi mümkün olmaktadır. Bu danışmanlar bir nevi piyasaya giriş kapısı ve kalite kontrol işlevini görmektedir.

3.8.1.5 Nouveau Marche (Fransa)

Nouveau Marche, 1996 yılında piyasalardan sınırlı bir şekilde yararlanabilen, yeni ve hızlı gelişme potansiyeline sahip girişimci şirketlere kaynak sağlamak amacıyla Paris Borsası'nın özerk bir şubesi olarak kurulmuştur.

Pazarın oluşturulmasında NASDAQ ile koordineli çalışacak bir pazar yapısı oluşturularak, uluslar arası sınırların ötesinde hisselerin pazara girişleri teşvik edilmek istenmiştir. Ayrıca, Avrupa Birliği ülkelerinin birisinde kurulan ve ilgili direktifler gereği, diğer bütün birlik üyelerince tanınabilecek olan ve tüm Avrupa çapında bir piyasanın oluşturulması hedeflenmiştir. Bu amaçla, FIBV çalışma grubu ile NASDAQ arasında yapılan ortak çalışmaya göre pazarın başarısında önem taşıyan dört önemli unsur şöyledir:

- Söz konusu pazarın mevcut pazarlardan farklı yapıda ve ayrı bir tüzel kişiliğe sahip bir yönetim tarafından idare edilmesi.
- Pazar yapısının oluşturulmasında NASDAQ'ın örnek alınması ve işbirliği içinde ortak çalışma yapılması.
- Bu pazarda hisse senetleri işlem görecektir şirketlerin halka arzında aracılık edecek aracı kuruluşlar için özel üyelik şartları getirilmesi, aracı kuruluşların aracılığı yaptıkları şirketlere danışmanlık yapması, yatırımcılar nezdinde tanıtımını yapacak niteliklere sahip olmaları.
- Pazara uluslar arası bir boyut kazandırılması ve "Pan Avrupa" piyasasının oluşturulması için pazarın uluslar arası yatırımcılara ve şirketlere açık olması

Nouveau Marche'de hedef şirketlerin Pazar girişlerini teşvik etmek amacıyla, Paris Borsası kotunda bulunan şirketlere göre daha esnek kriterler kabul edilmektedir. Pazar tüm yatırımcılara açıktır. Ancak, yabancı şirketlerin kabulünde, Avrupa çapında karşılıklı doküman tanıma prosedürünün işletilmesi düşünülmektedir. Bununla birlikte, şirketler her sene özetlenmiş bir faaliyet raporunu, yıllık ve altı aylık sonuçlarını kamuya duyurmak zorunda oldukları gibi, kurucular ve yöneticiler imzalamış oldukları taahhütler çerçevesinde, üç yıl boyunca her altı ayda bir, şirket hisse senetleri üzerinde gerçekleştirecekleri işlemleri bildirmek zorundadır.

Pazarda işlem emirlerin otomatik olarak karşılaştırılmasına imkan veren, ulusal ve uluslar arası takas şirketleriyle koordineli olarak çalışabilecek bir yapıya sahiptir.

Şirketlerin işlemelerini gerçekleştiren aracı kuruluşların mali yapıları üstlendikleri taahhütleri yerine getirebilecek seviyede olması gerekmektedir. Ayrıca, bu kuruluşların en önemli iki işlevinden birisi sponsorluk diğeri ise likidite teminidir. Sponsor durumundaki aracı kuruluş, şirket hakkında hazırladığı ayrıntılı bir analiz raporunu kamunun yararlanmasına açık tutar. Pazarın likiditesinin temininde ise, piyasa yapıcılarına verilen kotasyonlar ile belirli miktardaki emirleri otomatik olarak karşılaştıran sistem önem taşımaktadır.

3.8.1.6 EURO.NM (Avrupa Çapında Yeni Bir Oluşum)

EURO.NM, 1996 yılında Brüksel’de Nouveau Marche, Der Neuer Market ve New Market Amsterdam’ın yerel piyasalarına Avrupa boyutu kazandırmak ve güçlerini bir araya getirerek yüksek büyüme hızına sahip yeni ürün ve teknoloji şirketlerine yönelik organize bir piyasanın oluşturulması ve desteklenmesi amacıyla kurulmuş olan yeni bir piyasadır.

Paris ve Frankfurt Borsaları’nın başı çektiği dört borsanın bir araya gelmesiyle oluşan EURO.NM uluslar arası nitelikte Pan-Avrupa networkü olarak tanımlanmaktadır. Ancak henüz daha oluşum aşamasındadır. Bu yapı Avrupa Menkul Kıymet Piyasaları’nda ilk kez görülmekte olup Avrupa’daki tüm borsalara kendi kimliklerini muhafaza ederek EURO.NM’e katılabilme imkanı vermektedir. EURO.NM katılımcılarına geniş imkanlar sağlamaktadır. Bunlardan en önemlisi, her borsa EURO.NM’e katılmak suretiyle sinerjiden özellikle uluslar arası pazarlar açısından büyük fayda sağlayacaktır. EURO.NM aynı zamanda aracı kuruluşlara da sınır ötesi üyelik avantajları sunarak, tüm diğeri üye borsalardaki aracı kuruluşlarla işlem yapabilme fırsatı vermektedir.

EURO.NM, piyasa katılımcılarının tüm Avrupa’ya ulaşabilirliğini arttırmak, işlem ve bilgi dağıtım ağı oluşturmak için piyasalar arası bağlantılar kurmaya çalışmaktadır. Ayrıca, uluslar arası standartlarda takas ve saklama prosedürünün geliştirilmesi hedeflerinden bir diğeri. Yerel piyasalarında işlem gören tüm şirketler EURO.NM ağı aracılığıyla tek elden uluslar arası yatırımcılara ulaşabilmektedir.

Böylece, piyasaların tümünde işlemlerin gelişimi sağlanacak ve menkul kıymetlerin ikincil piyasalardaki likiditesi arttırılacaktır. EURO.NM piyasasının kısa vadeli ilk hedefi borsalar arasında nokta bağlantısının gerçekleştirilerek ortak bir işlem merkezinin oluşturulmasıdır. Uzun vade de ise tek bir Pan-Avrupa piyasasının kurulması hedeflenmektedir.

3.8.2 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı

1980'li yıllardan beri gelişmiş ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanan risk sermayesi yoluyla finansmanın amacı, finansal gücü yeterli olmayan dinamik ve yaratıcı girişimcilerin yatırım projelerinin gerçekleştirilmesini sağlayacak olanaklar sunmaktır (Aras, Müslümov,2002: 55).

Risk sermayesi gelişme potansiyeli olan ve özellikle teknolojik yeniliklere dönük projeleri destekleyen finansal bir yöntemdir. Risk sermayesinde temel amaç, yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan işletmelere uzun vadeli yatırım yapmaktır. Bu konudaki uzman kuruluşlar gerektiğinde aktif yönetsel destek ve diğer uzmanlık hizmetleri de sunarak ekonomik değer artışı sağlamaktadır. Kuruluşlar, portföylerindeki menkul kıymetlerin değerlerini arttırmak ve söz konusu menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri sağlayabilmektedir (Zaimoğlu, 1995: 3).

Risk sermayesi modeli KOBİ'lerin kuruluş aşamasında ve iş geliştirme ve büyüme süreçlerinde öz sermaye iştiraki veya kredi sağlamaya yönelik olarak işlev görmektedir. Bu yolla halka açılacak KOBİ'lere köprü kredisi sağlama olanağı doğmaktadır. Bunun yanında işletme içindeki faaliyetlerin sürdürülmesine ve kurumsallaşmaya yönelik olarak yada işletme dışındaki potansiyel girişimci ve yöneticilere işletmenin kontrol ve yönetimi için gerekli olan sermayeyi sağlamaktadır.

Risk sermayesi yatırımlarının en önemli unsurları şunlardır;

- Yatırım hisse senedi ve/veya hisse senedi benzeri araçlarla yapılmaktadır.

- Risk sermayesi şirketlerince desteklenen şirketlerin çoğu üretimi, verimliliği arttıran ve hayat standardını yükselten yeni ürün ve oluşumlarla ulusal ekonomiyi büyütecek, yeni teknoloji kullanan şirketler olmaktadır.
- Risk sermayesi yatırımlarının en önemli unsurlarından biri de yatırımın uzun vadeli olmasıdır. Bu özellik, politik ve ekonomik istikrarın bu sektörün gelişmesinde bir ön koşul olması sonucunu getirmiştir.
- Risk sermayesi aktif bir yatırım şeklidir. Olanakları daha geniş olan risk sermayesi şirketi, desteklediği projeye her türlü desteği vermekte, şirketin ulaşabileceği maksimum büyüklüğe ulaşma sürecini kısaltmaya çalışmaktadır.

3.8.2.1 KOBİ'lerin Finansal Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Rolü

Risk sermayesi, öz kaynak benzeri bir kaynak olduğundan KOBİ'lere sağlayacağı fonlar için herhangi bir kefalet veya garanti aranmaz. Oysa ki, KOBİ'ler geleneksel finans sistemi içinde söz konusu garanti, kefalet ve ipotekleri sağlayamadıklarından kaynak temin edememektedirler. Bu tür teminatların kaldırılmasıyla özellikle de teminat verebilecek yeterli varlığı olmayan KOBİ'lere önemli bir imkan sağlanmaktadır. Risk sermayedarlarının aradığı garanti, girişimcinin yetenekleri ve girişimin kar potansiyelidir. Diğer bir ifadeyle, desteklediği yeni ve küçük işletmenin büyümesinden elde edeceği sermaye kazancıdır (Mestanoğlu, 2003:62).

Ayrıca, KOBİ'lerin risk sermayesinden faydalanması dolayısıyla nakit akımları ve oto finansman imkanları üzerinde kısıtlayıcı ve olumsuz bir etkisi de olmaz. Çünkü, risk sermayesi yatırımı kar payından çok sermaye kazancı beklentisiyle yapılmakta, hiçbir şekilde geri satın alma taahhüdü içermemekte, hisse senetlerinin istenildiğinde satışı ile ortaklıktan ayrılma esasına dayanmaktadır (Ayper,1998,81). Bu nedenle, risk

sermayesi yatırımı için fon sağlayan yatırımcılar yatırım yaptıkları girişim şirketlerinden kolayca çıkabilecekleri ortamın oluşmuş olması önem taşımaktadır.

Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının gerekli olan fonları toplamada alım satımın daha kolay yapıldığı tezgah üstü piyasaların varlığının önemi büyüktür. Bu piyasaların var olduğu ortamlarda risk sermayesi finansmanının daha etkin işlediği görülmektedir. Risk sermayesi yatırım ortaklıkları belli bir süre sonra yatırımları karşılığında aldıkları hisse senetlerini satmak ve kar elde etmek isterler. Küçük ve yeni şirketlerin sermaye temin edebileceği likit piyasaların varlığı risk sermayesinin gelişiminde belirleyici olmuştur.

3.8.2.2 Türkiye’de Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Uygulaması

Türkiye’de bu konuda ilk girişimler 1968’de Teşebbüs Destekleme Ajansı ile başlamıştır. Ancak gerçek anlamda ilk altyapının hazırlanması 1993 yılında çıkarılan Seri VIII, N:21 sayılı “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile olmuştur. Bu tebliğe göre (Aras, 2001:65);

- Risk sermayesi yatırımı; Türkiye’de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasasında ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarımı biçimidir.
- Risk sermayesi yatırım ortaklığı; risk sermayesi yatırım faaliyetlerinde bulunacak finansal kuruluşlar kayıtlı sermayeli olarak anonim şirket şeklinde kurulan, başlangıç ve çıkarılmış sermayelerini yöneterek risk sermayesi yatırım faaliyetinde bulunan ortaklıktır.
- Girişim şirketleri; risk sermayesi yatırım ortaklıklarının yatırım yaptıkları, sınai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan, araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlayan veya bu doğrultuda faaliyette bulunmaları ya da

yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşıyan şirketlerdir.

- Risk sermayesi yatırım ortaklıkları girişim şirketlerinin yönetimine katılıp bu şirketlere gerekli danışmanlık ve yöneticilik hizmeti sunabilirler.
- Risk sermayesi yatırım ortaklıkları girişim şirketine yapacağı yatırımları bir anlaşma çerçevesinde yaparlar. Risk sermayesi yatırım ortaklıkları yatırım yaptıkları şirketlerin hisse senetlerini azami 10 yıl süreyle portföylerinde bulundurabilirler.

Ayrıca risk sermayesi yatırım ortaklıklarının işleyiş şartları da bu tebliğde düzenlenmiştir. Buna göre; risk sermayesi faaliyetinin gereği gibi yürütülebilmesi için gerekli mekan ve donanımın sağlanması, yatırım seçim ve yönetimi, muhasebe ve idari işler birimlerinin kurulması, genel müdür ve yardımcılarının yüksek öğrenim görmüş olması gibi şartlar getirilmiştir. Söz konusu şartlar incelendiğinde, işin baştan sıkı tutulmaya çalışıldığı, güçlü bir sermaye ve kadroyla işe başlama zorunluluğu getirilerek muhtemel olumsuz etkilerin baştan engellenmeye çalışıldığı görülmektedir (Mestanoğlu, 2003:65).

Türkiye’de risk sermayesi yatırım ortaklıkları konusunda ilk girişim Bankers Trust ile Türkipetrol Holding’in ortaklığında gerçekleştirilmiştir. 1993 yılında yayınlanan söz konusu tebliğden sonra birçok banka bu fırsattan yararlanmak için risk sermayesi yatırım ortaklıkları kumuştur. Ancak 1994 krizi nedeniyle bu girişimler başarısızlıkla sonuçlanmıştır. İstenilen sonuçların elde edilememesinin en önemli nedeni bu alan ve amaca aktarılacak olan fon yetersizliğidir. Risk sermayesi yatırımlarının finansmanı için gerekli başlangıç sermayesinin temin edilememesi bu sistemin çalıştırılmasını engellemektedir. Öte yandan, risk sermayesi yatırımı için fon sağlayan yatırımcıların yatırım yaptıkları girişim şirketinden kolayca çıkabilecekleri ortamın oluşmuş olması önemlidir.

Tüm Dünya’da risk sermayesi devletin öncülüğünde ve desteği ile başlamıştır. Bu nedenle, risk sermayesi sektörünün oluşturulmasında devlete büyük görevler düşmektedir. Sektörün gelişmesine öncülük etmek amacıyla devlet tarafından

oluşturulacak risk sermayesi şirketi ile yeni kurulacak olan küçük ve orta ölçekli girişimcilere destek sağlanabilir. Aynı zamanda yurt içi ve yurt dışı kuruluşlarla temasa geçilerek önemli oranda kaynak elde edilebilir.

BÖLÜM IV

İMKB'YE KOTE OLMUŞ İMALAT SANAYİ SEKTÖRÜ ŞİRKETLERİNİN 2000-2006 YILLARI ARASI FİNANSAL ANALİZİ

Çalışmamızın bu kısmında, İMKB'ye kote olmuş imalat sanayi sektörüne dahil şirketlerin 2000-2006 yılları arasındaki finansal analizi yer alacaktır. Çalışmamızın bu kısmını amacı, 2000 yılından sonraki makro ekonomik gelişmelerin şirketlerin bilançolarına yansımalarını ortaya koyabilmektir. Genel olarak bu amaçtan bahsedebileceğimiz gibi özel de ise, Türkiye Cumhuriyeti'nin yaşadığı en büyük krizlerden birisi olan 2001 krizinin bilançolarda yarattığı etkiyi ortaya koymak ve daha sonra 2003 yılından itibaren sağlanan siyasi ve ekonomik istikrar ortamının yine bilançolardaki etkisini gözler önüne sermek diğer amaçlarımız arasındadır. İmalat sanayi sektörüne dahil 175 adet şirketin bilançoları bu çalışmada finansal analize tabi tutulmuştur. Sektöre dahil şirketlerin tespitinde KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) internet sitesinden faydalanılmıştır. Finansal analiz dahilinde üç değişik oran ele alınmıştır. Bunlar;

Kaldıraç Oranı: Toplam Borç / Toplam Aktifler

Toplam Borç / Öz sermaye oranı

Borç Oranı: Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç

Bu oranlar sayesinde şirketlerin borçluluk oranları, borçların bilançolardaki ağırlıklarının ne olduğu ve borç vade yapıları gibi sorulara cevap bulunmaya çalışılmıştır. Şirketlerin bilançolarına İMKB'nin internet sitesindeki Mali Tablolar kısmından ulaşılmıştır.

Analiz sonuçlarını değerlendirirken göz önünde tutmamız gereken en önemli husus 2003 yılından itibaren değişen muhasebe kayıt sistemi olmalıdır. 2003 yılından itibaren şirketlerin bilançolarını Uluslar arası Muhasebe Kayıt Sistemi (UFRS)'ye uygun olarak hazırlamaları zorunlu hale getirilmiştir. Bu da bilanço kalemlerinin değerlendirilmesinde farklılıklara yol açmıştır. Bu zamana kadar kullanılan birçok

kalemin tanımı değişmiş özellikle bu kalemlere dahil olan kayıtlar yeni sistemle başka kalemler içine dahil edilmiştir. Bu yüzden bilanço kalemlerinde 2003 yılından itibaren rakamsal olarak belirli değişiklikler göze çarpmaktadır. Bu hususun analizin yorumu sırasında göz önünde bulundurulması sağlıklı bir yorumun ön şartıdır.

