

T.C  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
PARA-BANKA

41871

# HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ VE BİR UYGULAMA

(DOKTORA TEZİ)

M.FAİK ÖZTUNÇ  
5764

41871

TEZ DANIŞMANI

DOÇ. DR. TARGAN ÜNAL

İSTANBUL - 1995

## ÖNSÖZ

Ekonomik gelişmesini kıt kaynaklarla gerçekleştirmek zorunda kalan gelişmekte olan ülkelerde karşılaşılan en önemli sorunlardan biri yatırımların finansmanı için gereken fonların temini olmuştur. Toplanabilir kaynaklar en düşük maliyetlerle kullanılabilir fonlara dönüştürüldüğü ve bu kaynaklar ekonomide verimli alanlara kanalize edilebildiği takdirde, ekonomik gelişme de hızlanacaktır. Bu gelişme mali piyasaların bir parçası olan para piyasalarından başlayacak ve oradan da sermaye piyasalarına geçecektir.

Özellikle 1980'li yılların sonlarına kadar Türkiye'deki para piyasası tamamen tasarruf mevduatı-banka kredisine dayanan kısır bir piyasa görünümündedir. Ancak günümüzde de halen toplam tasarruflar içinde banka mevduatlarının oldukça büyük bir payı olmasına rağmen, pek çok yeni tasarruf aracı da kullanılmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun kabulü, Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması ve nihayet İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın faaliyete geçmesiyle oluşan yeni Sermaye Piyasası düzeni içinde ikincil piyasa işlemleri işlerlik kazanmaya başlamıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın geliştirilmesi hedef alınarak, bu gelişmenin tüm Sermaye Piyasasının gelişmesinde öncülük edeceği beklentisine girilmiştir. Tüm bunlar hisse senedine yatırımın önemini artırmaktadır.

Özellikle 1987 yılından itibaren, şirketlerin halka açılmalarında gözlenen hızlanma dolayısıyla menkul değer piyasalarında gözlenen gelişme dikkat çekici boyutlara ulaşmıştır. Halka açılmalarla beraber bir kısım tasarruf hisse senedi yatırımına kaymaya başlamış, bu da yatırım yapılacak hisse senetlerinin değerlerinin ne olması gerektiği sorusunu gündeme getirmiştir.

Halka açılmalarla beraber halka arz fiyatının önem kazanması, bankalarca yapılan teknik fiyatlandırmanın kriz gibi olağanüstü durumlarda

gerçeği yansıtamaması, son yıllarda finans kesiminde hisse senedi değerlemesinin önemini arttırmıştır. Değerlemede birçok yöntemin kullanılabilir olması dolayısıyla ortaya çıkan fiyatlar arasından gerçek arz fiyatının seçiminin zor olması, piyasa koşullarının değerleme sonuçlarını etkilemesi ile fiyat seçiminde yalnız kantitatif çalışmaların yeterli olamayacağı konuya ilgi duyulmasını sağlamış ve böylece bu çalışma ortaya çıkmıştır.

M.Faik ÖZTUNÇ

Ekim, 1995

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No.</u>
GİRİŞ	1
1. MALİ PİYASALAR VE EKONOMİK GELİŞME	5
1.1. Para ve Sermaye Piyasaları	6
1.2. Ekonomik Gelişmede Sermaye Piyasalarının Rolü	14
1.3. Mali Piyasaların Vade, Miktar ve Risk Ayarlamaları	22
1.4. Türkiye'de Mali Piyasalar	25
1.4.1. Türkiye Ekonomisi Tarihine Genel Bakış	25
1.4.2. Türk Mali Piyasasının Gelişimi ve Bugünkü Durumu	29
1.4.3. Türk Mali Piyasalarının Kurumları	32
1.4.3.1. Ticari Bankalar	34
1.4.3.2. Sigorta Şirketleri	40
1.4.4. Türk Mali Piyasasının Gelişmesi İle İlgili Öneriler	41
1.4.5. Türk Hane Halkının Varlık Kompozisyonu	49
1.4.6. Türk Mali Piyasasının Almanya Mali Piyasası ile Karşılaştırılması	53
1.4.6.1. Alman Sermaye Piyasası Yapısı	55
1.4.6.2. Pazar Serbestisi Prensipleri ve Sermaye Piyasası Düzenlemeleri	55
1.4.6.3. Açık Piyasa Politikası	57
1.4.7. Diğer Gelişmiş Piyasalar ve Türkiye	58



2. HİSSE SENEDİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	60
2.1. Hisse Senedi Kavramı ve Hisse Senedi Fiyatları	61
2.1.1. Hisse Senedi Tanımı ve Çeşitleri	61
2.1.1.1. Adi ve Öncelikli Hisse Senetleri	62
2.1.1.2. İntifa Senetleri	62
2.1.1.3. Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri	62
2.1.2. Hisse Senedi Fiyatı Tanımlamaları	63
2.1.2.1. Nominal Fiyat	63
2.1.2.2. İhraç Fiyatı	63
2.1.2.3. Borsa (Piyasa) Fiyatı	64
2.2. Hisse Senedinin Piyasa Fiyatını Etkileyen Faktörler	64
2.2.1. Ekonomik Konjonktür	66
2.2.1.1. Ekonomi Analizinde Kullanılan Göstergeler	67
2.2.1.1.1. Milli Gelir	67
2.2.1.1.2. Yatırımlar	67
2.2.1.1.3. Enflasyon ve Faiz Hadleri	68
2.2.1.1.4. Bütçe Açığı	69
2.2.1.1.5. Dış Ticaret	70
2.2.1.1.6. Parasal Göstergeler	70
2.2.2. Endüstri Analizi	71
2.2.2.1. Endüstri Hayat Eğrisi Analizi	71
2.2.2.2. Endüstrinin Geçmişteki Büyümesi	72

2.2.2.3. Endüstrideki Arz - Talep Durumu	73
2.2.2.4. Talep ve Talebin Gelir Elastikiyetleri	73
2.2.3. Firma Analizi	74
2.2.4. Kâr Tahmini ve Dividant Politikası	74
2.3. Hisse Senedi Değeri ve Değerleme Yöntemleri	75
2.3.1. Hisse Senedi Değeri Tanımlamaları	75
2.3.1.1. Nominal Değer	75
2.3.1.2. Defter Değeri	75
2.3.1.3. Net Aktif Değeri	75
2.3.1.4. Öz Sermaye Değeri	76
2.3.1.5. Tasfiye (Likidasyon) Değeri	76
2.3.1.6. Alternatif Gelir Değeri	76
2.3.1.7. İşleyen Teşebbüs Değeri	76
2.3.1.8. Borsa (Piyasa) Değeri	77
2.3.1.9. Gerçek Değer	78
2.3.1.10. Genel Rantabilite Değeri	78
2.3.2. Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri	79
2.3.2.1. Teknik Analiz	79
2.3.2.2. Random-Walk Teorisi (Tasadüfi Değişim Kavramı)	80
2.3.2.3. Ekonomik Analiz - Temel Yaklaşım	81
2.3.2.3.1. Davidantların Kapitalizasyon Yöntemi	82

2.3.2.3.1.1. Gordon Shapiro Yöntemi	82
2.3.2.3.1.2. Molodowsky Yöntemi	84
2.3.2.3.1.3. Markowitz Modeli	84
2.3.2.3.2. Solomon Modeli	84
2.3.2.3.3. Miller - Modigliani Yöntemi	86
2.3.2.3.4. Lerner-Carleton Yöntemi	88
2.3.2.4. Genel Değerlendirme	89
2.3.2.5. Hisse Senedi Değerlendirmesinde Uygulamada Kullanılan Yöntemler	90
2.3.2.5.1. Kaydi Değer Yöntemi	91
2.3.2.5.2. Rayiç Değer Yöntemi	91
2.3.2.5.3. Net Aktif Değer Yöntemi	91
2.3.2.5.4. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi	92
2.3.2.5.5. Temettü Getirisi İskontosu Yöntemi	92
2.3.2.5.6. Nakit Akışları İskontosu Yöntemi	93
3. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ UYGULAMASI	94
3.1. Kayıtlı Defter Değeri	95
3.2. Rayiç Değer	95
3.3. Net Aktif Değeri	95
3.4. Fiyat / Kazanç Oranı Değeri	96
3.5. Temettü Getirisi İskontosu Değeri	96
3.6. Nakit Akışları İskontosu Değeri	97

3.7. Uygulama	98
3.8. Genel Değerlendirme	113
3.9. Halka Açılan Bir Firmanın Arz Fiyatının Piyasadaki Seyrinin İncelenmesi	114
4. SONUÇ	116





## GİRİŞ

Özellikle 1980 yılından itibaren liberalleşme sürecine girerek Serbest Piyasa Ekonomisini benimseyen ülkemizde buna paralel olarak mali piyasalarda bir hareketlilik ve gelişme başlamıştır. Para piyasalarında başlayan gelişme ile birlikte sermaye piyasalarında da bir hareketlilik başlamış ve özellikle 1980 - 1990'lı yıllarda artık ülkemizde de yeni tasarruf araçları kullanılır olmuştur.