İmalat sanayi sektörüne dahil 9 alt sektör vardır. Bunlar; dokuma, giyim eşyası ve deri, kağıt ve kağıt ürünleri, basım, yayın, kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler, taş ve toprağa dayalı sanayi, metal ana sanayi, gıda, içki ve tütün sanayi, metal eşya makine ve gereç yapımı sanayi, diğer imalat sanayi, orman ürünleri ve mobilya sanayidir. Şirketlerin oran ortalamalarına çalışma içinde ulaşılabileceği gibi tek tek şirket bazlı dökümlere çalışmanın sonundaki EKLER kısmında verilmiştir.

4.1 Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayi Sektörü Finansal Analizi

Bu sektörde 36 şirket faaliyet göstermektedir. Bu şirketlerden sadece Desa Deri 2004 yılında İMKB'ye kote olmuş diğer 35 şirket 2000 yılından önce İMKB'ye kote olmuştur.

Tablo 19: Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayi Sektörü Finansal Oran Ortalamaları

ŞİRKETLER	KALDIRAÇ ORANI ORT	BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANI ORTALAMASI	BORÇ ORANI ORTALAMASI
AKAL TEKS	0.42	1.91	0.76
AKIN TEKS	0.49	1.07	0.62
AKSU İPLİK	0.47	0.89	0.74
ALTINYILDIZ	0.70	2.86	0.90
ARAT TEKST	0.98	22.68	0.79
ARSAN TEKS	0.37	0.72	0.68
BERDAN	1.06	81.55	0.46
BİRLİK MEN	0.63	1.95	0.55
BİSAŞ TEKS	0.71	4.92	0.83
BOSSA	0.35	0.61	0.74
BOYASAN	1.95	2.68	0.75
CEYLAN GİY	0.61	1.72	0.84
CEYTAŞ	0.20	0.26	0.88
DERİMOD	0.54	1.22	0.92
DESA DERİ	0.28	0.41	0.94
EDİP İPLİK	0.41	0.81	0.64
ESEM SPOR	0.98	5.15	0.78
GEDİZ İPLİK	0.34	0.55	0.58
İDAŞ	0.77	1.93	0.80
KARSU TEKS	0.47	1.00	0.70
KORDSA	0.39	0.75	0.58
LÜKS KADİF	0.43	1.39	0.58
MENDERES	0.36	0.71	0.75
MENSA MEN	0.78	4.54	0.55
METEMTEKS	0.59	1.80	0.72
OKAN TEKST	0.44	0.89	0.97
POLYLEN	0.91	44.40	0.47
SİFAŞ	0.90	11.34	0.40
SÖKTAŞ	0.48	1.24	0.43
SÖNMEZ FİL	0.18	0.24	0.50
SÖNMEZ PM	0.12	0.14	0.67
TÜMTEKS	3.57	3.26	0.58
UKİ KONFEK	0.65	3.53	0.71
VAKKO	0.53	1.97	0.66
YATAŞ	0.69	2.75	0.83
YÜNŞA	0.50	1.13	0.91
TOPLAM	24.25	214.97	25.21
ORTALAMA	0.67	5.97	0.70

Sektöre dahil olan şirketlerin finansal oranlarını yorumlarken dikkati çeken bir diğer husus da bazı şirketlerden kaynaklanan sorunların sektörün genel ortalamasında yarattığı yukarı yönlü harekettir. Örneğin bu sektörde yer alan üç şirketin; Arat Tekstil, Berdan Tekstil ve Polylen'in özellikle Toplam Borç / Öz sermaye oranlarında sahip oldukları çift haneli değerler sektörün genel toplamının da çok yüksek çıkmasına neden olmuştur. Kaldıraç Oranı (Toplam Borç / Toplam Aktifler) 0.67 gibi olumlu bir rakam olmasına rağmen Toplam Borç / Öz sermaye oranı 5.97 gibi oldukça yüksek bir rakam çıkmaktadır. Bunun nedeni bu üç şirketin çok büyük oranda öz sermaye yetersizliği çekmesidir. Bu üç şirketi Toplam Borç / Öz sermaye oranından çıkardığımızda karşımıza 2.01 gibi daha makul bir rakam çıkmaktadır. Diğer şirketlerin çoğunda da Toplam Borç / Öz sermaye oranının 1'in üzerinde olması ve ortalamanın 2'nin biraz üzerinde çıkmış olması bize sektörün belirgin sektörün belirgin şekilde öz sermaye yetersizliği çektiğini göstermektedir. Toplam Borç / Öz sermaye oranının seyrini yıllar itibariyle incelediğimizde 2000 ve 2001 yılında azalan oranda artan bu oranın 2002 yılında bir önceki yıla göre 2.7 kat arttığını görmekteyiz. Bu sonuç bize, 2001 krizinin dokuma, giyim eşyası ve deri sektöründeki şirketlerin öz sermayelerini ne kadar erittiğini göstermektedir. 2003 yılında ise önemli ölçüde toparlanan sektör 2004 yılında biraz önce bahsettiğimiz şirketlerden Berdan Tekstil nedeniyle Toplam Borç / Öz sermaye oranında artış yaşamıştır. Bu şirketi analizden çıkarttığımızda oran 1.36 gibi normal bir orana düşmektedir. 2005 yılında ise Arat Tekstil ve 2006 yılında ise Polylen şirketleri nedeniyle bu oranda yine ciddi dalgalanmalar görülmüştür. Bu iki şirketin yarattığı olumsuzlukları analizden çıkarttığımızda 2005 yılı için Toplam Borç / Öz sermaye oranı 2.12, 2006 yılı içinse 2.88 çıkmaktadır. Bu rakamlar bize Toplam Borç / Öz sermaye oranının son yıllarda artış trendi içinde olduğunu göstermektedir. Bunun nedeni ise; şirketlerin borçlarındaki artışa karşın öz sermayelerinin yetersiz kalmasıdır. Kaldıraç oranlarını incelediğimizde 2000 yılında 0.79 olan rakamın 2001 yılında 1.00'a yükseldiğini görmekteyiz. Bu durum 2001 ekonomik kriziyle bağdaştırılabilir. Sonraki yıllarda artan oranda azalmaya başlayan oran 2004 yılında 0.46'ya kadar gerilemişken 2005 yılında 0.51'e, 2006 yılında ise 0.61'e yükselmiştir. Bu durum bize Toplam Borç / Öz sermaye oranında tespitini yaptığımız toplam borçtaki artış sonucunu desteklemektedir. Bu durum bize Toplam Borç / Öz sermaye oranında tespitini yaptığımız toplam borçtaki artış sonucunu desteklemektedir.

Borç vade yapısı hakkında bize bilgi veren Borç Oranı (Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç) incelediğimizde 7 yıllık trendde büyük bir istikrar yakalandığını görmekteyiz. Bu oran yıllar içinde 0.7 puanlık dar bir arada değişmiş ve istikrarını hiç bozmamıştır. Oranın 2004'ten sonrada azaldığını görmekteyiz. Bu sonuç bize borçların vadesinin kısa vadeden uzun vadeye doğru hareket ettiğini göstermektedir.

4.2 Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım Yayın Sektörü Finansal Analizi

Bu sektöre dahil 16 şirket İMKB'de yer almaktadır. 2000 yılında 13 olan şirket sayısı 2002'de Koza Davetiye'nin 2004 yılında Doğan Gazeteciliğin, 2005 yılında ise Duran Doğan Basım ve Yayın'ın halka açılmasıyla toplamda 16 şirkete ulaşmıştır.

Tablo 20: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım Yayın Sanayi Sektörü Finansal Oran Ortalamaları

ŞİRKETLER	KALDIRAÇ ORANI ORT	BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANI ORTALAMASI	BORÇ ORANI ORTALAMASI
ALKİM KAĞIT	0.26	0.35	0.71
BAK AMBALAJ	0.45	0.97	0.84
DENTAŞ	0.26	0.39	0.42
DOĞAN BURDA	0.31	0.49	0.86
DOĞAN GAZETE	0.22	0.29	0.80
DURAN DOĞAN	0.79	4.04	0.83
HÜRRİYET	0.30	0.50	0.52
IŞIKLAR	1.54	23.94	0.67
İPEK MATBAA	0.37	0.89	0.91
KAPLAMİN	0.38	0.74	0.76
KARTONSAN	0.14	0.18	0.75
KOZA DAVETİYE	0.47	1.51	0.91
OLMUKSA	0.19	0.25	0.71
SABAH YAYIN	13.13	1.37	0.95
TİRE KUTSAN	0.36	0.60	0.53
VİKİNG KAĞIT	0.66	9.61	0.55
TOPLAM	19.83	46.12	11.72
ORTALAMA	1.24	2.88	0.73

Sektörü incelemeye Kaldıraç Oranı açısından incelemeye başladığımızda bu sektörde faaliyet gösteren iki şirketin (Işıklar Ambalaj ve Sabah Yayıncılık) 2001 krizine bağlı olarak yaşadıkları finansal zorlukların 2001 Kaldıraç Oranları'nda yarattığı

etkiyi görmekteyiz.2000 yılında 0.43 olan söz konusu oran 2001 yılında bu iki şirketten kaynaklanan sorunlar nedeniyle 0.66'ya yükselmiştir. Bu iki şirketi analiz dışında bıraktığımızda oran 0.43 olmaktadır. İzleyen yıllarda da bu iki şirketin kaldıraç oranlarında yaşadığı olumsuzluk artarak devam etmiş ancak Işıklar Ambalaj'ın 2003 yılından itibaren gözle görülür düzelme yaşanmaya başlamasına rağmen aynı şeyleri Sabah Yayıncılık için söyleyememekteyiz. Bu iki şirketi daha sonraki yıllar içinde analiz dışı bıraktığımızda sektörel ortalamalar sırasıyla 2002 yılında 0.53, 2003 yılında ise 0.31'e düşmüştür. 2004 yılında Işıklar Ambalaj'ı tekrar analize dahil ettiğimizde ve Doğan Gazeteciliğin de İMKB'ye kote olmasıyla kaldıraç oranı 0.35 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında analize dahil olan Duran Doğan ile bu oran 0.38 olarak gerçekleşmiş, 2006 yılında ise 0.37'ye gerilemiştir. Görüldüğü üzere olumsuzluk yaratan iki şirketi analizden çıkardığımızda genel olarak Kaldıraç Oranı'nın bu sektörde düşük olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz.

Toplam Borç / Öz sermaye oranı açısından değerlendirdiğimizde karşımıza yine Işıklar Ambalaj ancak farklı olarak 2002 yılına kadar Viking Kağıt çıkmaktadır. 2000 yılında Işıklar Ambalaj'ın Toplam Borç / Öz sermaye oranı 12.12, Viking Kağıt'ın 23.55 olarak gerçekleşmiştir. Bu iki şirketten kaynaklanan sorunlar nedeniyle toplam oran 42.90 ortalama ise 3.30 olarak gerçekleşmiştir. Bu iki şirketi analiz dışında bıraktığımızda toplam oran 7.43, ortalama ise 0.67 olmaktadır. 2001 yılında Işıklar Ambalaj Toplam Borç / Öz sermaye oranını 2.50'ye düşürmeyi başarmışken aynı şeyi oranı 28.60'a yükselen Viking Kağıt için söyleyememekteyiz. Viking Kağıt'ı analiz dışında bıraktığımızda bu oran 2001 yılı için 1.00 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranda bir önceki yıla göre % 30'dan fazla yaşanan artışın nedenini 2001 ekonomik krizine bağlamak mümkündür. 2002 yılından itibaren Viking Kağıt öz sermaye artışı yoluna giderek bu olumsuzluğu aşmayı başarmıştır. 2002 yılında Toplam Borç / Öz sermaye oranı ortalaması 1.26 (Viking Kağıt'ın oranı 4.61), 2003 yılında ise 0.80 (Viking Kağıt'ın oranı 3.63) olarak gerçekleşmiştir. Yaşanan bu azalış trendine karşın karşımıza 2004 yılında Işıklar Ambalaj'ın yaşadığı finansal sorunların Toplam Borç / Öz sermaye oranındaki yansıması çıkmaktadır. Söz konusu oran Işıklar Ambalaj için 2004 yılında 16.16 olarak gerçekleşmiştir. Sektör toplamı ise 25.84, ortalaması ise 1.72'dir. Işıklar Ambalaj'ı 2004 yılı için analiz dışında bıraktığımızda toplam 9.68, ortalama ise 0.69

olarak gerçekleşmektedir. Bu durum bize bu şirketin dışında sektörün genelinde Toplam Borç / Öz sermaye oranındaki düşüş eğiliminin devam ettiğini göstermektedir. 2005 yılında ise Işıklar Ambalaj'ın finansal yapısı iyice bozulmuş Toplam Borç / Öz sermaye oranı 114.68 gibi çok yüksek bir rakama ulaşmıştır. Bu oranı analize dahil etmek mümkün değildir. Diğer şirketleri ele aldığımızda sektör toplamı 13.77 ortalama ise 0.91 olduğunu görmekteyiz. Oranın 0.69'dan 0.91'e yükselmesini şirketlerin toplam borçlarında bir yükselme yaşandığı, bu yükselmeye ise öz sermaye artışı ile karşılık verilmediği şeklinde yorumlayabiliriz. 2006 yılında Işıklar Ambalaj'ın 2005 yılına göre Toplam Borç / Öz sermaye oranında belirli bir düzelme olmasına rağmen bu oran 18.76 gibi yine yüksek bir orandır. Sektörün toplamı 32.22 olduğuna göre sadece bu şirket sektör toplamının yarısından fazlasını oluşturmaktadır. Ortalama ise 2.01 gibi yüksek bir rakam çıkmaktadır. Söz konusu şirketi analiz dışında bıraktığımızda ise sektör toplamı 13.46, ortalaması ise 0.89 gibi iyi sayılabilecek rakam çıkmaktadır.

Sektörün borç oranı ortalamalarını incelediğimizde; istikrarlı bir yapı göze çarpmaktadır. Minimum 0.67 (2002 yılı) ve maksimum 0.79 (2000 yılı) olan bu oran diğer yıllarda bu iki rakam arasında dengeli bir seyir izlemiştir. Ortalama 0.73 olan Borç Oranı Ortalaması sektörün yine de kısa vadeli borçlarının Toplam Borçlar içindeki oranının yüksek olduğunu gösterir.

4.3 Kimya, Petrol ve Kauçuk Sanayi Sektörü Finansal Analizi

Bu sektörde 25 şirket faaliyet göstermektedir. Bu şirketlerden Dyo Boya 2002 yılında halka açılmıştır. Diğerleri daha önceki yıllarda halka açılmak suretiyle İMKB'ye kote olmuşlardır.

Tablo 21: Kimya, Petrol, Kauçuk Sanayi Sektörü Finansal Oran Ortalamaları

ŞİRKETLER	KALDIRAÇ ORANI ORT	BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANI ORTALAAMSİ	BORÇ ORANI ORTALAMASI
ADVANSA	0.46	0.87	0.81
AKSA	0.33	0.65	0.81
ALKİM KİMYA	0.18	0.23	0.76
AYGAZ	0.42	0.79	0.68
BAGFAŞ	0.50	1.06	0.79
BRİSA	0.22	0.31	0.75
ÇBS BOYA	2.62	1.84	0.70
ÇBS PRINTAŞ	0.76	21.66	0.79
DEVA HOLDİNG	0.65	3.06	0.76
DYO BOYA	0.85	5.43	0.65
EGE GÜBRE	0.56	2.33	0.94
EGE PROFİL	0.71	13.97	0.82
EGE PLASTİK	0.97	30.36	0.39
ECZACI İLAÇ	0.44	1.04	0.86
GOOD YEAR	0.60	2.49	0.78
GÜBRE FAB	0.67	2.17	0.86
HEKTAŞ	0.28	0.40	0.83
MARSHALL	0.28	0.41	0.81
MEGES BOYA	1.01	17.93	0.83
PETKİM	0.23	0.31	0.65
PETROL OFİSİ	0.58	1.53	0.70
PİMAŞ	0.77	3.46	0.89
SODA SANAYİ	0.33	0.53	0.58
TURCAS PETROL	0.61	4.26	0.74
TÜPRAŞ	0.53	1.25	0.77
TOPLAM	15.56	118.34	18.95
ORTALAMA	0.62	4.73	0.76

Kaldıraç oranını incelediğimizde sektörün genel ortalamasının 0.62 gibi iyi bir ortalamaya sahip olduğunu söyleyebiliriz. Yıllar içinde şirket bazlı incelediğimizde ÇBS Boya dışındaki şirketlerde herhangi bir sorun görmemekteyiz. Her ne kadar söz konusu oranda 2001 yılında bir miktar yukarı doğru hareket tüm şirketlerde yaşanmışsa da ilerleyen yıllarda bu yükselme yerini düşüşe bırakmıştır. ÇBS Boya'da kaldıraç oranı 2003 yılına kadar yükselişini sürdürürken 2004 ve 2005'te düşüş eğilimi göstermiş, 2006 yılında bir miktar daha yükselmiştir.