Ocak 1986 tarihi itibariyle İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının açılması sermaye piyasalarındaki gelişmeye öncülük etmiştir. O günden günümüze kadar da en çok konuşulan, gelişmesi için en çok çaba sarfedilen sermaye piyasası kurumu, bu piyasanın bir ikincil piyasası olan menkul kıymetler borsası olmuştur.

Kaynak sıkışıklığına giren, yatırım yapmak için yeni kaynak arayışlarına başlayan firmalara ek kaynak yaratmak amacıyla; şirketlerin sabit kıymet ve iştiraklerini satarak mali yapılarını güçlendirmek için, devlet tarafından firmalara vergi avantajları sağlanması, halka açık şirketlere getirilen vergi kolaylıkları şirketleri halka açılmaya özendirilmektedir.

Özel sektör kuruluşlarının halka açılmaya başlaması ve özelleştirmenin her dönemde hedef olması yeni bir sorunu ortaya çıkarmıştır. Bu da halka açılması düşünülen bir firmanın birim nominal bedelli hisse senedinin halka arz fiyatının belirlenmesidir. Böylece hisse senedi fiyatını bulmak için çeşitli yöntemler kullanılmaya başlanmıştır.

Bir yatırımcı için karar verme güçlüğünün en çok kendini gösterdiği yatırım aracı hisse senedir. Bütün yatırımlarda olduğu gibi hisse senedi yatırımında da, yatırımcı kendine göre bir analiz yaparak pay senedine bir değer verecektir. bu değere göre de yatırım kararı alacaktır. Bu nedenle hisse senedi değerlendirme başlı başına ele alınabilecek bir konudur.

Bu çalışmanın amacı da bir hissenin halka arz fiyatının nasıl belirleneceği konusuna açıklık getirmektir. Bu çalışmada hisse senedi değerlendirme

yöntemleriyle birlikte hisse senetleri, bu enstrümanın içinde bulunduğu sermaye piyasaları ve dolayısıyla mali piyasalar ayrıntılarıyla incelenmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde genel anlamda mali piyasalar ve bu piyasayı oluşturan alt piyasalar ele alınarak incelenmiş ve mali piyasaların ekonomik gelişme üstündeki etkileri araştırılmıştır. Mali piyasalarda vade, miktar ve risk ayarlamaları yapılarak, bir ekonomide kaynakların verimli şekilde dağıtılabileceğinden yola çıkılarak, finansal araçların ekonomi içinde dolaylı ve dolaysız yollarla nasıl aktarılarak kârların maksimize edildiği incelenmiştir.

Tüm bunlardan hareketle Türkiye'deki mali piyasaların geçmişi ve bugünkü durumu gözden geçirilmiştir. Türk Mali Piyasaları incelenmeye başlanmadan evvel, Türkiye Ekonomisi Tarihi'ne kısaca bir göz atılmış ve Serbest Piyasa Ekonomisi'nin temellerinin ne zaman, hangi şartlar altında atıldığı ele alınarak Serbest Piyasa Ekonomisi'nin sağlam bir alt yapıya sahip olup olmadığı incelenmektedir. Bir ülkede kuvvetli bir Mali Piyasa'dan bahsedilebilmesi için öncelikle güçlü bir Serbest Piyasa Ekonomisi'nin varlığından söz edilmesi gerekir.

Türk Mali Piyasası'nın geçmişi ve bugünü incelenirken; bir ülkede gerekli olan temel aracın tasarruflar olduğu ve tasarrufların değerlendirilmesi için ne gibi araçların kullanıldığından hareketle, Türk hane halkının tasarruf yapısı incelenmiştir. Bu inceleme yapılırken Türkiye Mali Piyasalarının temelini bankacılığın oluşturduğu görülmüştür. Böylelikle Ticari Bankalar ve oluşan kaynak maliyetleri çalışmada ele alınmaktadır. Sermaye piyasasının istenilen seviyeye getirilmesinde ikincil bir piyasa olan Menkul Kıymetler Borsası'nın geliştirilmesinin hedef alındığı incelenirken; asıl ilerlemenin, gelişmiş ülkelerde olduğu gibi para piyasalarından başlaması gerektiğinin analizi yapılmaktadır.

Batıda olduğu gibi ülkemizde de sigortacılık sektöründe büyük miktarlarda fon bulunmaktadır. Sigorta sektöründe oluşan bu fonların para ve sermaye piyasalarında daha etkin bir kullanımın sağlanması gerektiği konusu



üstünde durulmaktadır.

Türkiye'deki mali piyasalar ana hatları ile incelendikten sonra bu piyasaların daha da geliştirilebilmesi için yapılabilecek gerekli olan çalışmalar yine bu bölümde anlatılmaktadır. Mali Piyasaların istenilen seviyeye getirilmesi için daha başka nelerin yapılabileceğini tesbit edebilmek için de Türk Mali Piyasası, gelişmiş mali piyasaya sahip bir ülkeninki ile karşılaştırılmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümü temel olarak hisse senedine ve hisse senedi değerlendirme yöntemlerine ayrılmaktadır. Bu bölümde değerlendirme yöntemleri ele alınmadan önce; hisse senedinin ne olduğu, hangi çeşit hisse senedi bulunduğu, hisse senedi fiyatı denildiği zaman neyin belirtilmek istendiği konularının üstünde durulmaktadır. Kantitatif olarak hisse senedinin fiyatını tespit etmeye başlanılmadan önce de; hisse senedi fiyatını etkileyen faktörlerin neler olduğu incelenmektedir. Çeşitli yöntemlerle bulunan fiyatın gerçek fiyat olabilmesi için subjektif değerlerin de önemli olduğu ele alınmaktadır. Bir hisse senedinin fiyatının sadece firmanın bilançosundan, finansal göstergelerinden hareketle tespit edilmesinin yatırımcıları yanlış yönlendireceği konusu üstünde de durulmaktadır. Çünkü birfiyatın tespitinde; firmanın geleceğinin, içinde bulunduğu sektörün durumunun ve bu sektörün geleceğinin, genel ekonomik ortamın vb. nin de incelenmesi gerektiği çalışmanın bu bölümünde ele alınmaktadır.

Hisse senedi değerlemesi yöntemlerinin incelenmesine geçilmeden önce de, bir hisse senedinin değerinden ne anlaşılması gerektiği konusu ele alınmakta olup, çeşitli hisse senedi değeri tanımları verilmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde de hisse senedi değerlendirme yöntemleri iki bölümde incelenerek ele alınmıştır. Birinci bölümde sadece teoride olan ve değerlendirme yapan kuruluşlarca kullanılmayan yöntemlerin incelenmesi yapılmakta olup, pratiğe niçin elverişli olmadıkları incelenmektedir. İkinci bölümde ise, daha çok pratikte kullanılan ve halka açılmasına karar verilen bir firmanın birim hissesinin arz fiyatını tespit etmek için çalışmalar yapan bankaların yatırım bankacılığı bölümlerinin kullandığı yöntemler anlatılarak

bu yöntemle bir uygulama ile birlikte kantitatif olarak da sunulmaktadır. Daha sonra, çeşitli yöntemlerle bulunan çeşitli fiyatlar arasından, hangisinin hisse senedi arz fiyatının olacağı konusu üstünde durulmaktadır.

Hisse senedi arz fiyatının tespitinden sonra, hisse piyasada işlem görmeye başladığında asıl fiyat o zaman oluşacak ve yatırımcının bu arz fiyatını kabul edip etmediği o zaman görülecektir. Dolayısıyla oluşan fiyatın belli bir süre ile piyasada seyrinin incelenmesi gerekir. Bulunan fiyat o an için gerçek fiyat olmakla beraber, ekonominin içinde bulunduğu ortam gereği, kişilerin tasarruf eğilimlerinde bir kriz ortamında daha dikkatli olmaları vb. şartlarla piyasada yer etmeyebilir. Bunun için de, son zamanlarda halka açılan bir firmanın çeşitli yöntemlerle bulunan fiyatları ile halkın arz fiyatı, piyasadaki seyri ile karşılaştırılarak bölümün sonunda incelenmektedir.

Dördüncü bölümde de tüm çalışmanın genel bir değerlendirilmesi yapılmaktadır.



# I. BÖLÜM

## MALİ PİYASALAR VE EKONOMİK GELİŞME

## 1. MALİ PİYASALAR VE EKONOMİK GELİŞME

### 1.1. PARA VE SERMAYE PİYASALARI

Halkın birikimlerini, atıl kaynaklarını kısacası tasarruflarını değerlendirdiği tüm yatırım enstrümanlarını içine alan ortam sermaye piyasası olarak nitelendirilir (1). Devlet tahvili, hazine bonusu, hisse senedi, özel kesim tahvil ve bonoları, yatırım fonları, finansman bonusu, vadeli mevduat, varlığa dayalı menkul kıymet gibi tüm araçlar bu piyasa içinde yer alır.

En geniş tanımıyla sermaye piyasası; toplumun tasarruflarının toplandığı ve nihai kullanıcı olan ticari ve sınai müesseselere ya da hükümete transfer edildiği kurallar ve kurumlardan oluşur. Bu kurumsal düzenlemeler (2);

- Halk doğrudan veya aracılar yoluyla yeni düzenlenmiş uzun vadeli senetleri veya hisse senetlerini borçlanan sektörden devir almasını,
- Girişimcilere kısa ve uzun vadeli kaynakları sağlamasını,
- Halihazırda mevcut ve vadesi gelmemiş finansal taahhütler, kısa veya uzun vadeli borçlar ve hisse senetlerinin alım-satımını içerir.