Toplam Borç / Öz sermaye oranlarına baktığımızda sektör ortalamasının 4.73 gibi yüksek bir ortalamaya sahip olduğunu görmekteyiz. Bu sektörde Toplam Borç / Öz sermaye oranı çift haneli rakamlara sahip 4 şirket göze çarpmaktadır. Bunlar ÇBS Printaş, Ege Profil, Ege Plastik ve Meges Boya'dır. Sektörün genel toplamı 118.34 iken söz konusu 4 şirketi analizden çıkardığımızda toplam 34.42'ye inmekte ortalama ise 1.63'e inmektedir. Bu oranın 1'in üzerinde çıkması olumsuz algılanabileceği gibi sektörün genelinde şirketlerin çoğunda bu oranın 1'in üzerinde olduğunu görmekteyiz. Bunu da sektöre dahil olan şirketlerin belirgin bir şekilde öz kaynak sıkıntısı çektiği şeklinde yorumlamak mümkündür. Yıllar itibariyle incelediğimizde söz konusu 4 şirketin sorunlarının 2001 yılından itibaren başladığını söyleyebiliriz. Bu aşamada gözümüze çarpan en önemli husus bu orandaki dalgalanmanın çok geniş bir bantta yaşanmasıdır. Örneğin ÇBS Printaş'ın 2000'de Toplam Borç / Öz sermaye oranı 5.73 iken, 2001 yılında 40.87'ye yükselmiş, 2002 yılında 10.13'e düşmüş, 2003 yılında 90.94'e yükselmiş iken 2004 yılında birden 1.27'ye düşmüş, 2005'te 1.03 ve 2006 yılında ise 1.65 olarak gerçekleşmiştir. Diğer şirketlerde ise bu oran aşağı yukarı yönlü yüksek oranlı volatiliteler göstermiştir.

Sektörün Borç Oranı Ortalaması 0.76 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranın yüksek olduğunu yani borçların çoğunun kısa vadeli olduğunu söyleyebiliriz. Ancak bu oranda Toplam Borç / Öz sermaye oranında olduğu gibi çok büyük dalgalanmalar görmemekteyiz. Sektördeki minimum oran 2006 yılında 0.72 iken maksimum oran 0.80 ile 2001 yılında gerçekleşmiştir. Diğer yıllarda da bu dar bantta sakin seyrini sürdürmüştür.

4.4 Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Finansal Analizi

Bu sektörde 26 şirket faaliyet göstermektedir. Sektörün çoğunluğunu çimento sanayi şirketleri oluşturmaktadır.

Tablo 22: Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Finansal Oran Ortalamaları

ŞİRKETLER	KALDIRAÇ ORANI ORT	BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANI ORTALAMASI	BORÇ ORANI ORTALAMASI
ADANA ÇİM	0.16	0.22	0.73
AFYON ÇİM	0.39	0.77	0.59
AKÇANSA	0.17	0.22	0.66
ANAD CAM	0.37	0.63	0.54
BATI ÇİM	0.22	0.31	0.78
BATI SÖKE	0.11	0.13	0.74
BOLU ÇİM	0.18	0.25	0.82
BURSA ÇİM	0.26	0.39	0.77
ÇİMBETON	0.39	0.74	0.83
ÇİMENTAŞ	0.35	0.63	0.54
ÇİMSA	0.22	0.30	0.58
DENİZLİ CA	0.42	0.94	0.57
DOĞUSAN	0.60	11.53	0.78
ECZACI YAP	0.46	0.90	0.63
EGE SERAM	0.78	35.87	0.69
GÖLTAŞ Çİ	0.23	0.32	0.74
HAZNEDAR	0.61	1.66	0.91
İZOCAM	0.34	0.56	0.58
KONYA ÇİM	0.18	0.24	0.72
KÜTAHYA P	0.37	0.68	0.79
LAF ASLAN	0.47	1.24	0.72
MARDİN Çİ	0.16	0.19	0.78
NUH ÇİME	0.28	0.40	0.54
TRAKYA CA	0.34	0.53	0.51
UŞAK SERA	0.60	1.62	0.74
ÜNYE ÇİME	0.42	0.85	0.28
TOPLAM	9.08	62.12	17.56
ORTALAMA	0.35	2.39	0.68

Sektörün Kaldıraç Oranı'nı incelediğimizde karşımıza 0.35 gibi çok düşük bir rakam çıkmaktadır. Bu rakam analizimizde şu ana kadar karşımıza çıkan en düşük Kaldıraç Oranı Ortalaması'dır. Bunun anlamı sektörün toplam borçlarının aktifleri

içindeki çok düşük düzeyde bulunduğu şeklindedir. Bu da sektörün borçlar yerine öz kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Yıllar itibariyle incelediğimizde 2001 yılında yaşanan yükselişten sonra 2005 yılına kadar düşüş gösteren oran, 2005'ten itibaren bir miktar artış göstermiştir. Ancak yine de diğer sektörlerle karşılaştırdığımızda bu oran çok düşüktür.

Toplam Borç / Öz sermaye oranlarını incelediğimizde çift haneli rakamlara ulaşan sorunlu sayılabilecek iki şirket karşımıza çıkmaktadır. Bunlar Doğusan ve Ege Seramik'tir. Toplam Borç / Öz sermaye Oranı toplamı 62.12 ve ortalaması 2.39 iken söz konusu iki şirketi analizden çıkardığımızda toplam 14.72'ye ve ortalama 0.61'e inmektedir. 0.61 gibi bir ortalama oldukça iyi bir ortalama değildir. Yıllar itibariyle incelediğimizde 2000 yılında sorunlu olarak Doğusan karşımıza çıkmaktadır. Sektörün 2000 yılı oran toplamı 93.18 ve ortalaması 3.58 iken söz konusu şirketi analizden çıkardığımızda toplam oran 22.17 ve ortalama da 0.88 olmaktadır. 2001 yılında Doğusan'ın bilançosunda yaşanan düzelmeye karşın bu yılda karşımıza Ege Seramik çıkmaktadır. 2001 yılında sektörün oran toplamı 230.22 ve ortalaması 8.85 olarak gerçekleşirken söz konusu şirketi analizden çıkardığımızda oran toplamı 27.7'ye ortalama da 1.10'a inmektedir. Her ne kadar oranda artış yaşanması ve 1'in üzerinde olmuşsa da bunu 2001 ekonomik kriziyle bağdaştırmak mümkündür. Ancak her iki şirket de ilerleyen yıllarda mali yapılarını düzelterek Toplam Borç / Öz sermaye oranlarını düşürmeyi başarmış ve makul sayılabilecek oranlara indirebilmişlerdir.

Sektörün Borç Oranı'na göz attığımızda karşımıza toplamda 17.56 ortalama ise 0.68 rakamı çıkmaktadır. Bu oran analizinde ortalaması 1'ün üzerinde olan sorunlu sayılabilecek şirket yoktur 0.68 oranı da düşük sayılabilecek bir rakamdır. Bu da bize sektörün borç vade yapısının hemen hemen dengeli olduğunu anlatmaktadır. Yıllar itibariyle incelediğimizde 2000 ve 2001 yılında aynı kalan oranın 2002 yılında çok az yükseldiğini, 2003 yılında bir miktar düştüğünü, 2004'te bir miktar yükseldiğini, 2005'te düşüş ve 2006'da yükseliş kaydettiğini görmekteyiz. Ancak bu düşüş ve yükselişler çok düşük oranlarda ve dar bir aralıkta gerçekleşmiştir. Sektör en düşük Borç Oranını 2005 yılında 0.60 ile gösterirken en yüksek Borç Oranı 2002 yılında 0.73 ile göstermiştir.

4.5 Metal Ana Sanayi Sektörü Finansal Analizi

Bu sektörde toplam 13 şirket faaliyet göstermektedir. Bu şirketlerden Burçelik Vana 2004 yılında halka açılmak suretiyle İMKB’de işlem görmeye başlamıştır. Diğer 12 şirket 2000 yılından önce İMKB’ye kote olmuşlardır.

Tablo 23: Metal Ana Sanayi Sektörü Finansal Oran Ortalamaları

ŞİRKETLER	KALDIRAÇ ORANI ORTALAMASI	BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANI ORTALAMASI	BORÇ ORANI ORTALAMASI
BORUSAN	0.49	1.07	0.83
BURÇELİK	0.69	3.09	0.67
BURÇE VANA	0.39	0.66	0.89
DÖKTAŞ	0.46	0.97	0.86
ÇELİK HALAT	0.54	1.47	0.80
ÇEMTAŞ	0.17	0.21	0.74
DEMİSAŞ	0.59	1.88	0.88
ERBOSAN	0.55	1.35	0.95
EREĞLİ	0.38	0.69	0.53
FENİŞ ALİMİN	0.76	3.90	0.60
İZMİR DEMİR	0.37	0.61	0.77
KARDEMİR	0.79	3.22	0.58
SARKUYSAN	0.49	1.03	0.90
TOPLAM	6.67	20.15	10.00
ORTALAMA	0.51	1.55	0.77

Sektörün Kaldıraç Oranı’nı incelediğimizde karşımıza 0.51 gibi düşük bir rakam çıkmaktadır. Bu oran bize sektör şirketlerinin finansmanda yabancı kaynak ve öz kaynaklar arasında dengeli bir dağılım olduğunu göstermektedir. Sektörü şirket bazlı incelediğimizde sadece 2001 ve 2002 yıllarında bir miktar yükselme gözlemlemekteyiz. Bu yıllar içinde oranı 1’den büyük olan ise sadece Kardemir’dir. 2001 yılında 1.25 ve 2002 yılında 1.35 Kaldıraç Oranı’na sahip olan şirket 2003’de bu oranı 0.87’ye, 2004’te 0.48’e, 2005’te 0.38’e ve 2006’da bir miktar yükselişle 0.43’e düşürmeyi başarmıştır. Görüldüğü gibi sektörde Kaldıraç Oranı bakımından sorunlu bir şirket görünmemektedir.

Sektörü Toplam Borç / Öz sermaye açısından değerlendirdiğimizde; oranın 1.55 yani 1'den büyük olduğunu görmekteyiz. Toplam Borç / Öz sermaye Oranları sorunlu gözüken toplam 5 şirket vardır. Yani şirketin hemen hemen yarısında bu konuda sorun yaşanmaktadır. Oranın yüksekliği sektörün öz sermaye sıkıntısı çektiğinin göstergesidir. Bu durum borç verenlere karşı sektörün olumsuz bir tablo çizmesine neden olmaktadır. Sektörü yıllar itibariyle incelediğimizde çift haneli rakama ulaşan şirket olmamasına karşın oranların dalgalı bir seyir izlediğini ve dalgalanma oranlarının da yüksek olduğunu söyleyebiliriz. Sektörel açıdan 2003 ve 2004'te bir toparlanmadan bahsedebiliriz. Ancak özellikle bazı şirketlerde Toplam Borç / Öz sermaye oranının 2005 ve 2006 yıllarında tekrar artış eğilimine girdiğini de söyleyebiliriz.

Sektörün borç oranını incelediğimizde bulunan 0.77 oranı sektörün borç yapısının kısa vadeli borçlara dayandığını göstermektedir. Bu durum olumsuz karşılanabileceği gibi bu durumun ülkemizde karşılaşılan genel bir durum olduğunu söyleyebiliriz. Borç Oranı en yüksek olan iki şirket 0.95 ile Erbosan ve 0.90 ile Sarkuysan'dır. Bu iki şirketine hemen hemen borçlarının tamamı kısa vadeli. Şirket bazlı incelediğimizde 2001 ve 2002 yıllarında artış gösteren söz konusu oran 2003'de dalgalı bir seyir izlemiş, 2004'te genel olarak artışını sürdürmüş, 2005'te bazı şirketlerde de düşüş göstermişken 2006'da da düşüş eğilimini devam ettirmiştir. Her ne kadar düşüş eğiliminden bahsetsek de oranların tamamı 0.70 ile 1.00 arasında geniş bir bantta dalgalanmaktadır. Bu da sektörün borç vade yapısının çok değişken ve kısa vadeli olduğunun göstergesidir.

4.6 Gıda, İçki ve Tütün Sanayi Sektörü Finansal Analizi

Bu sektörde toplam 25 şirket faaliyet göstermektedir. Bu şirketlerden Ülker Gıda 2003, Coca Cola ise 2006 yılında halka açılarak İMKB'ye kote olmuşlardır.

Tablo 24: Gıda, İçki, Tütün Sanayi Sektörü Finansal Oran Ortalamaları

ŞİRKETLER	KALDIRAÇ ORANI ORT	BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANI ORTALAMASI	BORÇ ORANI ORTALAMASI
ALTINYAĞ	1.53	2.53	0.61
ANAD EFES	0.46	1.06	0.67
BANVİT	0.61	1.68	0.63
COCA COLA	0.40	0.69	0.65
DARDANEL	3.88	1.43	0.45
ERSU GIDA	0.45	1.04	0.95
FRIGO PAK	0.74	3.23	0.57
KENT GIDA	0.53	3.57	0.85
KEREVİTAŞ	1.51	5.58	0.54
KONFRUT	0.59	1.54	0.81
KRİSTAL	0.16	0.23	0.89
LİO YAĞ	0.58	1.51	0.82
MERKO	0.73	3.12	0.71
MERT GIDA	0.42	0.77	0.44
PENGUEN	0.82	10.28	0.98
PINAR ET	0.51	1.47	0.56
PINAR SU	0.49	1.27	0.63
PINAR SÜT	0.52	1.43	0.62
SELÇUK	0.48	0.98	0.81
ŞEKER PİLİÇ	0.69	2.82	0.68
TAT	0.58	1.72	0.86
TUBORG	0.70	32.50	0.90
TUKAŞ	0.68	2.81	0.76
ÜLKER	0.46	0.93	0.85
VANET	0.26	0.39	0.84
TOPLAM	18.78	84.58	18.08
ORTALAMA	0.75	3.38	0.72

Sektörün kaldıraç oranını incelediğimizde toplamda 18.78 ortalama olarak ise 0.75 rakamlarını görmekteyiz. Bu oran bize sektörde faaliyet gösteren şirketlerin finansmanında daha çok yabancı kaynakları tercih ettiğini göstermektedir. Kaldıraç Oranı sorumlu sayılabilecek iki şirket göze çarpmaktadır. Bunlar Altınyag (1.53) ve Dardanel (3.88) dir. Her iki şirkette sahip olduğu bazı finansal problemler nedeniyle böyle yüksek kaldıraç oranlarına sahiptirler. Kaldıraç Oranları'nı yıllar itibariyle incelediğimizde 2001 yılında 2000 yılına göre iki şirket hariç (Kristal Kola ve Vanet) diğer bütün şirketlerin oranlarının arttığını görmekteyiz. 2002 yılında birkaç şirket hariç şirketlerin çoğunluğu bu oranlarını düşürmeyi başarmıştır. Ancak dalgalanma boyunun

yüksek olması nedeniyle oranı çok büyüyen şirketler düşüşü sağlayan şirketlerin yarattığı olumlu gelişmelerin etkisini zayıflatmıştır. Bu sonuca sektörün 2001 yılı ortalamasının 0.96 iken 2002’de bahsettiğimiz düşüşe karşın ortalamanın 0.94 olarak gerçekleşmesiyle ulaşabiliriz. 2003 yılında düşüş devam etmiş dalgalanma boyu biraz daha daralmıştır. 2003 yılının ortalaması 0.77 olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılında şirket bazlı yukarı doğru hareketlenmeler göze çarpmaktadır. Bunun sonucu olarak da oran 0.82 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında sorunlu şirketlerden Altınyag’ın Kaldıraç Oranında yaşanan iyileşme sektörün ortalamasına da yansımış ve oran 0.69 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılında da şirket bazlı olarak yukarı ve aşağı yönlü hareket devam etmiş böylece ortalama 0.67’ye inmiştir. Kısaca söylemek gerekirse; sektör 2000’li yılların başlarında yüksek oranda dalgalanmalar yaşamış ancak bu dalganın boyutu giderek kısalarak yerini zayıf ancak kademeli bir düşüşe bırakmıştır.

Sektörün Toplam Borç / Öz sermaye oranını incelediğimizde toplamda 84.58 ortalama olarak ise 3.38 gibi yüksek bir rakama ulaşmaktayız. Sektörün birkaç şirketi hariç diğer hepsinde oran 1’in üzerindedir. Bu da sektör şirketlerinin bariz bir öz sermaye sıkıntısı çektiğinin ve borçların öz sermayelerinin aştığının bir göstergesidir. Bu da doğal olarak sektör için oldukça olumsuz ve riskli bir durum yaratmaktadır. Toplam Borç / Öz sermaye oranı çift haneli rakamlara ulaşan iki şirket hemen göze çarpmaktadır. Bunlar Penguen Gıda (10.28) ve Türk Tuborg (32.50) dir. Bu iki şirketi analizden çıkardığımızda toplamda 41.80, ortalamada ise 1.81 rakamlarına ulaşmaktayız. Bu oranında 1’in üzerinde oluşu sektör şirketlerinin çoğunluğunun daha düşük seviyede olsa da öz sermaye sıkıntısı çektiğinin bir göstergesidir. Toplam Borç / Öz sermaye oranını yıllar itibariyle şirketler bazlı incelediğimizde 2001 yılında 2000 yılına göre hemen hemen 2 katı bir artış yaşandığını görmekteyiz. Diğer bir olumsuzluksa artışın boyutunun çok büyük olmasıdır. Bu da sektördeki bütün dengelerin 2001 yılında krizle bağlantılı olarak bozulduğunu göstermektedir. 2002 yılında sektör hızlı bir toparlanma göstermiş ve oranını 2.26 ile 2000 yılından daha düşük bir seviyeye indirmiştir. Söz konusu yılda şirketlerin hemen tamamı oranlarını büyük oranlarda indirmeyi başarmışlardır. Bu yıllarda sektörün en belirgin özelliği olarak şirketlerin çok değişken bir yapı göstermesi göze çarpmaktadır. Bu şirketler Toplam Borç / Öz sermaye oranlarında büyük oranlarda düşüş sağlayabilmişken bazıları

da büyük ve artan oranlarda yükseliş sergilemişlerdir. Bu da haliyle sektörün genel ortalamasına olumsuz katkıda bulunmaktadır. Örneğin 2003 yılında şirketlerin çoğunluğunda yaşanan düzelmeye karşın bazı şirketlerin (Altınyag ve Penguen Gıda) yarattığı olumsuz etkiler nedeniyle oran yükselişe geçerek 2.67 olarak gerçekleşmiştir. Ancak söz konusu şirketlerin 2004 yılında gerçekleştirdiği düzeltme sayesinde bu oran 1.58'e inmiştir. Bu yılda göze çarpan en önemli gelişme kuş gribi hastalığına bağlı olarak yaşanan olumsuzluklar nedeniyle beyaz et sanayi şirketlerinin (Banvit ve Şeker Piliç) bilançolarında meydana gelen bozulmalardır. Ancak bu iki şirketin yarattığı olumsuzluğa rağmen 2004 yılında bir önceki yıla göre önemli ölçüde düşüş gerçekleşmiştir. Bu düşüş 2005 yılında da yaşanmasına rağmen önceki yıllara göre oldukça düşük olmuş ve sadece 1.49'a kadar inebilmiştir. Bunun sebebi bazı şirketlerde yaşanan yükselmedir. Bu yükselmeyi bazı şirketlerin yeni yatırımlara girişmesi ve bunları yabancı kaynakla finanse etmesine karşın öz sermayelerinin aynı oranda yükselmemesi olarak değerlendirebiliriz. 2006 yılına gelindiğinde söz konusu şirket bazlı yükselmelerin devam ettiğini görmekle beraber sektördeki bir şirketin (Türk Tuborg) yarattığı olumsuzluğun sektörün ortalamasındaki etkisini de görmekteyiz. Söz konusu şirket 2006 yılında 206.12 çok büyük bir Toplam Borç / Öz sermaye Oranına sahiptir. Bunun nedeni de şirket hissedarları arasında yaşanan bazı yönetim sorunlarıdır. Söz konusu şirketi analizden çıkardığımızda toplamda 36.13, ortalamada ise 1.44 rakamlarına ulaşmaktayız. Bunun sonucunda Toplam Borç / Öz sermaye oranında yaşanan gerilemenin az da olsa devam ettiğini görmekteyiz.