Birinci ve ikinci durum; borç birikimi ya da net borçlanıcının (3), gerek tasarruf fazlası olan sektöre, gerekse genellikle finansal bir ortam olan diğer herhangi bir sektöre karşı kendi finansal yükümlülüklerini arttırdığı Birincil Piyasalardır. Birincil Piyasalar piyasaya yeni sürüm yerleridir ve birikimleri-

- 
- (1) A.Sait YÜKSEL, *Para Bulma ve Yatırım*, 2. Baskı, Fatih Yayınevi, İstanbul, 1977, sh.28
- (2) Jamshed GHANDHI, *Reflection On the Operation Of Capital Markets, The Interrelationship Between Money and Capital Markets, OECD-CMB Conference, August 16-21, Uludağ-Bursa, 1987, sh:4*
- (3) Net borçlanıcı, bireysel yatırımcının tasarruf yaptıktan sonra elinde kalan kısmı borç olarak vermeyi kabul eden kimse, elindeki finansal birikimin bir kısmını riske atabilecek kimse olarak tanımlanmaktadır. Bkz. Jamshed GHANDHI, a.g.e, sh:6

nin fazlalarını harcama imkanı olan sektörlerin beklentileriyle direkt ilişkilidir. Üçüncü durum ise İkincil Piyasalar yani daha önceden piyasalara çıkarılmış bulunan bono ve tahviller ile hisse senetlerinin ticaretinin yapıldığı yerlerdir.

Her tip birincil tavil veya senet alınıp, satılamaz, ayrıca ikincil piyasanın bir kısmı ve bu piyasayı oluşturan ticaret antlaşmaları tamamen farklı olabilir. Öyleki bu farklılıklar aynı ekonomi dahilinde dahi söz konusu olabilirler (4). İkincil piyasadaki işlemler, daha önceden çıkartılmış tahvil ve hisse senetlerinin alım satımı yapıldığı için bir toplumun tümü için bakıldığında servet portföyünün içeriğinin değişmesi yoluyla, bir ölçek etkisi göstermekle beraber bir hacim etkisi yaratmazlar. Bu yüzden de halihazırdaki tasarruf veya harcama kararlarını direkt olarak etkilemezler. Bununla beraber bir hisse senedi veya tahvilin ikincil piyasada satılabilmesi bu tahvil veya hisse senedinin satılabilirliğini ve / veya hangi koşullarla piyasaya sürülebileceğini etkiler. Ayrıca piyasalar birbirleriyle bağlantılıdır ve bu bağlantı ilerdeki sermaye piyasaları operasyonları analizleri için hayatidir.

Genellikle; bir yıldan az vadeli olarak tanımlanan kısa vadede çalışan "para piyasaları" ve daha uzun vadeli enstrümanlarla çalışan tahvil ve "sermaye" piyasaları arasında bir ayırım yapılır (5) (6).

Öncelikle, kanuni açıdan kısa vadeli olarak tanımlanan pekçok kredi türü periyodik olarak yenilenir ve hem borçlu hem de kreditor tarafından fiilen uzun vadeliymiş gibi görülür. Asıl ilgi, bunların davranışları etkileme şekli ve kanuni açıdan olmalıdır (7).

İkinci olarak; banka kredisi, ticari kredi gibi kısa vadeli enstrümanlar mükemmel olmamakla beraber uzun vadeli kaynakların ikâmesidir. Birbiri-

(4) Amerika'da yapılan bu tip ticaret anlaşmaları ilgili daha fazla bilgi için, Bkz. GARBADE, *Trading Arrangements in United States*, 1982, Kısım 7.

(5) B.H. BECKHART, *Criteria of a Well-Functioning Financial Market*, Brisbane, Queensland-Australia, 1961, sh.51

(6) Hintli İktisatçı Jamshed Ghandhi bu ayrıma katılmamakta ve kullanımda dikkatli davranılması gerektiği görüşündedir.

(7) Jamshed GHANDHI, a.g.e, sh.5



nin ikâmesi olan ürünler; birinin niteliklerinde meydana gelecek değişiklikler diğerinin hem hayatına hem de hacmine etki edeceğinden; birlikte incelenmelidirler. Sermaye piyasalarındaki finansal yaratıcılık ve şirketlerin finansal uygulamalarındaki son değişiklikler kısa ve uzun vadeli finansal kaynaklar arasındaki ikâme edilebilirliği artırma eğilimindedir.

Üçüncü olarak, tahvil ve hisse senetlerinin yatırımcıları genellikle kısa veya uzun vadede uzmanlaşmazlar: Geleneksel olarak kısa vadeli tercihlerinde uzmanlaşmış olan ticari bankalar aynı zamanda portföylerinde uzun vadeli tahvilleri de bulundurlar. Uzun vadeli amaçları olan sigorta şirketleri de daha az olmayan bir sıklıkta portföylerinde belirgin kısa vadeli pozisyonları bulundurlar. Varlık yönetimindeki portföy anlayışı kişisel güvenlik anlayışının aksine pek çok varlık sahibinin farklı vadelere sahip bonolara bir noktaya kadar birbirinin ikâmesi gözüyle baktıklarını işaret etmektedir. Modern finansal sistemlerde market segmentasyonu daha zayıftır ve nadiren görülür (8).

Gerek arz, gerekse talep tarafında uzun ve kısa dönemli enstrümanlar arasında kayda değer ve artan oranda bir ikâme edilebilirlik olması para ve sermaye piyasaları arasındaki geleneksel ayrımı müdafaası imkansız hale getirmiştir. Bu yüzden "sermaye piyasası" terimi vadeden bağımsız olarak tüm finansal teknik ve enstrümanlar için kullanılmalıdır (9).

Bu düzenlemeler dünyasında, tüm toplumlar kendi finansal piyasalarını az ya da çok belli bir düzeyde düzenlemektedir. Para ve sermaye piyasası enstrüman ve kuruluşları arasında kanuni bir farklılık oluşturmaya yönelik çabalar ileride karşılaşılabilecek güçlüğün kaynağı olabilir. Geleneksel olarak, para piyasası kurum ve/veya enstrümanları Merkez Bankası'nın düzenlemelerine tabidir. Uzun vadeli enstrümanlar ise Sermaye Piyasası Kurulu gibi başka kurumların denetimi altındadır. Bu ajanslar arasındaki politik hedefler birbirinden çok farklı olabileceği için, bunların koydukları kural-

(8) Amerika'da market segmentasyonu ile ilgili olarak yapılan çalışmaların sonuçları için; Bkz. HORNE V. JAMES, *Market Segmentation in United States*, Prentice Hall Inc., New Jersey, 1984, sh.125-130

(9) Jamshed GHANDHI, a.g.e, sh.5



ların koordine edilmesi ve birbirine uyum sağlaması çok zor hatta imkansız olacaktır. İkisinden de aslında ortak bir ünite sorumlu olmalıdır. Bu da finansal enstrümanların ve kurumların birbirine yüksek derecede entegre olmuş ve bir bütün şeklinde analiz edilmesi gerekecek network oluşturduğu anlaşılana kadar sağlanamayacaktır. Herhangi bir ara çözüm doğası gereği sakattır.

Sermaye piyasalar ve finansal araçlar konularında tasarruf kavramı zaman zaman karmaşık bir anlam ifade edecek şekilde kullanılır. En genel haliyle, bir sektörün gelirleri eğer tüketime yaptığı harcamaları aşıyor ise tasarruf ediyor diye nitelendirilebilir (10). Bu tasarruf hali aynı zamanda sektörün sahip olduğu finansal ve gerçek varlıklarda denk bir artışa yol açacaktır. Bunun yanısıra bir sektörün toplam tasarrufları; geliri ve tüketim harcamaları arasındaki fark; bu gerçek varlık birikimi ve net finansal varlık birikiminin toplamı olarak ölçülebilir. Bu bazen gerçek tasarrufların ve finansal tasarrufların toplamı olarak da tanımlanabilir (11).

Öncelikle bir tüketmeme hali olan tasarruf ile finansal veya gerçek varlıkların elde edilmesi hali arasında fark vardır. Bu da yukarıdaki tanıma göre bir şahsın servetini artırma kararı ile servetinin hangi formda bulunacağı kararı arasındaki farktır. Asıl tasarruf tüketmemektir.

İkinci olarak, kapalı ekonomilerde tüm sektörler için pozitif gerçek yatırım üstlenmek mümkünse de tüm sektörler için pozitif veya negatif finansal yatırım mümkün değildir (12). Bir sektörün elde tuttuğu finansal varlıklar toplamı diğer sektör veya sektörlerin sahip olduğu finansal borçlar toplamına eşit olmalıdır. Böylelikle bütün olarak bir ekonominin sahip olduğu net finansal yatırım sıfır olacaktır (13). Dahası tüm ekonomi bir bütün

---

(10) Jamshed GHANDHI, a.g.e, sh.5

(11) Gerçek Yatırım: Sektör tarafından elde bulundurulan fiziksel varlıklardaki artış  
Brüt Finansal Yatırım: Sektör tarafından elde bulundurulan finansal varlıklardaki artış  
Net Finansal Yatırım: Brüt finansal yatırım ile tasarruf eden sektörün diğer tüm sektörlerle olan borçlarındaki değişim ile arasındaki farktır.  
Bkz. R.ROBINSON, D.WRİGHTSMAN, *Financial Market, the Accumulation of Wealth*, Mc.Graw Hill Book, New York, 1974, sh.59.

(12) Gunter DUFEY, Ian H.GIDYY, *The International Money Market*, Prantice Hall, New Jersey, 1978

(13) Gunter DUFEY, Ian H.GIDYY, a.g.e, sh.258

olarak incelendiğinde toplam tasarruflar, her sektörün toplam tasarruflarının birleştirilmesi veya her sektörün gerçek yatırımlarının birleştirilmesi yolu ile elde edilebilir.

Sonuç olarak, gözönünde bulundurulmalıdır ki, ekonomilerde hanehalkı sektörü genel olarak kendisinin gerçek varlık alımından fazla tasarrufta bulunur ve böylece ekonominin geri kalan kısmı için fon yaratmış olur. Böylelikle ticaret sektörü ve zaman zaman da devlet sektörünün kendi tasarruflarından fazla gerçek varlık edinmesine imkan sağlar. Finansal kuruluşlar genelde bir aracı fonksiyonunu, tasarruf fazlası olan sektörlerden fonları toplayıp, borçlu olan sektörlerle dağıtarak üstlenirler. Finansal kuruluşların kendi tasarrufları ve/veya gerçek varlık alımları aracılık rolleri ile mukayese edildiğinde genellikle önemsizdir.

Finansal sektörün kaynaklarını oluşturması açısından hanehalkı sektörünün finansal tasarruflarının boyutu finansal piyasaların gelişimini tanımlamakta önemli bir rol üstlenir (14). Gerek brüt finansal yatırım ya da net finansal yatırımlardan hangisinin incelenmesi gerektiği incelenen probleme bağlıdır. Eğer hanehalkı sektörünün ekonominin geri kalanının varlık alımını finanse etme kapasitesini incelemek istiyor isek net kavramı uygun olacaktır. Ancak bu yaklaşım finansal pazarların gelişimini gözardı etmektedir. Çünkü bu piyasalar sadece hanehalkı sektörü ve diğer sektörler arasında değil, aynı zamanda tasarruf fazlası bulunan hanehalkları ile borçlu olan hanehalkları arasında da aracılık ederler. Net kavramını tek başına kullanmak sermaye piyasalarının hanehalkı operasyonlarını finanse ettiği durumları; ev kredileri, tüketici kredileri; gözden kaçırmamıza sebep olacaktır.

Sermaye piyasaları aslen tasarrufların değerlendirildiği ve ihtiyacı olan kişi ve kuruluşlara bu birikimlerin aktarıldığı bir piyasa olduğu için, öncelikle işin aslı olan tasarrufun güncel anlamda tanımı yapıldı. Herkesin bildiği anlamda da tasarruf, gelirin tüketime ayrılmayan kısmıdır (15). Aslında iktisadi

(14) *Hanehalkı sektörü tasarruf ihtiyaçlarını direkt taleplerle borçlu sektörlerden (deficit sektör), şirketlerden ve / veya devletten elde edebilmesine rağmen; bu tip tasarruf kaynaklarının çoğu finansal araçlardadır. Finansal araçlardan bu kaynakları likit olarak elde etmek genellikle daha kolay ve daha güvenlidir. Hanehalkı da bu yolu seçer.*

*Bkz. Jamshed GHANDHI, a.g.e, sh.6*

(15) *Ekonomi Ansiklopedisi, Milliyet Yayınları, İstanbul, 1991, sh.301*



anlamda tasarruf kavramı, kelime anlamından daha geniş kapsamlıdır. Gelirin tüketilmeyen kısmının elde para olarak tutulması şart değildir. Bu açıdan tasarruf, elde hazır bir satınalma gücü arzusuna dayanan gömülemeden farklıdır. Gömüleme likidite arzusuna dayanırken, iktisadi anlamda tasarruf, herhangi bir yatırımda kullanma arzusuyla gelirin harcanmayarak elde tutulmasını ifade eder. Bu tür tasarruf, bina ve teçhizat alımına tahsis edilebilir, hisse senedine-tahvile vb. yatırılabilir veya herhangi bir kimseye ya da kuruma doğrudan ya da aracı kurumlar ve bankalar aracılığı ile borç olarak verilebilir.

Bu saptamalardan sonra şimdi de mali piyasaları oluşturan para ve sermaye piyasalarının ayırımını yapacağız.

Geleneksel para ve sermaye piyasası enstrümanlarının neler olduğu Şema-1'de sıralanmıştır (16).

### Şema - 1

#### Mali Piyasa Enstrümanları Şeması

##### Sermaye Piyasası Enstrümanları

Şirket Tahvili

Hisse Senedi

Devlet Tahvili

##### Para Piyasası Enstrümanları

Finansman Bonosu

Hazine Bonosu

Interbank

REPO

Kabul Kredisi

Mevduat Sertifikası

ECU Tahvili, Euro Bond

Kısa Vadeli Diğer Yatırım Araçları

Kaynak: T.COOK, J.SUMMERS, Instruments of the Money Markets, federal Reserve Bank of Richmond, 1981, sh.16

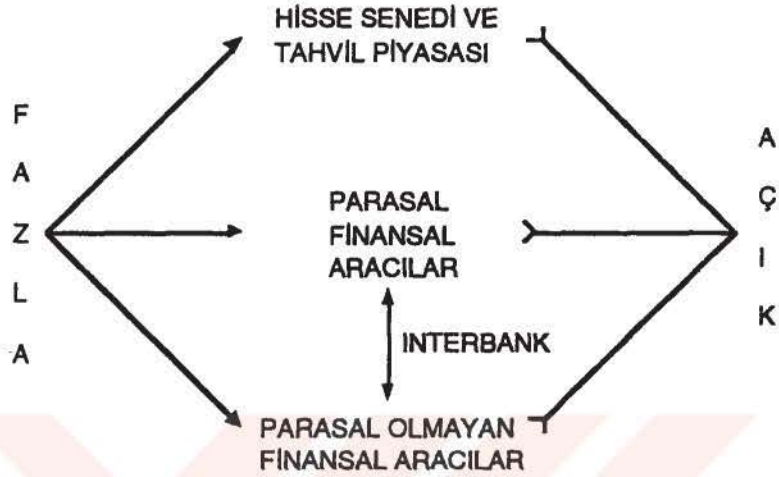
(16) *Robinson-Wrightsmen'a göre; "para piyasaları" bir yıldan az vadeli enstrümanların pazarlandığı piyasaları, "sermaye piyasaları" ise bir yıldan uzun vadeli tahvil ve hisse senetlerinin perakende ve toptan pazarlandığı piyasaları ifade etmektedir.*

*R.ROBINSON, D.WRIGHTSMAN, Financial Market. the Accumulation of Wealth, McGraw Hill Book, New York, 1974*

Fonların ekonomideki klasik akışını gösteren şema aşağıda verilmiştir.

Şema - 2

Fonların Kapalı Ekonomilerdeki Akışı Şeması



Kaynak: J.DERMINE, Money And Capital Markets, Regulatory Perspective, 1992, sh.25

Atıl fonlar; hisse senedi, hazine bonosu, tahvil vb. gibi kısa ve uzun vadeli araçlarla, açığı olan ünitelere ya doğrudan ya da finansal aracilar kanaliyla ulaştırır. Sonuç olarak, fonlar nihai kullanıcılara ulaşmadan evvel Interbank Lup'u denen bir çevrim içinde çeşitli aracilar arasında sirküle olur.

Şema-1 ve Şema-2 arasındaki karşılaştırma; her iki varlık tipinin banka kredileri, perakende bankacılık ve ticari mevduat gibi klasik PSP çatısı altında; kabul edilmediğini göstermektedir. Bu ayrımın; banka kredilerinin daha çok teminat alınarak verildiği, parasal mevduatların yerini diğer parasal araçların aldığı bir ortamda PSP arasındaki analizin garanti edilemeyeceğini göstermektedir (17).

Böylece birinci olarak finansal piyasalar yapısının analizinde bütün finansal varlıkların biraraya getirilmesi tavsiye edilir. İkinci olarak, PSP arasındaki standart ayırma "pazarlanabilir varlıklar" ve "pazarlanamaz varlıklar" olarak ikinci bir yapının birleştirilmesi gerekir.

(17) D.DIAMOND, *Asset Services and Financial Intermediation*, Graduate School of Business Publish WP 182, the University of Chicago, 1986



Pazarlanabilir varlıklar, kısa vadede düşük maliyetle nakit olarak elde edilebilen varlıklardır. Hem kısa hem de uzun vadeli pazarlanabilir varlıklar vardır. Pazarlanamayan varlıklar; finansal piyasaların gelişimine, sağlıklı ve hızlı bilgi alışverişine, ikincil piyasaların varlığına bağlı olacaktır (18). Alıcılar ve satıcılar arasındaki bilgi pazarlanamayan kıymetlerin varlığının kaynağıdır. Alıcılar satın aldıkları kıymetin kalitesinden emin olmadıkları zaman piyasanın çökeceği bilinmelidir. Asimetrik bilgi ve pazarlanamayan varlıklar sadece finansal piyasaların yapısını anlamak için değil, aynı zamanda da olası kamu müdahaleleri ihtiyacı için de anahtar araçlardır (19).