Borç Oranı Ortalaması'na baktığımızda bulunan 0.72 rakamı ile sektörün borçlarının genelde kısa vadeli olduğunu anlamaktayız. Bu durum diğer sektörlerde de geçerli olduğu gibi gıda, içki, tütün sektörü için de geçerlidir. Ancak en büyük farklılık yıllar itibariyle incelediğimizde oranda yaşanan istikrardır. Örneğin 2000, 2001, 2002 yıllarında oran hiç değişmeyerek, ekonomik krize rağmen, 0.78 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran her ne kadar yüksek sayılsa da istikrarlı bir yapı göstermesi, krize rağmen, olumlu bir durumdur. Tabi ki şirket bazlı değişimler üç yıl içinde yaşanmış olmasına rağmen bu sektörün genel ortalamasını etkilememiştir. 2003'te 0.69 olarak inişe geçen oran ilginçtir izleyen yıllarda da 0.69 olarak gerçekleşmiş ve son olarak 2006 yılında 0.68'e inmiştir.

4.7 Metal Eşya ve Makine Sanayi Sektörü Finansal Analizi

Bu sektörde toplam 29 şirket faaliyet göstermektedir. Bu şirketlerden Gersan Elektrik 2003 yılında, Türk Traktör 2004 yılında, Vestel Beyaz Eşya ve Silverline 2006 yılında halka açılarak İMKB'ye kote olmuşlardır. Ancak bu sektörde farklı olarak BSH Profilo şirketi yaşadığı mali sıkıntılar nedeniyle 2005 yılından itibaren Ulusal-100 Endeks'ten çıkartılmıştır.

Tablo 25: Metal Eşya ve Makine Sanayi Sektörü Finansal Oran Ortalamaları

ŞİRKETLER	KALDIRAÇ ORANI ORTALAMASI	BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANI ORTALAMASI	BORÇ ORANI ORTALAMASI
ABANA ELEK	0.10	0.16	0.82
ALARKO CAR	0.32	0.51	0.85
ANADOL ISUZ	0.61	0.83	0.84
ARÇELİK	0.56	1.32	0.71
BEKO	0.78	4.41	0.76
BOSCH FREN	0.44	0.83	0.71
BSH PROFİL	0.75	3.89	0.62
DİTAŞ DOĞAN	0.42	0.86	0.58
EGE ENDÜSTR	0.36	0.60	0.78
EMEK ELEK	1.21	8.10	0.75
EMİNİŞ AMBA	0.52	1.29	0.57
FM İZMİT	0.26	0.45	0.83
FORD OTO	0.57	2.94	0.65
GERSAN ELK	0.17	0.21	0.81
İHLAS EV	0.61	2.41	0.87
KARSAN OTO	0.53	1.27	0.57
KLİMASAN	0.52	1.17	0.89
MAKİNA TAKI	0.74	3.96	0.63
MUTLU AKÜ	0.46	0.95	0.57
OTOKAR	0.56	1.43	0.94
PARSAN	0.50	1.43	0.53
SILVERLINE	0.28	0.39	0.88
DEMİRDÖKÜM	0.66	2.17	0.82
TOFAŞ OTO	1.21	2.96	0.73
PRYSMIAN	0.52	1.17	0.90
TÜRK TRAKT	0.30	0.48	0.89
UZEL MAKİNA	0.66	4.02	0.72
VESTEL BEYA	0.45	0.83	0.80
VESTEL	0.70	2.66	0.77
TOPLAM	15.77	53.70	21.79
ORTALAMA	0.54	1.85	0.75

Kaldıraç Oranı'nı incelediğimizde sektör ortalamasının 0.54 olduğunu görmekteyiz. Bu rakam bize şirketlerin finansmanında yabancı kaynak ve öz kaynakları dengeli bir şekilde kullandıklarını göstermektedir. Sektörde sadece Emek Elektrik (1.21) ve Tofaş Oto (1.21) bu olumlu durumun dışındadır. Yıllar itibariyle incelediğimizde 2001 yılında 2000 yılına göre bir yükselmenin yaşandığını diğer bütün sektörlerde olduğu gibi bu sektörde de görmekteyiz. Ancak bu yükseliş çok küçük sayılabilecek bir yükseliştir. 0.58'den 0.65'e yükselen oran sektörün yine de dengede olduğunu göstermektedir. 2002 yılında bir miktar gevşeme gösteren oran 0.62'ye gerilemiştir. Sektör dahilindeki şirketlerin kaldıraç oranının aşağı ve yukarı yönlü hareketlerinin dar bir aralıkta seyretmesi söz konusu oranda yaşanan değişikliklerin de az olmasına neden olmaktadır. 2003'te kaldıraç oranındaki düşüş hızlanarak 0.50'ye gerilemiştir. Bu yıllar içinde sadece Emek Elektrik artışını sürdürmüş ve ortalaması hep 1'in üzerinde olmuştur. 2004 yılında sektörde olumsuzluk yaratan Emek Elektrik'in Kaldıraç Oranı'nda yaşanan %50'lik düşüş sayesinde ortalama 0.45'e kadar gerilemiştir. Ancak oran 2005 yılında tekrar 0.62'ye yükselmiştir. Bunun iki nedeninden birincisi, Emek Elektrik'in eski seviyesine (1.32) geri dönmesi ve ikincisi ona ilaveten Tofaş Oto Fabrikaları'nda yaşanan yükseliştir. Ancak sektörün yine de dengeli yapısını devam ettirmektedir. 2006'da Tofaş Oto'nun oranı tekrar eski seviyelerine inmiş bunun sayesinde de sektörün ortalaması 0.51'e inmiştir. Ancak dikkati çeken bir nokta sektördeki diğer şirketlerin Kaldıraç Oranları'nda az da olsa yukarı doğru yaşanan harekettir. Bunun nedeni olarak da sektör şirketlerinin yeni yatırımlara girişmesi ve yatırımların bir kısmının da yabancı kaynaklarla finanse edilmesidir.

Toplam Borç / Öz sermaye oranını incelediğimizde sektör toplamının 53.70, ortalaması ise 1.85 olduğunu görmekteyiz. Sektörde yer alan şirketlerden 17 tanesinin Toplam Borç / Öz sermaye oranının 1'in üzerinde olması bu sonucu doğrulamıştır. Bu sonucu sektör şirketlerinin öz sermaye sıkıntısı çektiği ve toplam borçlarının öz sermayelerinden fazla olduğu şeklinde yorumlayabiliriz. Sektördeki en sorunlu şirket 8.10 ile Emek Elektrik'tir. Daha sonra Beko Elektronik (4.41) ve Uzel Makine (4.02) gelmektedir. Sektörün genel eğiliminin 1'in üzerinde olması nedeniyle bu şirketleri analizden çıkarmak doğru olmayacaktır. Yıllar itibariyle incelediğimizde 2003 yılına kadar yaşanan yükselişten sonra 2003 yılında ani bir düşüş yaşandığını görmekteyiz.

Bunu muhasebe kayıtlarında UFRS standartlarının uygulanmaya başlamasıyla bağdaştırabiliriz. İzleyen yıllarda da Toplam borç / Öz sermaye oranı hafif ama devamlı artışını sürdürmüştür. Şirket bazlı incelediğimizde 2000 yılında çift haneli rakamlara ulaşan iki şirket (Emek Elektrik 15.60 ve Tofaş Oto Fabrikaları 11.62) göze çarpmaktadır. Ancak diğer şirketlerden 19'unun Toplam Borç / Öz sermaye Oranları da 1'in üzerindedir. 2000 yılı toplamı 62.33 ortalaması ise 2.49 iken söz konusu iki şirketi analizden çıkardığımızda toplam 35.11, ortalama ise 1.40 olmaktadır. Görüldüğü gibi ortalama yine 1'in üzerindedir. 2001 yılına gelindiğinde sorunlu şirketlerin Toplam Borç / Öz sermaye oranlarında yaşanan düşüğe rağmen sektördeki diğer şirketlerin oranlarının artması sektör toplamının 2000 yılına göre biraz daha yüksek çıkmasına neden olmuştur. 2002 yılında da yükseliş trendinin devam ettiğini özellikle bazı şirketlerin (Emek Elektrik ve Uzel Makine) sorunlarının giderek büyüdüğünü görmekteyiz. 2003 yılında biraz önce bahsettiğimiz Toplam Borç / Öz sermaye Oranları'ndaki büyük düşüş gerçekleşmiş ve bir şirket hariç (Ege Endüstri) diğer bütün şirketler bu oranlarını büyük miktarlarda düşürmeyi başarmışlardır. Bu yüzden sektör toplamı 2003 yılında 31.95, ortalaması ise 1.22 olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılında ise hafif bir yükselişle sektör toplamı 36.63'e ortalaması ise 1.36'ya yükselmiştir. Ancak bunda Makine Takım'ın 10.08'lik oranının payı büyüktür. Bu şirket analizden çıkarıldığında toplam 26.55, ortalama ise 1.02 olmaktadır. Bu durum 2004 yılında iyileşme sürecinin devam ettiğini sektör geneli için söyleyebiliriz. 2005 yılında Toplam Borç / Öz sermaye Oranı toplamda 36.06, ortalama ise 1.39 olmuştur. Makine Takım'ın yaşadığı düzelmeye karşın (3.49) Beko Elektronik'te yaşanan %70'lik artış ve Emek Elektrik'teki 2.5 katlık artış bu yıla damgasını vurmuştur. Diğer bütün şirketlerde yukarı veya aşağı yönlü dar bir alanda değişimler gözlenirken söz konusu iki şirket oranının yüksek çıkmasına neden olmuştur. Bu olumsuzluğu analizden çıkardığımızda sektör toplamı 22.79 ortalaması ise 0.94 olarak 1'in altına inmiştir. 2006 yılında ise Beko Elektronik'teki sorunun daha da büyüerek oranın 10.45'e yükseldiğini görmekteyiz. Emek Elektrik'teki artış da devam etmiş ancak önceki yıla göre daha az oranda artarak 10.65'e ulaşmıştır. Bu da sektör toplamının 50.86'ya ortalamasının ise 1.82'ye yükselmesine neden olmuştur. Bu iki şirket analizden çıkarıldığında sektör toplamı 29.76 ortalaması ise 1.14 olmaktadır. Bu oran bize sektördeki diğer şirketlerde yukarı

yönlü bir hareket yaşandığını ve ortalamanın tekrar 1'in üzerine çıktığını göstermektedir.

Sektörün Borç Oranı Ortalaması'nı incelediğimizde karşımıza çıkan toplamda 21.79 ortalama ise 0.75 rakamı sektör genelinin kısa vadeli borçlarla finanse edildiğinin göstergesidir. Bu durum Türk Piyasaları için ortak kanıksanmış bir durumdur. Sektör şirketlerinden 13 tanesinin borç oranı 0.80 ve üzerindedir. Bu durum şirketler için büyük risk taşımaktadır. Yıllar itibariyle incelediğimizde ortalamanın 2004 yılına kadar düşüş eğilimi gösterdiği 2004'te yaşanan yükselmeye karşın 2005'te çok küçük bir düşüş ve 2006'da az bir yükseliş görmekteyiz. 2000 yılında toplamda 19.62 ortalama ise 0.78 olan oranda şirketlerin bazılarının oranlarının 0.90'lar üzerinde olmasının etkisi büyüktür. Bu yıl içinde Borç Oranı en sorunlu şirketler; Abana Elektromekanik (0.99), Tofaş Oto Fabrikaları (0.99), Vestel (0.98), İhlas Ev Aletleri (0.97), Otokar (0.94), Anadolu Isuzu (0.90) ve Prysmian (0.90) dır. Borç Oranı'nın 1'e yakın olması şirketlerin borç vadelerinin hemen tamamının kısa vadeli olduğunu göstermektedir ki bu çok riskli bir durumdur. 2001 yılında ise değişimin aşağı yönlü ancak dar bir aralıkta olduğu gözlenmektedir. Bu yılda sorunlu şirketler arasına Klimesan (0.96) ve Demirdöküm (0.92) katılmıştır. Sektör toplamı 18.76 ortalaması ise 0.75 olmuştur. 2002 yılında göze çarpan ilk durum Abana Elektromekanik'in toplam borç oranının 1.00'e ulaşmasıdır. Birkaç şirketin toplam borç oranında yaşanan büyük orandaki düşüşe rağmen sektör genelinde yavaş gevşeme nedeniyle sektör ortalaması ancak 18.20'ye ortalama ise 0.72'ye inebilmiştir. 2003 yılında ise Gersan Elektrik 0.95 gibi yüksek bir rakamla analize dahil olmuştur. Bu yıl içinde göze çarpan en önemli gelişme Bosch Fren Sanayi şirketinin borç oranının 0.76'dan 0.27'ye indirmeyi başarmasıdır. Bu da sektör toplamının 18.07'ye ortalamasının ise 0.69'a gerilemesine katkıda bulunmuştur. 2004 yılında göze çarpan en önemli gelişme bazı şirketlerin borç oranlarında yaşanan büyük çaplı artışlardır. Bu şirketler Bosch Fren Sanayi (0.27'den 0.85'e), İhlas Ev Aletleri (0.34'ten 0.96'ya), Makine Takım (0.39'dan 0.62'ye), Eminiş Ambalaj (0.42'den 0.73'e) dir. Bu durumu söz konusu şirketlerin yeni yatırımlara giriştikleri ve bunu da kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse ettikleri şeklinde yorumlayabiliriz. Bu yükselişlere karşın örneğin Abana Elektromekanik'in 0.83 olan Borç Oranı'nın 2004 yılında 0.40'a, Emek Elektrik 0.92'den 0.25'e indirmeyi

başarmışlardır. Bunun sonucu olarak sektör toplamı 2004 yılında 20.35'e ortalama ise 0.75'e yükselmiştir. 2005 yılında ise bir önceki yılda artış kaydedenlerin düşüşe, düşüş kaydedenlerin ise tekrar borç oranlarında artışa geçtiğini görmekteyiz. Üstelik bu dalgalanmanın boyutu da çok yüksektir. Ancak yükselişlerle düşümler birbirini karşıladığından sektör toplamı 2005 yılında 19.25 ve ortalaması da 0.74 olarak 2004'ün bir miktar altında gerçekleşmiştir. 2006 yılında ise yukarı doğru hareketlenme devam ederken bu yıl içinde yaşanan en önemli olay Gersan Elektrik'in Borç Oranı'nı 0.92'den 0.49'a düşürmesidir. Ancak sektör toplamı 2006 yılında 21.56 ortalaması ise 0.77 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum firmaların borç yapılarının içinde kısa vadeli borçlarının oranlarının artmaya devam ettiğini göstermektedir.

4.8 Diğer İmalat Sanayi Sektörü Finansal Analizi

Bu sektörde sadece 3 şirket faaliyet göstermektedir.

Tablo 26: Diğer İmalat Sanayi Sektörü Oran Ortalamaları

ŞİRKETLER	KALDIRAÇ ORANI ORT	BORÇ / ÖZSERMAYE ORANI ORTALAMASI	BORÇ ORANI ORTALAMASI
ADEL KALEM	0.38	0.67	0.75
GOLDAŞ KUYUM	0.40	0.75	0.94
SERVE KIRTASIYE	0.34	0.57	0.82
TOPLAM	1.12	1.99	2.51
ORTALAMA	0.37	0.66	0.83

Kaldıraç Oranı'nı incelediğimizde sektörün sahip olduğu 0.37 rakamı bize sektörün çok iyi bir aktif yapısına sahip olduğunu ve borçların bu yapı içinde çok küçük bir kısım oluşturduğunu göstermektedir. Yıllar içinde de 2000'den 2003'e kadar düşüş göstererek 0.50'den 0.30'a inen oran 2004'te yine 0.30 olarak gerçekleştikten sonra 2005'te 0.33, 2006'da ise 0.35 olarak gerçekleşmiştir.

Toplam Borç / Öz sermaye oranının 0.66 olmasına rağmen 2000'li yılların başlarında bu rakam 1'in üzerindedir. Daha sonraki yıllarda 2005'e kadar artan oranlarda düşüş göstermiş 2004'te 0.43'e kadar inen ortalama 2005'te tekrar 0.56'ya

yükselmiştir 2006’da ise 0.62 olmuştur. Bu durum sektördeki Kaldıraç Oranı’nda 2005 ve 2006’da yaşanan artışla paralel bir özellik gösterdiğini anlatmaktadır.

Borç Oranı Ortalaması ise 0.83 gibi yüksek bir rakamdır. Bu durum bize sektördeki vade yapısının daha çok kısa vadeli borçlardan oluştuğunu göstermektedir. 2000 yılında 0.93 gibi daha yüksek olan rakam 2004’e kadar düşüşünü sürdürmüş 2004’te 0.80’e yükselen oran 2005’te bir miktar daha artarak 0.83’e 2006’da ise 0.81’e ulaşmıştır. Sektördeki Goldaş Kuyumculuk şirketi en yüksek borç oranına sahip olan şirkettir ve 7 yıllık trendde borç oranını 0.90’ın altına indirmeyi başaramamıştır.

4.9 Orman Ürünleri Sanayi Sektörü Finansal Analizi

Bu sektörde sadece 2 şirket faaliyet göstermektedir.

Tablo 27: Orman Ürünleri Sanayi Sektörü Finansal Oran Ortalamaları

ŞİRKETLER	KALDIRAÇ ORANI ORTALAMASI	BORÇ / ÖZ SERMAYE ORANI ORTALAMASI	BORÇ ORANI ORTALAMASI
GENTAŞ	0.17	0.21	0.89
KELEBEK	1.19	7.11	0.82
TOPLAM	1.36	7.32	1.71
ORTALAMA	0.68	3.66	0.85

Sektörün sahip olduğu 0.68’lik Kaldıraç Oranı sektörün finansal yapısında yabancı kaynaklarla öz kaynaklar arasında bir denge olduğunu göstermektedir. Bu sektörün en sorunlu şirketi her alanda Kelebek Mobilya’dır.2000 yılında Gentaş’ın Kaldıraç Oranı 0.20 iken Kelebek Mobilya’nın 0.83’tür ve bu oran izleyen yıllarda da artışını sürdürmüştür. Kelebek Mobilya’nın 2000 yılından itibaren 1’in üzerinde çıkan Kaldıraç Oranı sadece 2006 yılında bir miktar düşüş göstermiştir. Buna karşın Gentaş’ın Kaldıraç Oranı sadece 2001 yılında 0.20’den 0.28’e yükselmiş diğer yıllarda düşüş göstererek 2004 yılında 0.11’e kadar gerilemiş 2006 yılında ise 0.12 olmuştur.

Toplam Borç / Öz sermaye Oranı açısından baktığımızda sektör ortalaması 3.66’dır.Burada yine Kelebek Mobilya’dan özellikle bahsetmek gerekir. Bu şirketin

Toplam Borç / Öz sermaye oranı 2001 ve 2002’de vahim bir hal alarak 13.74 ve 12.83 olarak gerçekleşmiştir. 2003’te 3.77’ye inen bu oran 2004 ve 2005’te düşüşüne devam ederek 2.79’a kadar inmişken 2006’da tekrar 8.80’e yükselmiştir.

Sektörün Borç Oranı ortalaması 0.85 gibi oldukça yüksek bir orandır. Bu durum sektör için oldukça riskli bir durum yaratmaktadır. Borç Oranı’nda dikkati çeken en büyük özellik Gentaş’ın sahip olduğu yüksek borç oranıdır. 2001’de 0.98’e kadar ulaşan bu oran daha sonraki yıllarda düşüş göstermesine rağmen 2004’te 0.94 olmuş, 2005’te 0.73’ye kadar inen oran 2006’da tekrar 0.83’e yükselmiştir. Kelebek Mobilya’da ise 2003’te yaşanan yüksek oranlı artışla 0.84’e yükselen oran izleyen 2 yılda da miktar artmış ve 2006’da 0.89’a inmiştir. Bu durum bize sektörü oluşturan her iki şirketinde borçlarının kısa vadeli olduğunu ve finansal açıdan risk taşıdıklarını göstermektedir.

Sonuç ve Öneriler

1980’li yıllardan itibaren ekonomi hayatımıza giren menkul kıymetler borsası kavramı ilk yıllarda beklenen gelişmeyi gösterememiş, incelenmeye değer gelişmesine 1990’lı yılların ortalarından itibaren başlamıştır. Oysa menkul kıymetler borsaları Avrupa’da ve Amerika’da 1800’lü yıllarda ortaya çıkmış ve çok hızlı gelişmeler göstererek bugün Dünya sermaye piyasalarına yön verir hale gelmişlerdir. Bu açıdan ülkemizin çok gerilerde kaldığı ve kat edilmesi gereken çok uzun mesafeler olduğu açıktır. Şüphesiz bu gelişimi sağlayabilmesi için piyasanın saç ayağı olan fon arz edenlerle fon talep edenlerin kuralları kanunlarla güvence altına alınmış örgütlü bir piyasada faaliyet göstermeleri gerekmektedir. Bunlarda yaşanacak en küçük bir aksaklık piyasanın gelişimini olumsuz etkileyecektir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın gelişim sürecini ele aldığımızda Borsa’da yatırım yapanların daha çok organize olmamış küçük yatırımcılar oldukları görülmektedir. Ellerindeki birikmiş paralarını Borsa’da daha da çoğaltmak isteyen bu bilinçsiz yatırımcılar maalesef ki İMKB yatırımcılarının kurumsallaşmasındaki en büyük engeldir. Algılamalarında bir “oyun” olarak gördükleri Borsa oysa Dünya’da en önemli yatırım araçlarından birisidir. Ancak ülkemizde bu konuda hiçbir eğitimi olmayan, analiz yeteneğinden yoksun, firmalar ve piyasalar hakkında hiçbir bilgi sahibi olmayan, kulaktan dolma bilgilerle yatırım yapan bu kişilerin sonunda zarar etmeleri kaçınılmazdır. Bu konudaki yetersizliklerini kendilerinde aramak yerine kabahati Borsa’da bulan bu kişiler mevcut veya potansiyel diğer yatırımcılar üzerinde olumsuz etki yaratmakta ve Borsa’ya olan bakış açısını bozmaktadır. Kurumsal yapının olmayışı, mevzuat ve kanunlardaki mevcut boşluklar ellerinde büyük miktarlarda fon bulunan kişilerin Borsa’ya girerek spekülasyon ve manüplasyon hareketlerde bulunmalarına neden olmaktadır. Özellikle manüplasyon ve insider trading (içeriden öğrenenlerin ticareti) hem firmaların hem de Borsa’nın itibarını zedelemekte, yatırımcıların gözünde olumsuz imaj yaratılmasına neden olmaktadır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyet gösterdiği İstanbul dışına pek çıkamamış Anadolu'daki yatırımcıları kucaklayamamıştır. Aynı şekilde hisse senetleri Borsa'da kote olan firmaların çok büyük kısmı İstanbul merkezlidir. Oysa Anadolu'da finansmana ihtiyacı olan ve Borsa'da hisse senetleri rahatlıkla işlem görebilecek çok sayıda firma mevcuttur. Ancak bu firmalarının çoğunluğunun aile şirketi olması, kurumsallaşmadan ve profesyonel yönetimden uzak olmalarının yanı sıra Borsa yönetiminin de onları halka açılmaya davet edici girişimlerde bulunmaması İMKB'nin gelişimine ve sermayenin tabana yayılmasına engeldir.

Yatırımcılarla İMKB arasında bir köprü görevi gören aracı kuruluşlarla ilgili de bir takım sıkıntılar vardır. İlk olarak bankaların bir departmanı olarak kurulan bu kurumlar daha sonra çıkarılan bir kanunla bankalardan ayrı şirketler olarak organize edilmişlerdir. Bunların dışında faaliyet gösteren özellikle de Anadolu'da bulunan aracı kuruluşlar; yetersiz sermaye yapıları, yeterli ve bilgili teknik personellerinin azlığı gibi sorunlarıyla göze çarpmaktadır. Bu tür kuruluşların daha da geliştirilmesi için üzerine görev düşen bütün kurumların sorumluluklarını yerine getirmeleri gerekmektedir. Bu küçük aracı kuruluşların kendi aralarında birleşerek sermaye yapılarını güçlendirmeleri ve aralarında bir sinerji yaratarak Borsa'da daha çok söz sahibi olmalıdırlar.

Menkul Kıymet Borsaları, ülkelerin içinde bulunduğu makro ekonomik yapının yansıması olarak algılanabileceği gibi özellikle kote olmuş şirketlerin mali yapılarını yatırımcılara açması sayesinde içinde buldukları durumu en iyi şekilde anlayabilmemizi sağlar. Şirketlerin mali yapıları ve bu yapıların yıllar içerisinde gösterdiği değişimler ülke ekonomisi hakkında bilgiler verebileceği gibi ileriye dönük projeksiyonlar yapabilmemizi de sağlar. Bu açıdan Borsa'yı ülke ekonomisinin aynası olarak görmemiz bize içinde bulunulan durum ve ileriye yönelik olarak fikirler edinmemizi sağlar. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndan yaptığımız finansal analiz sonucu elde ettiğimiz en önemli bulgu şirketlerin ekonomik krizlerden çok fazla etkilendikleri ve çok büyük oranlarda öz sermaye sıkıntısı çektikleridir. Birkaç şirketin yaşadığı olumsuzluklar bütün sektörü etkilemiş ve sektörel ortalamalardan büyük oranlarda sapılmasına neden olmuştur.

En son ve en önemli görev de tabii ki bu piyasanın düzenlenmesi ve denetlenmesi işlevini yerine getirecek olan Devlet'e düşmektedir. Piyasanın düzenini sağlayan Sermaye Piyasası Kurulu, Takasbank gibi kuruluşların görevlerini daha iyi yerine getirebilmeleri için gerekli yasal düzenlemeler zaman geçirilmeden yapılmalı, özellikle küçük yatırımcıları koruyucu tedbirler bir an önce alınmalıdır. Unutulmamalıdır ki sağlam hukuki zemine oturan bu kurum gelişimini kendi iç dinamikleriyle daha kolay sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

AKDİŞ, Muhammet (1999).Türkiye ve Dünya Ekonomisinde Gelişmeler İleriye Yönelik Beklentiler. Denizli:Denizli Ticaret Odası Dergisi, Yıl:2, Sayı:18,9-11

AKGÜÇ, Ömer (1993).Merkez Bankası ve Finans Sektörü, Merkez Bankası Bilançoları'nın İrdelenmesi. İstanbul: İstanbul Mülkiyeliler Vakfı Yayınları, Eylül-Ekim s:121-140

AKGÜÇ, Öztin (1989).Finansal Yönetim.İstanbul: Avcıol Matbaası 5.Baskı

ARAS Güler (2001): Kobilere Sermaye Piyasası Yoluyla Fon Sağlama Olanakları: Tezgah Üstü Piyasalar ve Risk Sermayesi Finansman Modeli. Nevşehir: 1.Orta Anadolu Kongresi, Nevşehir 2001.

ARAS, Güler, Alövsat Müslümov (2002). Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Kobilere Yeri: Finansman, Ekonomik Sorunları ve Çözüm Önerileri. K.K.T.C: Doğu Akdeniz Üniversitesi, 21.yy'da Kobilere, Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri Sempozyumu

ARDIÇ, Hülya (2004).1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi. Ankara: T.C.M.B Muhasebe Genel Müdürlüğü Yayınları.Aralık XVI

AYPER, Nevzat (1998): Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasalarında Uygulanabilirliği. Ankara: Kosgeb Yayınları.

BAYRAKTAR, Kaya (2002).Osmanlı Bankasının Kuruluşu. Sivas: Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi Cilt:3 Sayı:2

CİVAN Mehmet, H.Ali Ata, Mustafa Uğurlu (2004): Avrupa Birliği Sürecinde Kobilere Sermaye Piyasalarına Entegrasyonu. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:9 Sayı:2 Sayfa:173-194

DÜZAKIN, Hatice Gereklioğlu (1998). Türkiye'de Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arzla İlgili Görüşlerinin Değerlendirmesi. Adana:Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:8 Sayı:1 Kasım 1998:199-212

EREN, Aslan, Bora Süslü (2001).Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi. İstanbul:Yeni Türkiye Dergisi, Eylül-Ekim:662-674

ERKAN Mehmet, Yusuf Topal (2001): Kobilere Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı ve İMKB'deki Kobilere İlgili Ampirik Bir Çalışma. Ankara: Kosgeb Yayınları, Ekim 2001.

ERKUMAY M.Aslı (2000): Kobilerin Sermaye Piyasası Olanaklarından Faydalandırılması. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları. Ekim 2000.

ESEN, Oğuz (1998).Rusya Krizi: Geçmiş Kısa Bir Bakış. İstanbul: İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Ağustos, Sayı:150

GENÇTÜRK Mehmet (2003): Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkisi. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:8 Sayı:2 Sayfa:231-251.

GÜLOĞLU Bülent, Selim Bekçioğlu (2001). İMKB'deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama. Ankara: ODTÜ Uluslar arası İktisat Kongresi

GÜNGÖR, Ali İhsan (2001). Borsalar Arası İşbirliği, Birleşmeler ve Entegrasyon Çalışmaları ve Türk Sermaye Piyasaları. Ankara: Ekim 2001.

GÜNLÜK, Ahmet (1984). Türkiye'de Sermaye Piyasası, Türkiye Ansiklopedisi, Cilt:1 İletişim Yayınları.

İŞERİ, Müge (2005). İMKB'de Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Hareketler 1997-2005 Dönemi. İstanbul: Yaklaşım Dergisi, Sayı:151, Temmuz: 371-385

KARATEPE, Yalçın (2002). Türk Finans Piyasalarının Uluslar Arası Finans Piyasalarına Entegrasyonu. <http://politics.ankara.edu.tr/karatepe/finance/TRFin.pdf> (20/04/2007)

KARLUK, Rıdvan (1996).Türkiye Ekonomisi. İstanbul: Beta Yayınevi.

KARLUK, Rıdvan, Özgür Tonus, Nazım Çatalbaş (1999). Güney Doğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye.İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları, Yayın No.640.

KARSLI, Muharrem (1994). Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler. İstanbul: İrfan Yayımcılık

KAYA, Rıdvan (2002). Finansal Kriz ve Borsa Krizi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

KEPENEK, Yakup, Nurhan Yentürk (2000). Türkiye Ekonomisi. Ankara: Remzi Kitapevi

KEYDER, Nur (2001). Türkiye'de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları. İstanbul: İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Mayıs, Sayı:183

KÜÇÜKÇOLAK M.Ali (1997): Kobilerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

MESTANOĞLU Volkan (2003): İMKB’de Kayıtlı Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansal Sorunlarının Çözümünde Sermaye Piyasasının Rolünün Belirlenmesi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

ORUÇ, Bora (2002).Finansal Sistemlerin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri Türk Sermaye Piyasaları. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi.SPK Yayınları Ekim Sayısı.

PARASIZ, İlker (2001).Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar. Bursa: Ezgi Kitabevi.

PAŞALI, Pınar (2007).Borsalar Tarihi,
(Çevrimiçi) <http://www.ekonomigunlugu.wordpress.com>

SAĞLAM, Dündar (1998).Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli Bir Analizi. İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı:152

SARIASLAN Halil (2000): Kobilere ve Bölgesel Menkul Kıymet Piyasaları. İstanbul: Ekonomik Forum Dergisi. Yıl:7, Sayı:7

SEYİDOĞLU, Halil (2003).Krizlerin Tarihçesi, Krizde Sermaye Giriş-Çıkışlarının Rolü. İstanbul: Doğu Üniversitesi Dergisi, Şubat, Sayı:4

TOPRAK, Metin, Osman Demir (2001).Bankacılık Sektörünün Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerindeki Rolü. Sivas: Cumhuriyet Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:2 Sayı:2

TCMB (1996).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/96turkce/yrapt.pdf>

TCMB (1997).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/97turkce/icindeki.pdf>

TCMB (1998).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/98turkce/raporxyeni.html>

TCMB (1999).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/99turkce/yraporxyeni.html>

TCMB (2000).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/turkce/yraporxyeni.html>

TCMB (2001).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/01turkce/yraporxyeni.html>

TCMB (2002).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/02turkceyraporxyeni.html>

TCMB (2003).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/03turkce/yraporxyeni.html>

TCMB (2004).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/04turkce/yraporxyeni.html>

TCMB (2005).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/05turkce/yraporxyeni.html>

TCMB (2006).Yıllık Rapor,
(Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/reseach/yillik/yillikxyeni.html>

TUNÇSİPER Bedriye, Şakir Sakarya (2005): İMKB İmalat Sanayindeki 500 Büyük Firmanın 1997-2002 Arası Finansal Analizi. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:10, Sayı:1, Sayfa:1-24.