Eksik bilgi ve likidite riskinin para ve sermaye piyasalarını içine alan finansal piyasaların tanımladığı bilinir. Düzenlemeye gelince, öncelikle güvence altına alınmış bir ekonomide riskin dağıtımı ile bankalar için bir danışma mekanizması ve gerekli düzenleme mekanizmasının geliştirilmesi gereklidir. Böylece bu piyasalar gelişip kendi kendisine işler hale gelebilir.

Yukarıda verdiğimiz fonların akışını gösteren Şema-2'de kapalı ekonomiler için geçerlidir. Uluslararası para ve sermaye piyasaları da dikkate alındığı zaman, fonların uluslararası ekonomilerdeki akışı aşağıdaki gibi olacaktır.

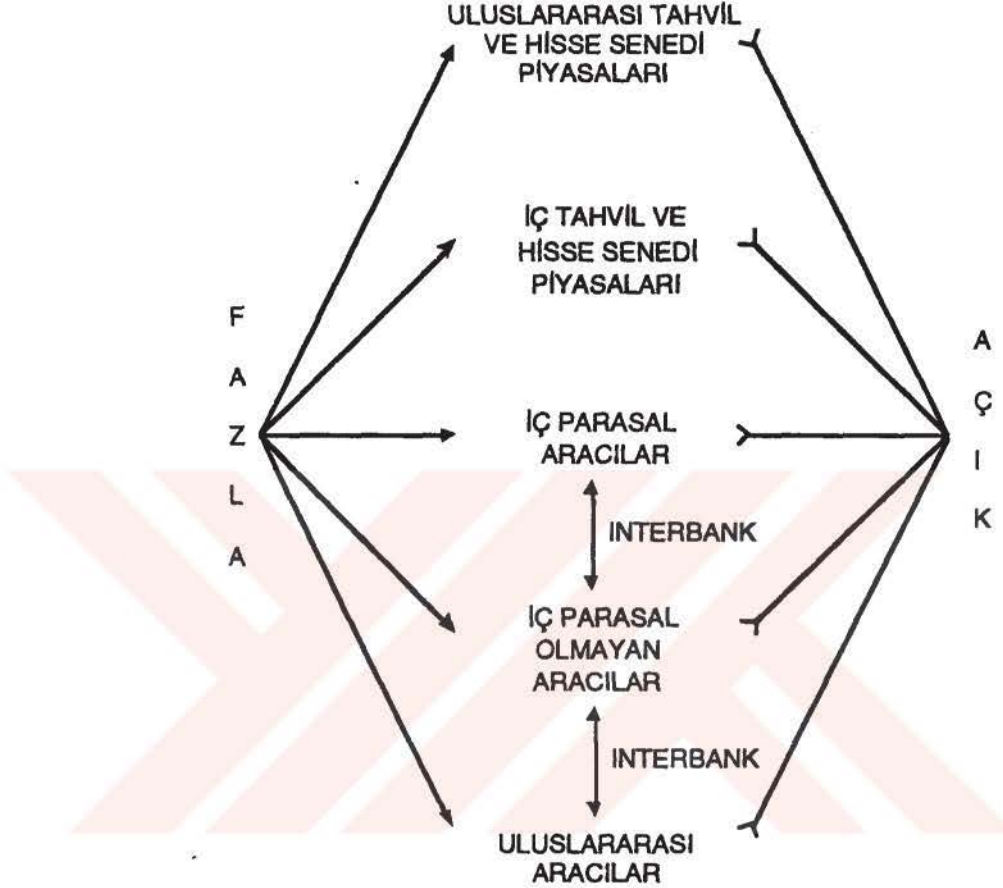
Finansal pazarı oluşturan PSP'nin sadece vade bazında birbirinden ayıramayacağı anlaşılmaktadır. Bu ayrımın ancak pazarlanabilir ve pazarlanamaz finansal varlıklar şeklindeki bir bölümlenme ile -yani parasal olan ve parasal olmayan tasarruf enstrümanları- bütünleştirilmesi gerekmektedir. Ekonomilerdeki fazlaların açığı olan kullanıcılara akışının; hem domestik hem de uluslararası tahvil ve hisse senedi piyasaları ile olacağı sonucuna varılmaktadır.

---

(18), (13) HORNE V. JAMES, *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall Inc., New Jersey, 1971, sh.119

(19) HURNE V, JAMES, a.g.e, sh.141

Şema - 3

Uluslararası Ekonomilerde Fon Akış Şeması

Kaynak : J. DERMINE, a.g.e, sh.26

## 1.2. EKONOMİK GELİŞMEDE SERMAYE PİYASALARININ ROLÜ

Ekonomik gelişmede sermaye piyasalarının rolü ile ilgili genel kabul görmüş bir örnek veya model mevcut değildir (20).

Planlı veya kalkınmasını planlamaya dayandıran ekonomilerin dışındaki ekonomilerde, bu stratejinin zayıflığı çok geçmeden ortaya çıkar. Fi-

(20) Tinbergen / Mahalanobis yaklaşımında ise ekonomik gelişmenin fiziksel planlamayla ve finansal hareketlilikle, yani sermaye piyasalarının gelişiminin gerçek sektör planlamasıyla mümkün olabileceğini, uç bir nokta olarak tanımlanmış olup; sermaye piyasalarının fiziksel planlarla ve yatırımların kompozisyonu ile ilgili olmadığı belirtilmiştir. Öyleki bu yaklaşımda, sermaye piyasaları ne kaynak ne de yatırım kararlarının dayanağı bilgileri sağlayabilmektedir.  
Jamshed GHANDHI, a.g.e, sh.7



nansal sistemdeki dengesizlikler artan bir şekilde belirir. Genellikle finansal sistem enstrümanları verimi ve vadesi konusunda serbest bırakılmadığı için planlanan kaynak dağıtımını gerçekleştiremez ve finansal varlıklar şeklinde ortaya çıkan tasarruflar ve bunların kurum ve enstrümanlar arasındaki dağılımı yetersiz kalır. Finansal baskılar ve bunların ters etkileri sektörel hedeflerin yerine getirilmesini etkilediği gibi, çıktıların büyümesindeki artış hedefine de belirgin engeller teşkil ederler.

Mamafih finansal baskıların bir kısıt olarak gözönüne alınması sermaye piyasalarının gelişmesindeki rolünde bir uzlaşma sağlamaz ve sermaye piyasalarındaki gelişmelerin büyüme işlerini nasıl etkileyeceğini izah etmez. Diğer yandan finansman bir kısıt olarak görülebilir. Bu görüşle sermaye piyasaları önemli olmakla beraber bağımsız ya da otonom bir role sahip değildirler. Pek çok analist sermaye piyasalarının bu kadar olumsuz bir rolü olduğuna katılmamakla beraber, serbest davranan sermaye piyasalarının gelişmede aktif veya pasif rolünün olduğuna da katılmakta güçlük çekmektedirler (21). En iyimserleri, ekonomik büyümenin modern sermaye piyasası oluşturulamaması yüzünden tehlikeye düşebileceğini belirtirken, dikkatlerin politika oluşumuna çekilmesi yüzünden akademik eleştirmenler şüphelerini belirtmeyi genellikle unuturlar.

Birincil sermaye piyasalarının amacı tasarruf fazlası veren ünitelerin kaynaklarını açık veren ünitelere transfer etmektir. Etkin tasarrufçu her zaman etkin yatırımcı olmayacağı için, bu transfer ekonominin etkinliğinin artmasını sağlayacaktır.

Kredi maliyetinin olmadığı ve genel oranın tüm tüketicilere sağlandığı bir zamanda, risk ve maliyetlerin olmadığı tam rekabet piyasalarında; marjinal maliyetin marjinal gelire eşit olduğu noktada yukarıda bahsedilen kazanç maksimum olacaktır. Böyle bir ortam, fonların pek çok kârlı

---

(21) *Shumpeterian yaklaşımında mucit girişimci ekonomik büyümenin özünü teşkil eder. Girişimci kendi planları üzerinde veto yetkisine sahip kapitalist şahsa güvenmek durumundadır. Böyle bir ortamda girişimci ile kapitalistin düşünceleri çakışacaktır. SP'daki gelişme bu çatışmayı azaltarak girişimciye geniş finansman imkanları sağlayabilecektir.*

*Bkz. R.BREALEY, S.MYERS, Principles of Corporate Finance, Second Edition, Mc.Graw Hill Book, New York, 1984, sh.101*



kullanıcılara ulaştırılmasından dolayı, verimliliğe izin vereceğinden finansal araçlar en düşük maliyetle işlemlerini gerçekleştirebilecektir. Çünkü fonlar en kârlı kullanıcılardan başlanmak üzere dağıtılacaktır ve ayrıca finansal araçlar en düşük maliyetlerle çalışacağından transferlerde ve operasyonlardan da verimlilik sağlanacaktır (22).

Borç alacak şahısların pazar araştırması yapmak için sınırlı zamanları olduğu da gözönüne alınırsa ortaya kaynak dağılımında etkinsizlik çıkmaktadır (23). Bunun yanısıra piyasa payını arttırmak isteyen finansal kuruluşlar kısa süreler için kârlarından vazgeçebilecekleri gibi, uzun süreli müşteri ilişkileri de kaynak dağılımında etkin olmayan faiz haddi farklılıklarına sebep olacaktır. Finans piyasalarında bilgi edinme ve kullanmadaki güçlükler gözönüne alındığında küçük veya tanınmamış kredi kullanıcılarının farklı finansal kuruluşlar arasında pazar araştırması yapmadıkları anlaşılacaktır. Bunun yanısıra en iddialı kamu politikası bile sadece tam rekabeti sağlamaya yönelik olacaktır ki bu da piyasalara giriş ve çıkış serbertisinin sağlanması ve fiyat ayarlamalarının önlenmesi şeklinde olacaktır. Oysa tam rekabet kârlı değildir ve pek çok finansal kuruluşlar piyasa zorlamaları yüzünden, rekabeti korumaktansa bu pazardan çekilmeyi yeğlemektedir. Bundan daha da önemlisi farklı müşterilerin farklı fonlara ulaşma gücü olduğu için bunların o anda sözkonusu olan kredi için gösterdikleri talep elastikiyeti de farklı olmakta ve en inelastik talebi olan müşteri benzer bir fon için daha fazla bedel ödemektedir, bu yüzden de kaynak dağılımında etkinlik sağlanamamaktadır (24).

SP'nin en önemli özelliği fonların zamana yaygın bir şekilde dağıtımı, böylelikle riskin de bu piyasaların geleceğine yayılmış olmasıdır. Eğer sermaye piyasaları ekonomik performansı arttıracak ise riskin doğru değerlendiril-

(22) *Rekabet başkılarının finansal kuruluşları düşük maliyetli operasyonlara yöneltmesi gerekirken, oligopol piyasa güçlerinin bu yönde izlemediği ve maliyetleri azaltmadığı ABD'de gözlemlenmektedir.*

*P.H. SMITH, Money and Financial Intermediation, Prentice Hall, New York, 1978, sh.39*

(23) *Bu durum "fonkullanımında kaynak dağılımının etkinliği" olarak ifade edilmiştir.*

*Bkz. P.H.SMITH, a.g.e, sh.48*

(24) *Jamshed GHANDHI, a.g.e, sh.10*

dirilmesi ve fiyatlandırılması da bir gereklidir.

Pazar riski; anlaşma süresi içinde faiz hadlerinin beklenmedik şekilde artması ya da azalması dolayısıyla beklenmedik kâr veya zararların oluşması ihtimalidir. Türkiye'de en çok görülen durumlardan birisi de budur. Faiz haddi süreçlerinin statik bir trend izlediği varsayılırsa, bankalar pazar riskini geleneksel olarak uzun vadeli, faiz sürecini aşan pozisyonlar almak suretiyle halletmeye çalışmışlardır. Ancak 1970'lerde faiz oranlarının artış trendinin uzun süreli olması pek çok piyasada bu yaklaşımın yeniden değerlendirilmesi sonucunu doğurmuştur. Bu dönemde ayarlanabilir faiz oranlı kredilere ve kredi sürelerinin kısaltılması uygulamalarına, büyük bir kayma eğilimi olmuştur. Bu prosedürler gelirleri ayarlamakla şirketlerin kârlarını garantiye alırken tüm yükü borçlanan üzerine yıkarak kredi riskini arttırmaktadır (25).

Kredi riski, ana paranın ve faizin ödenmemesi ihtimali, borç / varlık oranına veya borç hizmet bedeli oranına, firmanın ve ürünlerinin niteliklerine ve içinde bulunduğu genel macro-ekonomik koşullara bağlıdır.

Genellikle borç veren endüstrinin bu tip riskleri gözönüne alması gerekir. Bu da borç veren firmanın büyük olmasını, birbirinden bağımsız ve pek çok sayıda kredisinin olmasını bunların yanısıra da hataların sıklıkla değil arızı olarak yapılıyor olmasını gerektirir.

Bir sermaye piyasası ne kadar rekabete açık olursa bu tip bir yaklaşımın alınması o derece güçleşir. Rekabetin daha fazla olduğu ortamda genellikle kuruluşların ortalama büyüklüğünün nisbeten daha küçük olduğunu ve bilgi toplamada ekonomi sağlayabilmek için bölgesel, iş tipi veya kredi çeşiti açısından uzmanlaşmış oldukları görülür, ki bunların kredileri de birbirine bağımlıdır. Bu yüzden daha belirgin olarak görülür ki bu bankalar uzun vadeli bir tutum içine giremezler (26). Öyleki piyasa koşulları

(25) J. STIGLITZ, A. WEISS, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, *American Economic Review*, 1981, sh.393-410

(26) Mullineut (1987) *Amerikan Bankacılık Sisteminin büyüyen kararsızlığının bu tip bir bölgeselleşmeye dayandırmaktadır.*

Bkz. Jamshed GHANDHI, a.g.e, sh.10



yüzünden zaman zaman rakiplerinden ve finansal analistlerden bağımsız bir davranış gösterebilirler. Duesenberry'nin 1960'larda da belirttiği gibi, kurumsal kreditorler herhangi bir zamanda büyük kayıplar gösterecek kadar talihsiz olabilirse de uzun dönemde bu zararları karşılayacak ve kâra geçecektir (27). Bu tip bir durumda borç veren hata risklerine karşı kendince güvenli gördüğü firmalara yani düşük risklilere borç vererek, bunun dışında getirisi ne olursa olsun diğerlerine borç vermeyerek güvenliğini sağlama yoluna gidecektir. Bu durumda sermaye piyasası elindeki fonları geleneksel refah ekonomisine göre verimli dağıtmamış, sistemin işleyişine müdahale etmiş olur.

Görünüşe göre katı kurallarla belirlenmiş herhangi bir kredi değerlendirme sistemi olmasa da sermaye piyasası gerçek ekonomik gelişmeye bir engel olarak görülebilir. Sermaye piyasasının son derece risk alabilir şekilde yönetildiği varsayımında da hataları karşılayabilmek için son derece yüksek primler sözkonusu olacaktır. Geleneksel refah ekonomisi bu durumu fonların verimsiz dağılımı olarak değerlendirmeyecektir. Çünkü onlara göre teknik anlamda verim olması için riskin fiyatlandırılması sırasında kredinin riskinin tek başına değerlendirilmesi gerekmez. Sadece fiyatlandırılması ve en riskli müşterinin bile kredi kullanabilmesi yeterlidir.

Mamafih, bu durumda SP gerçek sektör gelişimine engel teşkil eder, çünkü güvenli kredi müşterilerine yönelik son derece dengeyi bozucu şekilde olacaktır. Bunlar gelişmekte olan ülkelerde büyük, iyi kurumlaşmış ve piyasa payı büyük olan müşteriler şeklindedir. Schumpeteryan dünya görüşü gelişmeyi kâr nüvesi olarak yeni icatları olan mucitleri görür ki, bunlarda çok risklidirler. Bu sermaye piyasalarının mutlaka kurumsallaşmış girişimciler lehine bir komplo kurmuş olmalarını gerektirmez, risk almak istemeyen şahıslar gerçek sektördense sermaye piyasalarına özellik-le bankalara yönelebilirler, ya da sermaye piyasaları tamamen bilinmeyen durumlarda bilgi edinmeyi ve işlemeyi çok zor bulabilir. Herhalde serbestçe çalışan bir sermaye piyasası gerçek sektörde optimumdan daha düşük bir perfor-

---

(27) R.BREALEY, S.MYERS, a.g.e, sh.158



mansa yönelirken bunun ekonomik ve sosyal kâr ve zararları da gözönüne alınarak bir müdahale yapılması olası hale gelebilir.

Bir olayın olma ihtimali çok düşük olduğunda objektif olasılıkların zaman içerisinde subjektif olasılıklar düzeyine ulaşacağına inanmak için hiçbir neden yoktur. Rekabetçi sermaye piyasası koşulları şu eğilimi vurgularlar; şöyleki eğer bir kreditor düşük olasılıkları bir tehlike için uygun fiyatı isterse, bu ihtimali gözardı edebilen rakibine piyasasını kaptıracaktır (28).

Fakat belirtmelidir ki, serbestçe işleyen bir SP'nin, kaynak dağıtımında verimliliği için en tehlikeli dalını kredi değerlemesi oluşturur. Katı tanımlanmış bir kredi değerlemesi, finansal kurumun yüksek risk oranlarını belirlenen fiyat ne olursa olsun reddetmesine yol açtığı için risk alarak gelir sağlamaya yönelik bu tür ticaretin enbüyük engelidir. Kredi değerlemesi, sermaye piyasalarının uygulanabilecek faiz hadleri veya alınabilecek riskler hususlarındaki düzenlemelerine tepki olarak da oluşabilir. Ancak kardi değerlemesinin sadece bu tür düzenlemelere tepki olarak ortaya çıktığını düşünmek çok büyük bir hata olacaktır.