WORLD Federation on Exchanges (2007): (Çevrimiçi)
<http://www.world-exchanges.org/publications/WFE%20Market%20Highlights%202007>

UYGUR, Ercan (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Yayını, Yayın No:2001/1

YAŞAR, Serpil (2006). Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü Türkiye Örneği. Ankara: SPK Yayınları Yayın No:200

YILDIRIM, Oğuz (2003). Türk Bankacılık Sektöründe Yaşanan Finansal Krizler (1980-2002) Nedenleri, Sonuçları ve Ekonomik Etkileri.http://www.geocities.com/ceteris_tr/o_yildirim6.doc (28/03/2007)

YURTSEVER, Cenk (2006). İMKB ve Genç Yatırımcılar. İstanbul: Genç Yatırımcılar Dergisi.Sayı:78, S:25

ZAIMOĞLU Tülay (1995): Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını.

EKLER

EK 1: Dokuma, Giyim ve Deri Sanayi Sektörü 2000-2003 Arası Finansal Analiz Tablosu

	2000			2001			2002			2003		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR
AKAL TEKSTİL	0.54	1.21	0.76	0.49	0.98	0.76	0.49	0.97	0.85	0.43	0.78	0.87
AKIN TEKSTİL	0.58	1.39	0.72	0.61	1.58	0.66	0.63	1.72	0.73	0.49	0.96	0.59
AKSU İPLİK	0.46	0.85	0.61	0.50	0.98	0.76	0.55	1.22	0.63	0.51	0.96	0.75
ALTINYILDIZ	0.76	3.08	0.87	0.87	6.64	0.94	0.74	2.88	0.84	0.74	2.82	0.95
ARAT TEKSTİL	0.97	32.24	0.85	1.51	2.98	0.42	0.82	4.54	0.72	0.97	37.11	0.77
ARSAN TEKSTİL	0.42	0.73	0.87	0.43	0.78	0.80	0.37	0.88	0.67	0.35	0.97	0.43
BERDAN TEKSTİL	0.70	2.39	0.44	1.25	4.84	0.39	1.26	4.80	0.44	1.08	12.35	0.55
BİRLİK MENSUCAT	0.62	1.67	0.59	0.74	2.92	0.60	0.63	1.73	0.45	0.62	1.67	0.59
BİSAŞ TEKSTİL	1.18	6.45	0.88	0.65	1.92	0.57	0.46	0.88	0.91	0.46	0.85	0.87
BOSSA	0.56	1.30	0.83	0.47	0.90	0.79	0.44	0.80	0.82	0.30	0.43	0.71
BOYASAN	2.63	1.61	0.96	4.32	1.30	0.97	4.35	1.29	0.75	0.61	1.57	0.72
CEYLAN GİYİM	0.58	1.41	0.82	0.58	1.52	0.98	0.55	1.25	0.80	0.62	1.64	0.86
CEYTAŞ	0.28	0.39	0.91	0.31	0.46	0.93	0.18	0.22	0.89	0.18	0.21	0.86
DERİMOD	0.54	1.21	0.94	0.62	1.68	0.79	0.58	1.42	0.94	0.46	0.86	0.92
DESA DERİ	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
EDİP İPLİK	0.59	1.46	0.64	0.60	1.54	0.72	0.37	0.61	0.63	0.31	0.45	0.74
ESEM SPOR	0.60	1.51	0.96	1.16	7.08	0.97	1.20	5.95	0.98	1.39	3.51	0.98
GEDİZ İPLİK	0.46	0.86	0.59	0.37	0.61	0.66	0.36	0.56	0.75	0.39	0.65	0.57
İDAŞ	0.55	1.25	0.78	0.84	5.27	0.83	0.76	3.31	0.81	0.50	1.00	0.84
KARSU TEKSTİL	0.51	1.08	0.49	0.64	1.83	0.60	0.53	1.17	0.73	0.53	1.15	0.79
KORDSA	0.50	1.01	0.52	0.57	1.33	0.61	0.47	0.90	0.65	0.32	0.50	0.55
LÜKS KADİFE	0.78	3.69	0.89	0.79	3.85	0.87	0.37	0.59	0.79	0.17	0.21	0.53
MENDERES TEKSTİL	0.57	1.38	0.60	0.62	1.69	0.66	0.22	0.28	0.98	0.38	0.63	0.70
MENSA MENSUCAT	0.77	3.39	0.58	0.87	7.03	0.69	0.79	3.84	0.39	0.74	2.98	0.60

		2002			2001			2002			2003	
METEMTE	0.70	2.38	0.89	0.80	4.15	0.94	0.59	1.46	0.84	0.40	0.68	0.79
OKAN TEK	0.47	0.89	0.93	0.34	0.53	0.95	0.31	0.45	0.98	0.29	0.42	0.98
POLYLEN	0.82	4.74	0.58	1.07	13.94	0.51	0.99	201.96	0.53	0.97	38.80	0.42
SİFAŞ	0.89	8.82	0.57	1.14	7.71	0.44	1.04	25.51	0.36	1.03	27.82	0.40
SÖKTAŞ	0.71	2.47	0.53	0.73	2.80	0.56	0.56	1.30	0.43	0.37	0.60	0.42
SÖNMEZ Fİ	0.29	0.40	0.80	0.17	0.21	0.60	0.22	0.29	0.54	0.23	0.31	0.32
SÖNMEZ PA	0.21	0.26	0.54	0.22	0.28	0.73	0.14	0.17	0.78	0.12	0.14	0.73
TÜMTEKS	4.90	1.25	0.88	8.12	1.14	0.89	5.11	1.24	0.16	1.29	4.41	0.55
UKİ KONF	0.53	1.16	0.65	0.53	1.15	0.70	0.64	1.85	0.72	0.62	1.67	0.81
VAKKO	0.67	2.07	0.60	0.88	7.67	0.77	0.54	1.19	0.59	0.46	0.86	0.71
YATAŞ	0.66	1.95	0.76	0.77	3.40	0.89	0.86	6.19	0.76	0.72	2.64	0.90
YÜNSA TEK	0.67	2.03	0.91	0.63	1.75	0.91	0.48	0.94	0.88	0.41	0.72	0.92
TOPLAM	27.67	99.98	25.74	35.21	104.44	25.86	28.60	284.36	24.72	19.46	153.33	24.69
ORTALAMA	0.79	2.85	0.73	1.00	2.98	0.73	0.81	8.12	0.70	0.55	4.38	0.70

EK 2: Dokuma, Giyim ve Deri Sanayi Sektörü 2004-2006 Arası Finansal Analizi

		2004			2005			2006	
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR
AKAL TEKS	0.27	1.84	0.79	0.34	2.96	0.73	0.42	4.69	0.61
AKIN TEKS	0.37	0.58	0.57	0.40	0.69	0.52	0.38	0.61	0.60
AKSU İPLİK	0.38	0.61	0.77	0.36	0.57	0.75	0.50	0.99	0.88
ALTINYILDIZ	0.61	1.59	0.94	0.55	1.22	0.90	0.64	1.76	0.88
ARAT TEKST	0.67	2.05	0.94	1.01	72.73	0.95	0.88	7.14	0.89
ARSAN TEKS	0.26	0.38	0.59	0.37	0.63	0.65	0.39	0.69	0.76
BERDAN TEK	0.99	523.20	0.42	0.94	18.12	0.47	1.23	5.16	0.52
BİRLİK MEN	0.56	1.43	0.61	0.63	1.94	0.45	0.67	2.30	0.56
BİSAŞ TEKS	0.61	1.59	0.86	0.70	2.36	0.94	0.95	20.44	0.83
BOSSA	0.19	0.24	0.55	0.25	0.33	0.71	0.25	0.33	0.78
BOYASAN	0.46	0.86	0.69	0.43	0.78	0.55	0.91	11.38	0.64
CEYLAN GİY	0.64	1.85	0.82	0.69	2.30	0.93	0.67	2.11	0.72
CEYTAŞ	0.14	0.17	0.84	0.14	0.16	0.90	0.18	0.22	0.85
DERİMOD	0.52	1.10	0.92	0.52	1.08	0.95	0.55	1.25	0.98
DESA DERİ	0.24	0.32	0.90	0.26	0.36	0.97	0.36	0.56	0.97
EDİP İPLİK	0.27	0.37	0.36	0.32	0.48	0.55	0.43	0.76	0.89
ESEM SPOR	0.75	3.12	0.52	0.89	8.14	0.53	0.87	6.74	0.52
GEDİZ İPLİK	0.26	0.38	0.24	0.27	0.38	0.65	0.30	0.46	0.63
İDAŞ	0.47	0.92	0.76	0.38	0.62	0.75	0.53	1.14	0.80
KARSU TEKS	0.37	0.59	0.80	0.38	0.62	0.79	0.37	0.61	0.70
KORDSA	0.25	0.35	0.53	0.22	0.29	0.67	0.42	0.87	0.54
LÜKS KADİF	0.16	0.19	0.66	0.37	0.59	0.09	0.38	0.61	0.24
MENDERES	0.26	0.35	0.75	0.23	0.29	0.72	0.28	0.40	0.84
MENSA MEN	0.77	3.42	0.54	0.90	9.41	0.61	0.63	1.73	0.50
METEMTEKS	0.47	0.91	0.71	0.55	1.22	0.40	0.64	1.85	0.50
OKAN TEKS	0.50	1.01	0.99	0.60	1.54	0.99	0.58	1.41	0.99
POLYLEN	0.76	3.30	0.38	0.83	5.13	0.39	0.97	43.47	0.48
SİFAŞ	0.69	2.24	0.33	0.72	2.67	0.33	0.82	4.67	0.42
SÖKTAŞ	0.33	0.51	0.39	0.32	0.48	0.45	0.37	0.58	0.27
SÖNMEZ FİL	0.16	0.19	0.31	0.10	0.11	0.29	0.15	0.18	0.70
SÖZMEZ PM	0.08	0.09	0.63	0.03	0.03	0.62	0.05	0.05	0.72
TÜMTEKS	1.10	9.80	0.54	1.39	3.56	0.50	3.09	1.47	0.58
UKİ KONFEK	0.69	2.29	0.83	0.66	1.95	0.90	0.93	14.70	0.38
VAKKO	0.41	0.70	0.74	0.38	0.61	0.66	0.40	0.69	0.56
YATAŞ	0.61	1.61	0.92	0.65	1.86	0.82	0.62	1.64	0.79
YÜNSA	0.41	0.71	0.93	0.45	0.83	0.93	0.48	0.93	0.94
TOPLAM	16.68	570.86	24.07	18.23	147.04	24.01	22.29	144.59	24.46
ORTALAMA	0.46	15.86	0.67	0.51	4.08	0.66	0.61	4.01	0.67

EK 3: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım Yayın Sanayi 2000-2003 Arası Finansal Analiz Tablosu

ŞİRKETLER	KLD	2000			2001			2002			2003		
		BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
ALKİM KAĞIT	0.19	0.24	0.67	0.35	0.54	0.56	0.32	0.48	0.73	0.24	0.31	0.76	
BAK AMBALAJ	0.56	1.32	0.94	0.59	1.46	0.95	0.62	1.66	0.74	0.50	1.01	0.93	
DENTAŞ	0.09	0.10	0.81	0.12	0.14	0.73	0.36	0.58	0.26	0.35	0.54	0.27	
DOĞAN BURDA	0.47	0.91	0.91	0.38	0.61	0.83	0.31	0.45	0.81	0.24	0.33	0.83	
DOĞAN GAZETE	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	
DURAN DOĞAN	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	
HÜRRİYET	0.16	0.26	0.93	0.51	1.06	0.43	0.39	0.66	0.39	0.27	0.38	0.52	
IŞIKLAR	0.92	12.12	0.68	1.66	2.50	0.67	3.49	1.40	0.29	2.03	1.96	0.39	
İPEK MATBAA	0.39	0.65	0.98	0.56	1.27	0.98	0.29	0.41	0.94	0.24	0.33	0.91	
KAPLAMİN	0.48	0.93	0.62	0.61	1.60	0.73	0.57	1.33	0.83	0.29	0.42	0.82	
KARTONSAN	0.20	0.26	0.78	0.22	0.29	0.78	0.19	0.24	0.82	0.14	0.17	0.77	
KOZA DAVETİYE	----	-----	-----	-----	-----	-----	0.76	3.16	0.99	0.27	0.38	0.99	
OLMUKSA	0.31	0.47	0.75	0.25	0.34	0.76	0.25	0.34	0.79	0.12	0.13	0.64	
SABAH YAYIN	0.66	2.01	0.92	2.13	1.88	0.90	2.88	1.53	0.93	17.52	1.06	0.98	
TİRE KUTSAN	0.22	0.28	0.61	0.28	0.39	0.49	0.42	0.74	0.43	0.37	0.59	0.45	
VİKİNG KAĞIT	0.95	23.35	0.62	0.96	28.60	0.39	0.82	4.61	0.40	0.78	3.63	0.61	
TOPLAM	5.60	42.90	10.22	8.62	40.68	9.20	11.67	17.59	9.35	23.36	11.24	9.87	
ORTALAMA	0.43	3.30	0.79	0.66	3.13	0.71	0.83	1.26	0.67	1.67	0.80	0.71	

EK 4: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım Yayın Sanayi 2004-2006 Arası Finansal Analiz Tablosu

		2004			2005			2006		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
ALKİM KAĞ	0.18	0.22	0.77	0.25	0.33	0.76	0.26	0.36	0.72	
BAK AMBA	0.28	0.38	0.88	0.34	0.53	0.71	0.32	0.48	0.76	
DENTAŞ	0.33	0.49	0.23	0.29	0.40	0.27	0.34	0.52	0.38	
DOĞAN BUR	0.24	0.33	0.85	0.29	0.42	0.90	0.27	0.38	0.90	
DOĞAN GAZ	0.24	0.32	0.78	0.21	0.27	0.82	0.21	0.28	0.81	
DURAN DĞ	-----	-----	-----	0.82	4.65	0.83	0.77	3.44	0.83	
HÜRRİYET	0.28	0.40	0.41	0.28	0.39	0.60	0.27	0.37	0.39	
IŞIKLAR	0.83	16.16	0.87	0.95	114.68	0.90	0.90	18.76	0.93	
İPEK MATB	0.48	1.36	0.95	0.38	1.35	0.76	0.26	0.92	0.85	
KAPLAMİN	0.22	0.28	0.85	0.23	0.30	0.72	0.26	0.35	0.81	
KARTONSAN	0.08	0.09	0.71	0.11	0.12	0.67	0.10	0.11	0.73	
KOZA DAVE	0.64	2.12	0.98	0.43	1.31	0.75	0.26	0.58	0.85	
OLMUKSA	0.12	0.14	0.65	0.15	0.18	0.66	0.14	0.17	0.72	
SABAH YAYI	18.49	1.05	0.99	22.51	1.04	0.99	27.73	1.03	0.99	
TİRE KUTSA	0.33	0.50	0.54	0.36	0.58	0.61	0.54	1.17	0.59	
VİKİNG KAĞ	0.66	2.00	0.71	0.65	1.90	0.82	0.76	3.30	0.35	
TOPLAM	23.40	25.84	11.17	28.25	128.45	11.77	33.39	32.22	11.61	
ORTALAMA	1.56	1.72	0.74	1.77	8.03	0.74	2.09	2.01	0.73	

EK 5: Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sanayi Sektörü 2000-2003 Arası Finansal Analiz Tablosu

ŞİRKETLER	KLD	2000			2001			2002			2003		
		BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
ADVANSANSA	0.54	1.18	0.88	0.60	1.52	0.89	0.46	0.87	0.84	0.46	0.51	0.74	
AKSA	0.41	0.70	0.89	0.43	0.77	0.91	0.42	0.74	0.92	0.28	0.40	0.86	
ALKİM KİMYA	0.12	0.13	0.71	0.18	0.22	0.83	0.19	0.23	0.77	0.13	0.14	0.76	
AYGAZ	0.51	1.04	0.80	0.38	0.61	0.73	0.55	1.24	0.81	0.35	0.55	0.70	
BAĞFAŞ	0.51	1.05	0.82	0.59	1.49	0.95	0.48	0.95	0.93	0.47	0.89	0.90	
BRİSA	0.31	0.45	0.79	0.32	0.49	0.81	0.28	0.40	0.80	0.18	0.22	0.64	
ÇBS BOYA	1.46	3.14	0.48	3.14	1.46	0.65	3.47	1.40	0.87	3.72	1.36	0.98	
ÇBS PRINTAŞ	0.85	5.73	0.67	1.02	40.87	0.73	1.10	10.13	0.89	0.98	90.94	0.97	
DEVA HOLDİNG	0.68	2.14	0.90	0.90	9.12	0.90	0.81	4.35	0.66	0.71	2.48	0.77	
DYO BOYA	-----	-----	-----	-----	-----	-----	1.10	10.85	0.73	0.71	2.45	0.74	
EGE GÜBRE	0.69	2.23	0.87	0.84	5.35	0.96	0.81	4.36	0.96	0.75	3.09	0.96	
EGE PROFİL	0.71	2.48	0.93	1.01	82.44	0.95	0.86	6.40	0.86	0.58	1.39	0.79	
EGE PLASTİK	0.82	4.87	0.72	1.05	19.20	0.70	1.07	14.08	0.27	0.96	29.16	0.34	
ECZACI İLAÇ	0.53	1.17	0.82	0.72	2.60	0.93	0.61	1.62	0.90	0.34	0.53	0.93	
GOOD YEAR	0.79	3.89	0.71	0.87	7.20	0.72	0.71	2.51	0.85	0.61	1.59	0.81	
GÜBRE FAB	0.72	2.64	0.81	0.75	3.11	0.84	0.65	1.86	0.83	0.60	1.54	0.82	
HEKTAŞ	0.26	0.36	0.81	0.37	0.58	0.74	0.37	0.60	0.89	0.27	0.36	0.87	
MARSHA	0.41	0.69	0.86	0.31	0.45	0.75	0.31	0.46	0.77	0.22	0.28	0.82	
MEGES BOYA	0.95	19.71	0.63	1.22	5.45	0.41	1.01	68.85	0.95	1.11	9.53	0.95	
PETKİM	0.30	0.44	0.70	0.25	0.34	0.68	0.29	0.41	0.72	0.24	0.33	0.61	
PETROL OFİSİ	0.55	1.26	0.86	0.53	1.15	0.96	0.74	2.92	0.73	0.59	1.49	0.52	
PİMAŞ	0.79	3.99	0.92	1.15	7.45	0.92	0.82	4.56	0.82	0.67	2.12	0.87	
SODA SANAYİ	0.40	0.69	0.66	0.40	0.68	0.66	0.46	0.87	0.78	0.28	0.39	0.52	
TURCAS PETROL	0.89	8.47	0.50	1.27	4.68	0.99	1.07	14.93	0.51	0.44	0.81	0.71	
TÜPRAŞ	0.61	1.59	0.80	0.66	1.98	0.71	0.62	1.68	0.79	0.51	1.07	0.79	
TOPLAM	14.81	70.04	18.54	18.96	199.21	19.32	19.26	157.27	19.85	16.16	153.62	19.37	
ORTALAMA	0.61	2.91	0.77	0.79	8.30	0.80	0.77	6.29	0.79	0.64	6.14	0.77	

EK 6: Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik San. Sektörü 2004-2006 Arası Finansal

		2004			2005			2006		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
ADVANSANSA	0.40	0.68	0.77	0.47	0.88	0.67	0.33	0.51	0.90	
AKSA	0.22	0.56	0.79	0.25	0.59	0.65	0.34	0.84	0.68	
ALKİM KİM	0.18	0.27	0.77	0.21	0.31	0.75	0.23	0.34	0.73	
AYGAZ	0.37	0.62	0.63	0.40	0.68	0.69	0.44	0.81	0.43	
BAĞFAŞ	0.58	1.39	0.59	0.46	0.88	0.67	0.45	0.82	0.70	
BRİSA	0.14	0.17	0.66	0.14	0.17	0.70	0.23	0.31	0.87	
ÇBS BOYA	2.42	1.70	0.59	2.03	1.96	0.63	2.14	1.87	0.74	
ÇBS PRINTA	0.45	1.27	0.71	0.43	1.03	0.77	0.54	1.65	0.84	
DEVA HOLD	0.59	1.44	0.69	0.58	1.38	0.72	0.34	0.53	0.72	
DYO BOYA	0.78	3.66	0.73	0.81	4.32	0.75	0.85	5.87	0.32	
EGE GÜBRE	0.34	0.53	0.96	0.29	0.42	0.96	0.26	0.35	0.96	
EGE PROFİL	0.68	2.21	0.64	0.58	1.43	0.82	0.60	1.50	0.81	

EGE PLASTİ	0.88	11.91	0.27	0.96	122.72	0.22	1.08	10.59	0.24
ECZACI İLA	0.37	0.60	0.83	0.27	0.38	0.93	0.29	0.42	0.69
GOOD YEAR	0.36	0.62	0.92	0.47	0.91	0.74	0.42	0.75	0.76
GÜBRE FAB	0.69	2.31	0.91	0.64	1.80	0.92	0.66	1.97	0.94
HEKTAŞ	0.24	0.31	0.84	0.26	0.35	0.90	0.20	0.25	0.80
MARSHALL	0.25	0.33	0.84	0.23	0.30	0.82	0.28	0.39	0.86
MEGES BOY	1.11	9.53	0.98	0.80	4.23	0.98	0.89	8.26	0.97
PETKİM	0.15	0.17	0.57	0.22	0.28	0.67	0.20	0.26	0.66
PETROL OFİ	0.53	1.17	0.64	0.53	1.15	0.62	0.61	1.57	0.60
PİMAŞ	0.72	2.60	0.91	0.64	1.83	0.90	0.63	1.72	0.90
SODA SAN	0.23	0.30	0.43	0.26	0.35	0.52	0.29	0.43	0.53
TURCAS PE	0.38	0.61	0.91	0.23	0.30	0.94	0.02	0.02	0.68
TÜPRAŞ	0.40	0.68	0.80	0.42	0.75	0.73	0.50	1.01	0.78
TOPLAM	13.46	45.64	18.38	12.58	149.40	18.67	12.82	43.04	18.11
ORTALAMA	0.54	1.83	0.74	0.50	5.98	0.75	0.51	1.72	0.72

EK 7: Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü 2000-2003 Arası Finansal Analiz Tablosu

ŞİRKETLER	2000			2001			2002			2003		
	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR
ADANA ÇİMENTO	0.30	0.44	0.55	0.29	0.42	0.69	0.23	0.30	0.79	0.13	0.16	0.83
AFYON ÇİMENTO	0.54	1.19	0.59	0.61	1.58	0.43	0.53	1.12	0.61	0.43	0.75	0.58
AKÇANSA	0.27	0.37	0.83	0.25	0.33	0.79	0.18	0.23	0.82	0.15	0.17	0.42
ANADOLU CAM	0.40	0.68	0.70	0.43	0.76	0.50	0.38	0.61	0.65	0.30	0.46	0.51
BATI ÇİMENTO	0.28	0.38	0.84	0.30	0.44	0.87	0.26	0.35	0.87	0.23	0.30	0.85
BATI SÖKE ÇİMENTO	0.08	0.09	0.76	0.11	0.12	0.80	0.13	0.15	0.84	0.12	0.14	0.83
BOLU ÇİMENTO	0.25	0.34	0.72	0.33	0.50	0.83	0.28	0.39	0.85	0.23	0.30	0.84
BURSA ÇİMENTO	0.34	0.53	0.84	0.33	0.49	0.82	0.28	0.40	0.81	0.25	0.34	0.80
ÇİMBETON	0.58	1.41	0.87	0.56	1.29	0.86	0.36	0.57	0.84	0.29	0.40	0.75
ÇİMENTAŞ	0.46	0.85	0.74	0.52	1.09	0.85	0.22	0.29	0.81	0.18	0.22	0.48
ÇİMSA	0.29	0.41	0.57	0.28	0.40	0.76	0.20	0.25	0.89	0.12	0.13	0.48
DENİZLİ CAM	0.63	1.76	0.64	0.66	2.01	0.62	0.54	1.21	0.60	0.28	0.39	0.53
DOĞUSAN	0.98	71.01	0.84	1.26	4.76	0.87	0.70	2.44	0.87	0.61	1.58	0.55
ECZACI YAPI	0.53	1.14	0.63	0.54	1.19	0.64	0.49	0.96	0.51	0.38	0.63	0.60
EGE SERAMİK	0.73	2.70	0.81	0.99	202.52	0.90	1.02	35.26	0.58	0.83	5.00	0.69
GÖLTAŞ ÇİMENTO	0.30	0.44	0.63	0.30	0.43	0.66	0.30	0.43	0.91	0.21	0.26	0.88
HAZNEDAR TUĞLA	0.60	1.50	0.92	0.70	2.38	0.96	0.57	1.37	0.62	0.67	2.05	0.97
İZOCAM	0.39	0.64	0.78	0.47	0.91	0.68	0.49	0.97	0.49	0.29	0.42	0.41
KONYA ÇİMENTO	0.34	0.53	0.87	0.24	0.32	0.80	0.17	0.21	0.80	0.13	0.16	0.80
KÜTAHYA PORSELEN	0.62	1.65	0.69	0.47	0.91	0.66	0.37	0.60	0.80	0.27	0.38	0.81
LAFARGE ASLAN	0.56	1.28	0.74	0.75	3.08	0.43	0.67	2.07	0.92	0.53	1.14	0.57
MARDİN ÇİMENTO	0.24	0.31	0.84	0.24	0.32	0.87	0.15	0.18	0.72	0.17	0.21	0.80
NUH ÇİMENTO	0.30	0.40	0.73	0.32	0.47	0.64	0.28	0.39	0.64	0.23	0.30	0.53
TRAKYA CAM	0.34	0.53	0.54	0.36	0.58	0.60	0.43	0.75	0.77	0.30	0.43	0.41
UŞAK SERAMİK	0.60	1.53	0.67	0.61	1.61	0.78	0.60	1.50	0.81	0.63	1.73	0.79
ÜNYE ÇİMENTO	0.51	1.07	0.27	0.56	1.31	0.24	0.58	1.40	0.22	0.51	1.08	0.27
TOPLAM	11.46	93.18	18.61	12.48	230.22	18.55	10.41	54.40	19.04	8.47	19.13	16.98
ORTALAMA	0.44	3.58	0.71	0.48	8.85	0.71	0.40	2.09	0.73	0.32	0.73	0.65

EK 8: Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü 2000-2003 Arası Finansal Analiz Tablosu

ŞİRKETLER	2000			2001			2002			2003		
	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR
ADANA ÇİMENTO	0.30	0.44	0.55	0.29	0.42	0.69	0.23	0.30	0.79	0.13	0.16	0.83
AFYON ÇİMENTO	0.54	1.19	0.59	0.61	1.58	0.43	0.53	1.12	0.61	0.43	0.75	0.58
AKÇANSA	0.27	0.37	0.83	0.25	0.33	0.79	0.18	0.23	0.82	0.15	0.17	0.42
ANADOLU CAM	0.40	0.68	0.70	0.43	0.76	0.50	0.38	0.61	0.65	0.30	0.46	0.51
BATI ÇİMENTO	0.28	0.38	0.84	0.30	0.44	0.87	0.26	0.35	0.87	0.23	0.30	0.85
BATI SÖKE ÇİMENTO	0.08	0.09	0.76	0.11	0.12	0.80	0.13	0.15	0.84	0.12	0.14	0.83
BOLU ÇİMENTO	0.25	0.34	0.72	0.33	0.50	0.83	0.28	0.39	0.85	0.23	0.30	0.84
BURSA ÇİMENTO	0.34	0.53	0.84	0.33	0.49	0.82	0.28	0.40	0.81	0.25	0.34	0.80
ÇİMBETON	0.58	1.41	0.87	0.56	1.29	0.86	0.36	0.57	0.84	0.29	0.40	0.75
ÇİMENTAŞ	0.46	0.85	0.74	0.52	1.09	0.85	0.22	0.29	0.81	0.18	0.22	0.48
ÇİMSA	0.29	0.41	0.57	0.28	0.40	0.76	0.20	0.25	0.89	0.12	0.13	0.48
DENİZLİ CAM	0.63	1.76	0.64	0.66	2.01	0.62	0.54	1.21	0.60	0.28	0.39	0.53
DOĞUSAN	0.98	71.01	0.84	1.26	4.76	0.87	0.70	2.44	0.87	0.61	1.58	0.55
ECZACI YAPI	0.53	1.14	0.63	0.54	1.19	0.64	0.49	0.96	0.51	0.38	0.63	0.60
EGE SERAMİK	0.73	2.70	0.81	0.99	202.52	0.90	1.02	35.26	0.58	0.83	5.00	0.69
GÖLTAŞ ÇİMENTO	0.30	0.44	0.63	0.30	0.43	0.66	0.30	0.43	0.91	0.21	0.26	0.88
HAZNEDAR TUĞLA	0.60	1.50	0.92	0.70	2.38	0.96	0.57	1.37	0.62	0.67	2.05	0.97
İZOCAM	0.39	0.64	0.78	0.47	0.91	0.68	0.49	0.97	0.49	0.29	0.42	0.41
KONYA ÇİMENTO	0.34	0.53	0.87	0.24	0.32	0.80	0.17	0.21	0.80	0.13	0.16	0.80
KÜTAHYA PORSELEN	0.62	1.65	0.69	0.47	0.91	0.66	0.37	0.60	0.80	0.27	0.38	0.81
LAFARGE ASLAN	0.56	1.28	0.74	0.75	3.08	0.43	0.67	2.07	0.92	0.53	1.14	0.57
MARDİN ÇİMENTO	0.24	0.31	0.84	0.24	0.32	0.87	0.15	0.18	0.72	0.17	0.21	0.80
NUH ÇİMENTO	0.30	0.40	0.73	0.32	0.47	0.64	0.28	0.39	0.64	0.23	0.30	0.53
TRAKYA CAM	0.34	0.53	0.54	0.36	0.58	0.60	0.43	0.75	0.77	0.30	0.43	0.41
UŞAK SERAMİK	0.60	1.53	0.67	0.61	1.61	0.78	0.60	1.50	0.81	0.63	1.73	0.79
ÜNYE ÇİMENTO	0.51	1.07	0.27	0.56	1.31	0.24	0.58	1.40	0.22	0.51	1.08	0.27
TOPLAM	11.46	93.18	18.61	12.48	230.22	18.55	10.41	54.40	19.04	8.47	19.13	16.98
ORTALAMA	0.44	3.58	0.71	0.48	8.85	0.71	0.40	2.09	0.73	0.32	0.73	0.65

EK 9: Metal Ana Sanayi Sektörü 2000-2003 Arası Finansal Analiz Tablosu

		2000			2001			2002			2003		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
BORUSAN	0.61	1.56	0.84	0.60	1.50	0.84	0.59	1.43	0.87	0.41	0.71	0.79	
BURÇELİK	0.75	3.03	0.50	0.74	2.99	0.55	0.81	4.47	0.66	0.84	5.32	0.74	
BURÇE VANA	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	
DÖKTAŞ	0.58	1.39	0.70	0.63	1.71	0.79	0.57	1.37	0.85	0.36	0.56	0.93	
ÇELİK HALAT	0.71	2.55	0.86	0.73	2.83	0.65	0.65	1.90	0.84	0.45	0.82	0.79	
ÇEMTAŞ	0.24	0.31	0.71	0.20	0.26	0.67	0.19	0.24	0.70	0.18	0.22	0.74	
DEMİSAŞ	0.74	2.91	0.79	0.82	4.57	0.84	0.74	2.90	0.91	0.63	0.58	0.92	
ERBOSAN	0.71	2.55	0.98	0.51	1.04	0.95	0.54	1.17	0.96	0.44	0.80	0.93	
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	0.44	0.80	0.41	0.53	1.16	0.52	0.47	0.90	0.48	0.34	0.53	0.55	
FENİŞ ALİMİNYUM	0.79	3.80	0.90	0.85	5.97	0.95	0.84	5.63	0.96	0.84	5.29	0.33	
İZMİR DEMİR ÇELİK	0.28	0.39	0.59	0.44	0.80	0.70	0.44	0.80	0.78	0.43	0.78	0.81	
KARDEMİR	0.82	4.72	0.86	1.25	4.86	0.83	1.35	3.82	0.87	0.87	6.85	0.47	
SARKUYSAN	0.49	0.96	0.91	0.54	1.21	0.94	0.47	0.91	0.86	0.41	0.71	0.84	
TOPLAM	7.16	24.97	9.05	7.84	28.90	9.23	7.66	25.54	9.74	6.20	23.17	8.84	
ORTALAMA	0.60	2.08	0.75	0.65	2.41	0.77	0.64	2.13	0.81	0.52	1.93	0.74	

EK 10: Metal Ana Sanayi Sektörü 2004-2006 Arası Finansal Analiz Tablosu

		2004			2005			2006		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
BORUSAN	0.38	0.62	0.88	0.41	0.71	0.85	0.49	0.98	0.79	
BURÇELİK	0.55	1.89	0.78	0.55	1.79	0.76	0.59	2.18	0.74	
BURÇE VAN	0.34	0.52	0.93	0.40	0.68	0.93	0.44	0.80	0.82	
DÖKTAŞ	0.40	0.67	0.93	0.37	0.59	0.92	0.35	0.55	0.90	
ÇELİK HALA	0.43	0.77	0.85	0.41	0.71	0.89	0.41	0.71	0.73	
ÇEMTAŞ	0.17	0.21	0.83	0.16	0.19	0.80	0.09	0.10	0.77	
DEMİSAŞ	0.47	0.90	0.91	0.38	0.63	0.91	0.41	0.72	0.92	
ERBOSAN	0.55	1.26	0.97	0.59	1.47	0.94	0.55	1.22	0.93	
EREĞLİ	0.27	0.39	0.76	0.31	0.47	0.58	0.36	0.58	0.45	
FENİŞ ALİMİ	0.71	2.51	0.25	0.68	2.19	0.44	0.66	1.96	0.40	
İZMİR DEMİ	0.35	0.54	0.76	0.35	0.53	0.85	0.33	0.49	0.90	
KARDEMİR	0.48	0.93	0.33	0.38	0.62	0.27	0.43	0.77	0.45	
SARKUYSAN	0.42	0.73	0.90	0.52	1.12	0.90	0.61	1.57	0.96	
TOPLAM	5.52	11.94	10.08	5.51	11.70	10.04	5.72	12.63	9.76	
ORTALAMA	0.42	0.92	0.78	0.42	0.90	0.77	0.44	0.97	0.75	