Buraya kadar anlatılanları şu şekilde özetlersek: PSP'nı içine alan mali piyasalar -bundan sonra her iki piyasayı içine alan sisteme mali piyasalar diyeceğiz- bir ekonomide tasarrufların bu tasarrufları daha verimli kullanacak olan finansal araçlarla aktarılmasını sağla-yan piyasalardır. Bu piyasalar gelişmediği, iyi işlemediği zaman gelir yaratan birimler ya tasarruflarını azaltarak tüketimlerini arttırırlar ya da verimsiz alanlara yatırırlar. Mali piyasaların iyi çalışmadığı bir toplumda fertlerin bir kısmı çok düşük verimli yatırımlar yaparken, kurumsal yatırımcılar yüksek verimli yatırımları için uygun şartlarla kaynak temin edemezler. Özetle bir ekonomide kaynakların verimli bir şekilde dağılımı için mali piyasaların iyi çalışması gerekir (29). İyi çalışan mali piyasalar, bireylerin gelirlerini tasarruf ve tüketime daha iyi paylaştırılmalarını ve tasarrufların daha verimli alanlara yatırılmasını

(28) Daha fazla bilgi için,

Bkz. GUTTENTAG, HERNING, *Competitive Capital Markets, Economic Journal*, No:106, Temmuz 1984

(29) I. Özer ERTUNA, *Türkiye'de Mali Piyasalar Sorunlar ve Çözümler*, İstanbul Ticaret Odası Yayın No:6, İstanbul, 1987, sh.17

sağlayarak milli gelirin dolayısıyla refahın artmasına katkıda bulunacaktır (30).

Bir ekonomide fertler gelirlerini ya çalışmalarından ya da birikmiş servetlerinden elde ederler. Bireylerin varlıkları da arsa, bina, çiftlik, fabrika, altın vb. gibi ya reel varlıklar; ya da mevduat, hisse senedi, tahvil, gelir ortaklığı senedi, hazine bonosu, devlet tahvili, finansman bonosu vb. gibi finansal varlıklardır.

Reel varlık edinme ve kullanma büyük miktarlarda bilgi ve birikim gerektirir. Bu nedenle küçük tasarrufluların reel varlıklardan oluşan servet oluşturma imkânları çok kısıtlıdır. Oysa, finansal varlıklar küçük tasarruflarla elde edilebilir ve bunları edinme, kullanma fazla bilgi ve yetenek istemez. Çünkü bu bilgi ve yetenek gelişmiş ekonomilerde aracı kurumlarca sağlanır (31). Halbuki bizim ülkemizde özellikle borsanın yükseldiği dönemlerde; hisse senedini bile bilmeyen pekçok yatırımcı kulaktan dolma bilgilerle borsada alım-satım yapmaktadır. Birikimi olmayan yatırımcılara kredili kâğıt alma olanağı bilinçsizce aracı kurumlar tarafından bile sağlanabilmektedir.

Mali piyasalar vade, miktar ve risk ayarlaması yaparlar. Aracı kurumlar tasarrufluların vade, miktar ve risk tercihleri ile fon kullananların vade, miktar ve risk ihtiyaçlarını bağdaştıracak çeşitli araçları geliştirmelidirler. Bu

---

(30) *Sermaye Piyasası gelişiminin bağımsız olarak büyüme oranının artırımındaki rolünün mutedil birbakış açısına sahip olduğuna dair geniş bir fikir alanı vardır. Fakat günümüzde bu merkezi görüş çok az kabul görmektedir. Mali gelişme için bağımsız bir rolün olasılığını ve teorik olarak tarihi kanıtları inceledikten sonra Goldsmith (1969) şunu öneriyor:*

*Hiç kimse mali yapısındaki bir üstünlüğün, I. Dünya Savaşı'ndan önceki yarım yüzyıl içinde bütün olarak İngiliz ekonomisiyle karşılaştırıldığında, Alman ekonomisinde daha hızlı bir büyümeye yol açtığını iddia edemez. Ekonomik teori ve ekonomik tarihin her ikisi de bizi temin eder ki; mali kaynakların, kurumların varlığı ve gelişimi ekonomik büyüme için gereklidir, fakat tek başına yeterli değildir. Bunu ifade etmekle beraber yine de ekonomik teori-tarih esas olarak bizi ilgilendiren 'Finans bir fark yaratır mı?' sorusunu cevaplamada yetersiz kalıyor.*

*Goldsmith bunun karmaşık hadise veya ekonomik büyüme ile mali gelişme arasındaki olası ilişkilerin kararındaki kavramsal olanaksızlığını yansıtabileceğini söyler.*

*Bkz. R.CAMERON, Banking in The Early Stages of Industrialization, New York, 1967, sh.145-158*

(31) Selahattin TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası: Teori, Uygulama, Okan Yayıncılık, İstanbul, 1985



konuya daha ilerideki bölümlerde değinilecektir.

Gelişmiş sermaye piyasaları ülkelerin gelişmelerine etki etmektedir. Ancak "gelişmiş sermaye piyasası" tanımı çok önemlidir. Sağlıklı rekabetin ve haberleşmenin sağlandığı, insider trading'in engellendiği, bilinçli tasarrufçu ve danışman yatırım uzmanı ile aracı kurumlarının bulunduğu, vade-risk-miktar ayarlamalarının çok iyi yapıldığı vb. özelliklerini taşıyan bir SP'nin olması ve bunlarla beraber mali sistemin tamamen kurulduğu, sanayi ve ticaretin sağlam temellere oturduğu bir ülkede SP'nin gelişimi ülkelerin gelişmesinde katalizör etki yapabilecektir. Bir ülkede sağlıklı bir borç-özkaynak dengesi yoksa, mali sistem tamamen yerine oturmamışsa, kişiler daha çok spekülasyon amaçlı tasarruflara yöneliyorsa; finansal sistem enstrümanları verimi ve vadesi konusunda serbest bırakılmadığı için planlanan kaynak dağıtımı gerçekleşemez ve finansal varlıklar şeklinde ortaya çıkan tasarruflar ve bunların kurum ve enstrümanlar arasındaki dağılımı yetersiz kalır. Böylece SP'nin temeli olan denge bozulur ve ülkenin gelişimini bu sefer ters yönde etkilemeye başlar. Bu durum kendisini geliştirmekte olan ülkelere daha çok hissettirir. Türkiye bu teze en iyi örneklerden birisidir. 1980 yılından itibaren getirilen düzenlemeler ile Türkiye'de bir SP oluşturulmaya başlandı ve kısa zamanda gelişti. Hiç şüphesiz bu gelişme 1980 ile 1990'lı yıllar arasında Türkiye'nin katettiği mesafede büyük rol oynamıştır. Tabii ki bu durum tasarrufların sağlıklı bir biçimde toplanıp ihtiyacı olan sektörlerle en uygun maliyetlerle dağıtıldığı sürece etkili olmuştur. Fakat yukarıda belirtilen durumlar tam olarak gerçekleşmediği için, yani kamu açıklarının önlenememesi, dış borçlanma dengesinin sağlanamaması, sağlıksız iç borçlanma sonucu 1994 yılının başından itibaren finans kesiminde başlayan kriz daha sonra reel kesime ve dolayısıyla da halka intikal etmiştir. Türkiye'de görülen bu kriz çeşitli dengelerin bir arada sağlanamaması sonucu SP'deki sağlıksız gelişmeden kaynaklanmıştır. SP'deki sağlıksız gelişme, 1994 yılının başında Türkiye'de de görüldüğü gibi, üretim ekonomisi yerine rant ekonomisinin öne geçmesini ve üretim yerine parayla para kazanma yolunun tercih edilmesi sonucunu ortaya çıkarır. Borsa, döviz ve repodan büyük paraların dolaşması 80'li yıllarda altyapısı oluşturulmadan SPE'nin oturtulmaya çalışılmasının sonucudur.



### **1.3. MALİ PİYASALARIN VADE, MİKTAR ve RİSK AYARLAMALARI**

Mali Piyasalar tasarrufları yaratanlardan kullananlara aktarırken vade, miktar ve risk ayarlaması yaparlar. Bu işlevlerin yapılabilmesi için çeşitli finansal araçlar, kurumlar ve kurallar geliştirilmiştir. Bu piyasalar gelişmediği, iyi işlemediği zaman, gelir yaratan birimler; ya tasarruflarını azaltarak tüketimlerini artırırılar, ya da tasarruflarını verimsiz alanlara yatırırılar. Mali piyasaların iyi çalışmadığı bir toplumda fertlerin bir kısmı çok düşük verimli yatırımlar yaparken, kurumsal yatırımcılar yüksek verimli yatırımlar için uygun şartlarla kaynak temin edemezler (32). İyi çalışan MP'lar, bireylerin gelirlerini tasarruf ve tüketim arasında daha iyi paylaştırmalarını ve tasarrufların daha verimli alanlara yatırılmasını sağlayarak milli gelirin, dolayısıyla refahın artmasına katkıda bulunmaktadır.