EK 11: Gıda, İçki, Tütün Sanayi Sektörü 2000-2003 Arası Finansal Analiz Tablosu

ŞİRKETLER	KLD	2000			2001			2002			2003	
		BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR
ALTINYAĞ	0.66	1.96	0.51	0.86	6.28	0.82	2.26	1.79	0.94	1.78	2.28	0.33
ANAD EFES	0.52	1.09	0.58	0.68	2.13	0.88	0.55	1.26	0.84	0.32	0.57	0.65
BANVİT	0.57	1.33	0.52	0.81	4.46	0.44	0.64	1.81	0.57	0.65	0.69	0.64
COCA COLA	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
DARDANEL	1.86	2.15	0.72	5.25	1.23	0.67	5.04	1.24	0.71	3.78	1.35	0.20
ERSU GIDA	0.61	1.60	0.96	0.71	2.49	0.98	0.36	0.56	0.90	0.59	1.44	0.98
FRIGO PAK	0.72	2.60	0.98	0.78	3.57	0.66	0.79	3.85	0.43	0.79	3.81	0.36
KENT GIDA	0.72	2.61	0.82	0.94	16.92	0.89	0.78	3.55	0.91	0.31	0.45	0.84
KEREVİTAŞ	0.95	19.29	0.85	1.72	2.39	0.90	1.98	2.02	0.99	1.88	2.13	0.21
KONFRUT	0.51	1.02	0.79	0.66	1.98	0.70	0.56	1.28	0.71	0.52	1.07	0.79
KRİSTAL	0.41	0.69	0.90	0.30	0.43	0.79	0.14	0.17	0.94	0.06	0.07	0.91
LİO YAĞ	0.54	1.16	0.91	0.63	1.67	0.89	0.46	0.92	0.91	0.53	1.12	0.90
MERKO	0.64	1.76	0.76	0.84	5.25	0.87	0.74	2.88	0.81	0.64	1.79	0.95
MERT GIDA	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
PENGUEN	0.73	2.70	0.87	0.94	16.06	0.83	0.91	11.04	0.82	1.03	31.73	0.82
PINAR ET	0.61	1.57	0.56	0.77	3.54	0.52	0.72	2.60	0.58	0.47	0.90	0.53
PINAR SU	0.60	1.54	0.73	0.74	2.92	0.62	0.63	1.76	0.58	0.48	0.95	0.66
PINAR SÜT	0.70	2.39	0.90	0.72	2.69	0.58	0.70	2.37	0.64	0.41	0.70	0.51
SELÇUK	0.47	0.89	0.96	0.61	1.62	0.97	0.56	1.29	0.97	0.46	0.85	0.61
ŞEKER	0.62	1.66	0.78	0.88	7.45	0.79	0.67	2.08	0.80	0.64	1.81	0.54
TAT	0.47	0.89	0.87	0.48	0.95	0.87	0.46	0.86	0.87	0.53	1.16	0.94
TUBORG	0.58	1.42	0.73	0.92	12.02	0.93	0.79	3.78	0.83	0.45	0.82	0.95
TUKAŞ	0.69	2.24	0.82	0.76	3.28	0.78	0.83	5.15	0.69	0.82	4.72	0.86
ÜLKER	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	0.40	0.66	0.85
VANET	0.44	0.81	0.82	0.14	0.17	0.65	0.32	0.48	0.88	0.29	0.41	0.91
TOPLAM	14.62	53.37	17.34	21.14	99.50	17.33	20.89	49.74	17.32	17.83	61.48	15.94
ORTALAMA	0.66	2.42	0.78	0.96	4.52	0.78	0.94	2.26	0.78	0.77	2.67	0.69

EK 12: Gıda, İçki, Tütün Sanayi Sektörü 2004-2006 Arası Finansal Analiz Tablosu

ŞİRKETLER	KLD	2004		KLD	2005		KLD	2006	
		BOR/ÖZ	BOR		BOR/ÖZ	BOR		BOR/ÖZ	BOR
ALTINYAĞ	3.82	1.36	0.55	0.70	2.37	0.51	0.62	1.64	0.61
ANAD EFES	0.25	0.42	0.61	0.42	0.83	0.73	0.49	1.16	0.46
BANVİT	0.52	1.08	0.66	0.55	1.26	0.72	0.53	1.16	0.86
COCA COLA	-----	-----	-----	-----	-----	-----	0.40	0.69	0.65
DARDANEL	3.78	1.35	0.26	3.69	1.35	0.29	3.81	1.36	0.36
ERSU GIDA	0.28	0.39	0.97	0.30	0.45	0.94	0.27	0.37	0.95
FRIGO PAK	0.84	5.30	0.38	0.62	1.66	0.59	0.65	1.84	0.56
KENT GIDA	0.33	0.49	0.79	0.30	0.44	0.83	0.35	0.53	0.89
KEREVİTAŞ	1.55	2.81	0.26	1.20	6.03	0.27	1.30	4.37	0.30
KONFRUT	0.50	1.00	0.74	0.68	2.10	0.98	0.70	2.35	0.99
KRİSTAL	0.04	0.05	0.83	0.10	0.12	0.93	0.08	0.08	0.90
LİO YAĞ	0.55	1.24	0.92	0.67	2.04	0.81	0.71	2.45	0.38
MERKO	0.70	2.84	0.94	0.78	3.53	0.30	0.79	3.76	0.31
MERT GIDA	-----	-----	-----	0.37	0.60	0.39	0.48	0.95	0.49
PENGUEN	0.86	6.53	0.84	0.55	1.26	0.86	0.72	2.65	0.96
PINAR ET	0.41	0.71	0.65	0.41	0.70	0.62	0.24	0.31	0.47
PINAR SU	0.45	0.82	0.43	0.39	0.65	0.60	0.20	0.26	0.83
PINAR SÜT	0.44	0.80	0.56	0.38	0.63	0.60	0.31	0.45	0.57
SELÇUK	0.46	0.87	0.67	0.44	0.80	0.77	0.36	0.58	0.78
ŞEKER PİLİÇ	0.70	2.40	0.58	0.65	1.91	0.62	0.71	2.49	0.66
TAT	0.68	2.16	0.95	0.71	2.52	0.79	0.78	3.56	0.73
TUBORG	0.47	0.91	0.94	0.71	2.45	0.96	1.00	206.12	0.98
TUKAŞ	0.58	1.41	0.58	0.47	0.91	0.90	0.66	2.02	0.75
ÜLKER	0.51	1.13	0.88	0.51	1.12	0.93	0.43	0.82	0.74
VANET	0.29	0.41	0.93	0.16	0.19	0.84	0.22	0.28	0.89
TOPLAM	19.01	36.48	15.92	15.76	35.92	16.78	16.81	242.25	17.07
ORTALAMA	0.82	1.58	0.69	0.65	1.49	0.69	0.67	9.69	0.68

EK 13: Metal Eşya ve Makine Sanayi Sektörü 2000-2003 Arası Finansal Analiz Tablosu

		2000			2001			2002			2003		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
ABANA ELK	0.45	0.81	0.99	0.12	0.14	0.96	0.11	0.12	1.00	0.01	0.01	0.83	
ALARKO CA	0.44	0.80	0.77	0.43	0.77	0.89	0.35	0.55	0.87	0.31	0.45	0.85	
AND ISUZU	0.50	1.03	0.90	0.62	1.67	0.86	0.53	1.14	0.85	0.33	0.51	0.74	
ARÇELİK	0.54	1.19	0.81	0.60	1.49	0.59	0.57	1.35	0.66	0.52	1.09	0.73	
BEKO	0.76	3.18	0.84	0.77	3.54	0.85	0.80	4.14	0.66	0.70	2.37	0.78	
BOSCH FRE	0.30	0.44	0.67	0.36	0.56	0.67	0.45	0.82	0.76	0.38	0.62	0.27	
BSH PROFİL	0.80	4.23	0.65	0.88	7.30	0.58	0.80	4.05	0.52	0.71	2.54	0.65	
DİTAŞ DOĞ	0.60	1.54	0.59	0.59	1.45	0.43	0.54	1.21	0.56	0.38	0.62	0.68	
EGE ENDÜS	0.44	0.80	0.74	0.31	0.46	0.76	0.27	0.38	0.65	0.36	0.58	0.74	
EMEK ELK	0.93	15.60	0.94	1.21	5.59	0.96	1.12	8.82	0.93	1.42	3.34	0.92	
EMİNİŞ AM	0.48	0.93	0.73	0.75	3.10	0.68	0.59	1.49	0.42	0.41	0.70	0.42	
FM İZMİT	0.50	1.03	0.57	0.46	0.86	0.58	0.36	0.58	0.82	0.28	0.39	0.90	
FORD OTO	0.62	1.68	0.48	0.82	4.58	0.49	0.91	11.39	0.62	0.47	0.91	0.57	
GERSAN EL	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	0.17	0.21	0.95	
İHLAS EV	0.73	2.80	0.97	0.84	5.62	0.98	0.82	4.59	0.99	0.51	1.05	0.34	
KARSAN OT	0.51	1.05	0.78	0.63	1.70	0.80	0.48	0.94	0.43	0.36	0.58	0.69	
KLİMASAN	0.37	0.58	0.88	0.59	1.45	0.96	0.60	1.50	0.98	0.52	1.11	0.96	
MAKİNA TK	0.52	1.08	0.78	0.66	2.01	0.83	0.77	3.38	0.81	0.75	3.13	0.39	
MUTLU AK	0.59	1.44	0.62	0.60	1.54	0.54	0.50	1.03	0.53	0.50	1.03	0.59	
OTOKAR	0.62	1.64	0.94	0.69	2.30	0.95	0.67	2.08	0.93	0.53	1.16	0.94	
PARSAN	0.51	1.05	0.89	0.67	2.04	0.45	0.77	3.49	0.52	0.65	1.88	0.43	
SİLVERLINE	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	
DEMİRDÖK	0.72	2.69	0.65	0.76	3.18	0.92	0.66	1.97	0.84	0.59	1.51	0.78	
TOFAŞ OTO	0.92	11.62	0.99	0.72	2.65	0.62	0.68	2.12	0.64	0.54	1.18	0.70	

		2002			2001			2002			2003	
PRYSMIAN	0.61	1.56	0.90	0.65	1.90	0.91	0.56	1.30	0.89	0.47	0.90	0.89
TÜRK TRAK	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
UZEL MAKİ	0.66	1.95	0.56	0.87	6.90	0.61	0.93	14.23	0.75	0.59	1.49	0.75
VESTEL BE	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
VESTEL	0.61	1.61	0.98	0.70	2.43	0.89	0.76	3.25	0.57	0.72	2.59	0.58
TOPLAM	14.73	62.33	19.62	16.30	65.23	18.76	15.60	75.92	18.20	13.18	31.95	18.07
ORTALAMA	0.58	2.49	0.78	0.65	2.60	0.75	0.62	3.03	0.72	0.50	1.22	0.69

EK 14: Metal Eşya ve Makine Sanayi Sektörü 2000-2003 Arası Finansal Analiz Tablosu

		2000			2001			2002			2003		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
ABANA ELK	0.45	0.81	0.99	0.12	0.14	0.96	0.11	0.12	1.00	0.01	0.01	0.83	
ALARKO CA	0.44	0.80	0.77	0.43	0.77	0.89	0.35	0.55	0.87	0.31	0.45	0.85	
AND ISUZU	0.50	1.03	0.90	0.62	1.67	0.86	0.53	1.14	0.85	0.33	0.51	0.74	
ARÇELİK	0.54	1.19	0.81	0.60	1.49	0.59	0.57	1.35	0.66	0.52	1.09	0.73	
BEKO	0.76	3.18	0.84	0.77	3.54	0.85	0.80	4.14	0.66	0.70	2.37	0.78	
BOSCH FRE	0.30	0.44	0.67	0.36	0.56	0.67	0.45	0.82	0.76	0.38	0.62	0.27	
BSH PROFİL	0.80	4.23	0.65	0.88	7.30	0.58	0.80	4.05	0.52	0.71	2.54	0.65	
DİTAŞ DOĞ	0.60	1.54	0.59	0.59	1.45	0.43	0.54	1.21	0.56	0.38	0.62	0.68	
EGE ENDÜS	0.44	0.80	0.74	0.31	0.46	0.76	0.27	0.38	0.65	0.36	0.58	0.74	
EMEK ELK	0.93	15.60	0.94	1.21	5.59	0.96	1.12	8.82	0.93	1.42	3.34	0.92	
EMİNİŞ AM	0.48	0.93	0.73	0.75	3.10	0.68	0.59	1.49	0.42	0.41	0.70	0.42	
FM İZMİT	0.50	1.03	0.57	0.46	0.86	0.58	0.36	0.58	0.82	0.28	0.39	0.90	
FORD OTO	0.62	1.68	0.48	0.82	4.58	0.49	0.91	11.39	0.62	0.47	0.91	0.57	
GERSAN EL	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	0.17	0.21	0.95	
İHLAS EV	0.73	2.80	0.97	0.84	5.62	0.98	0.82	4.59	0.99	0.51	1.05	0.34	
KARSAN OT	0.51	1.05	0.78	0.63	1.70	0.80	0.48	0.94	0.43	0.36	0.58	0.69	
KLİMASAN	0.37	0.58	0.88	0.59	1.45	0.96	0.60	1.50	0.98	0.52	1.11	0.96	
MAKİNA TK	0.52	1.08	0.78	0.66	2.01	0.83	0.77	3.38	0.81	0.75	3.13	0.39	
MUTLU AK	0.59	1.44	0.62	0.60	1.54	0.54	0.50	1.03	0.53	0.50	1.03	0.59	
OTOKAR	0.62	1.64	0.94	0.69	2.30	0.95	0.67	2.08	0.93	0.53	1.16	0.94	
PARSAN	0.51	1.05	0.89	0.67	2.04	0.45	0.77	3.49	0.52	0.65	1.88	0.43	
SİLVERLINE	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	
DEMİRDÖK	0.72	2.69	0.65	0.76	3.18	0.92	0.66	1.97	0.84	0.59	1.51	0.78	

TOFAŞ OTO	0.92	11.62	0.99	0.72	2.65	0.62	0.68	2.12	0.64	0.54	1.18	0.70
PRYSMIAN	0.61	1.56	0.90	0.65	1.90	0.91	0.56	1.30	0.89	0.47	0.90	0.89
TÜRK TRAK	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
UZEL MAKİ	0.66	1.95	0.56	0.87	6.90	0.61	0.93	14.23	0.75	0.59	1.49	0.75
VESTEL BE	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
VESTEL	0.61	1.61	0.98	0.70	2.43	0.89	0.76	3.25	0.57	0.72	2.59	0.58
TOPLAM	14.73	62.33	19.62	16.30	65.23	18.76	15.60	75.92	18.20	13.18	31.95	18.07
ORTALAMA	0.58	2.49	0.78	0.65	2.60	0.75	0.62	3.03	0.72	0.50	1.22	0.69

EK 15: Diğer İmalat Sanayi Sektörü 2000-2006 Arası Finansal Analiz Tablosu

		2000			2001			2002			2003		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
ADEL KAL	0.51	1.04	0.87	0.51	1.04	0.86	0.43	0.75	0.83	0.34	0.52	0.60	
GOLDAŞ KY	0.55	1.25	0.98	0.39	0.65	0.97	0.34	0.52	0.95	0.23	0.30	0.90	
SERVE KIR	0.46	0.86	0.94	0.43	0.76	0.87	0.45	0.85	0.84	0.35	0.55	0.74	
TOPLAM	1.52	3.15	2.79	1.33	2.45	2.70	1.22	2.12	2.62	0.92	1.37	2.24	
ORTALAM	0.50	1.05	0.93	0.44	0.81	0.90	0.40	0.70	0.87	0.30	0.45	0.74	

		2004			2005			2006		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
ADEL KALEM	0.34	0.52	0.75	0.31	0.46	0.75	0.26	0.36	0.63	
GOLDAŞ KUY	0.31	0.44	0.93	0.49	0.98	0.95	0.53	1.16	0.96	
SERVE KIRTA	0.25	0.35	0.73	0.21	0.26	0.81	0.26	0.36	0.85	
TOPLAM	0.90	1.31	2.41	1.01	1.70	2.51	1.05	1.88	2.44	
ORTALAMA	0.30	0.43	0.80	0.33	0.56	0.83	0.35	0.62	0.81	

EK 16: Orman Ürünleri ve Mobilya Sanayi Sektörü 2000-2006 Arası Finansal Analiz Tablosu

		2000			2001			2002			2003		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
GENTAŞ	0.20	0.26	0.95	0.28	0.40	0.98	0.20	0.25	0.96	0.15	0.17	0.89	
KELEBEK	0.83	4.90	0.74	0.93	13.74	0.79	1.08	12.83	0.69	1.36	3.77	0.84	
TOPLAM	1.03	5.16	1.69	1.21	14.14	1.77	1.28	13.08	1.65	1.51	3.94	1.73	
ORTALAM	0.51	2.58	0.84	0.60	7.07	0.88	0.64	6.54	0.82	0.75	1.97	0.86	

		2004			2005			2006		
ŞİRKETLER	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	KLD	BOR/ÖZ	BOR	
GENTAŞ	0.11	0.13	0.94	0.13	0.15	0.73	0.12	0.14	0.83	
KELEBEK	1.47	3.11	0.90	1.60	2.64	0.91	1.12	8.80	0.89	
TOPLAM	1.58	3.24	1.84	1.73	2.79	1.64	1.24	8.94	1.72	
ORTALAM	0.79	1.62	0.92	0.86	1.39	0.82	0.62	4.47	0.86	

ÖZGEÇMİŞ

29 Eylül 1976 tarihinde dünyaya gelen İsmail Cem Özkurt , ilk, orta ve lise eğitimini Balıkesir’de tamamladıktan sonra Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir Meslek Yüksekokulu, Turizm ve Otelcilik Bölümü’nde ön lisans, Anadolu Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Kamu Yönetimi Bölümü’nde lisans eğitimini tamamladıktan sonra 2004 yılından itibaren Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı’nda yüksek lisans eğitimine başlamış olup halen iş ve eğitim hayatına Balıkesir’de devam etmektedir.