MP'da araçlar; tasarrufları, gelirleri az tüketerek biriktirenlerden, gelirlerinden fazla tüketecek veya yatırım yapacak olanlara aktarmaya yararlar. Aktarma işlemi dolaysız, yani doğrudan doğruya tasarrufçudan kullanıcıya ya da dolaylı başka bir deyişle araya finansal kurumlar girerek gerçekleşebilir (33). Bu nedenle finansal araçların bir kısmı dolaysız aktarmalarda, bir kısmı ise dolaylı aktarmalarda kullanılır.

Bi işlevler;

I. kısa vadeli birikimleri uzun vadeliye çevirmek suretiyle vade ayarlaması şeklinde,

II. küçük tasarrufları büyük kaynaklara çevirmek şeklinde hacim (miktar) ayarlamasıyla,

III. portföy oluşturarak riski dağıtmak ve azaltmak suretiyle risk ayarlaması şeklinde gerçekleştirilir.

(32) H.E. DOUGAN, J.E. GAUMNITZ, *Capital Markets and Institutions*, Prentice Hall, New York, 5th Edition, 1986, sh. 175

(33) I.R. AMPBELL, R.B.LOW, N.V.MURRANT, *The Valuation and Pricing of Privately - Held Business Interests*, Canadian Cataloging in Publication Data, 1990, Toronto, Canada.

Dolaylı aktarmalarda araya giren aracı kurumlar da dolaysız aktarmalarda hizmet veren mali piyasa kurumları gibi, verdikleri hizmetlerin karşılığını alarak kâr etmeye çalışırlar. Konuya bu açıdan bakıldığında mali piyasalarda hem araçlar arasında hem de aracılar arasında rekabet vardır.

Teorik olarak ve "İdeal" şartlarda risk ve vade farkı olmadığına tüm mali piyasa araçlarının faizi veya bu araçlarla aktarılan fonların fiyatları eşit olur. Bu faiz, ekonomide marjinal yatırımların kârlılığına ve tüketicilerin "tüketim zaman tercihlerine" eşit olur. Ekonomik hayatta koşullar "İdeal" değildir. Ayrıca, tüm finansal araçlar için risk çok önemli bir gerçektir. MP'da fiyatlar risk, vade ve miktarlara göre değişir. Tasarrufçuların çok çeşitli risk, vade, miktar tercihleri ile kullanıcıların çok yönlü risk, vade ve miktar tercihlerine göre mali araçlar tanzim edilerek ihtiyaçlara cevap verilmeye çalışılır. Bu nedenle, ihtiyaçların iyi tatmin edilebilmesi için, finansal araçların çok çeşitlilik göstermesi gerekir. MP'da fon aktaran aracı kuruluşlar tasarrufçuyu tatmin edecek araçlarla topladıkları fonları, kullanıcıları tatmin edecek araçlara çevirerek, yarattıkları hizmet karşılığı kazanç sağlarlar. Bu risk, vade ve miktar ayarlamaları kurum bünyesinde çeşitli araçlarla yapılabileceği gibi bazı kurumlarca araçların takası ile de (Swap İşlemleri) yapılabilir.

MP'da fiyatlar risk, vade ve miktara göre değişiklik gösterir. Tasarrufçuların ve kullanıcıların çok yönlü, risk, vade ve miktar tercihlerine göre mali araçlar tanzim edilir. Böylelikle farklı ihtiyaçlara cevap verilir. MP'da bu dengeler sağlanarak; fon aktaran mali kuruluşlar tasarrufçuyu tatmin edecek araçlarla topladıkları fonları, kullanıcıları tatmin edecek araçlara çevirerek yarattıkları hizmet karşılığı kazanç sağlarlar.

Türkiye'de mali piyasalarda risk, yok edilmesi gerekli bir özellik olarak anlaşılmaktadır. Çoğu zaman da riskin idari kararlarla bazen de müdahalelerle yok edilebileceği sanılmaktadır (34). Oysa, risk finansal araçların ayrılmaz parçasıdır. MP'da riskin bedeli teşekkül eder. Riski fazla olan araçlardan riski telafi edebilmek için gelir beklentilerinin de yüksek olması gerekir. Ancak çeşitli araçların risk miktarı ve gelir riski, enflasyon riski ve ödeneme-

(34) I. Özer ERTUNA, a.g.e, sh. 11



me riski gibi özellikleri değişmektedir. MP'da riskin bedeli teşekkül eder. Riskin bedelini tasarrufçuların riske karşı tutumu belirler. Ancak, MP iyi çalıştıkları takdirde, aynı miktar risk için farklı fiyatlar teşekkül etmez ve risk ayarlamasının bedeli o kadar düşük olur.

Finansal araçlarda riskin yok edilmesinin yolu bir bedel karşılığı sigorta satın almak veya teminat mektuplarındaki gibi garanti satın almaktır. Bu durumlarda da risk ortadan kalkmamış, bir bedel karşılığı riskin yükü diğer bir kurumca üstlenilmiş olmaktadır.

MP'ın sağlıklı gelişebilmesi için risk ve kazanç arasındaki ilişkinin iyi bilinmesi gerekir. Gelir düzeyi aynı olan iki yatırımdan riski az olanı tercih edilir. İlave risk kabul edilecekse bu riskin bedeli de ek gelir olarak alınmalıdır.

Türkiye'de mali araçların risk ve gelir ilişkisi çok çarpıktır. Mali araç çeşitliliği açısından kısır olan piyasada, aynı vade ve miktardaki araçların riskleri farklı fakat gelirleri aynı olabilmekte, hatta, riskli araçların muhtemel gelirleri risksiz araçların gelirlerinden daha düşük kalabilmektedir.

Değişik riskler için gelirin farklılaşmamasının nedeni fiyat mekanizmasına kamu müdahaleleridir. Genellikle finansal araçlarda asgari ve azami faizler resmi kuruluşlarca saptanmakta ve tanınan faiz aralığı yanlış olduğundan tüm piyasada tavan faizler kullanılmaktadır. Bu durum rekabet koşullarını zedelemektedir. Örneğin, geçmiş yıllarda küçük bankalar faiz farklılaştırılmamasının sıkıntısı çekmişlerdir. Banker krizi sonrası tasarruflar küçük bankalardan büyük özel bankalara, ve özel bankalardan kamu bankalarına kaymıştır.

Türkiye'de tasarrufların en çok değerlendirildiği banka mevduatlarında, 1994'ün ikinci yarısından itibaren enflasyon riski artı %10 - %15 gelir gibi bir sisteme geçilerek enflasyonun üstünde bir gelirin tasarrufçuya sağlanması hedeflenmiştir.

Halkımızın tasarruf araçlarına olan eğilimini, bu eğilimi belirleyen şartlara çalışmamın "Türk Halkının Varlık Kompozisyonu" bölümünde değişmektedir.



## **1.4. TÜRKİYE'DE MALİ PİYASALARIN DURUMU**

### **1.4.1. Türkiye Ekonomisi Tarihine Genel Bir Bakış**

Kıt kaynaklarla ekonomik gelişmesini gerçekleştirmeye çalışan Türkiye'de karşılaşılan en önemli sorunlardan biri yatırımların finansmanı için gereken fonların temini olmuştur. Toplanabilir kaynakların en düşük maliyetlerle kullanılabilir fonlara dönüştürülmesi, gerekse mali kaynakların ekonomide en verimli sahalara tahsisinin sağlanması ekonomik gelişmenin teşvikinde anahtar öneme sahiptir. Türkiye'de mali piyasa banka mevduatı - banka kerdisi sistemine dayanan kısır bir piyasadır. Her ne kadar zaman içinde MKP, tahvil piyasası vb. gibi sermaye piyasalarının gelişmesi gözlenmiş ise de, istenen seviyeye gelmemiştir. Çünkü Türkiye ekonomisinin temelleri sağlam değildir ve 1994 yılının başında da görüldüğü gibi dengeler çok hassas olup, en ufak bir olumsuz gelişme ülkemizi ekonomik krize sürükleyebilmektedir. Tüm bu olumsuzlukları gidermek için para ve sermaye piyasalarını içine alan mali piyasanın -ki bundan sonra bu iki piyasayı içine alan sisteme mali piyasa diyeceğiz- ekonomik gelişmeye paralel bir şekilde geliştirilmesi gerekmektedir.

Her ne olursa olsun yine de, 1980 yılından bu yana Türkiye mali piyasalarında önemli gelişmeler olmuştur. En azından, zaman zaman tasarruf yapanların çok büyük bir çoğunluğu birikimlerini değerlendirme yolu olarak vadeli mevduat ile hazine bonosu ve devlet tahvili gibi kamu enstrümanlarını seçse de, tasarruf araçlarında bir çeşitlilik oluşmuştur. Bunlar borsada işlem yapmak, finansman bonosu, varlığa dayalı menkul kıymet, yatırım fonları vb. gibi araçlardır. Altın en eski ve klasik bir yatırım aracı olduğu için değinmeye bile değmez. Dövizden bahsederken ise döviz bulunduranların hapis cezasına çarptırıldığı dönemlerin unutulmaması kanatini taşımaktayım. Her ne kadar Türkiye'nin mali piyasaları gelişmesinin arzu edildiği seviyelerde olmasa bile fazlaca karamsarlığa kapılmaya da gerek yoktur.

Türkiye'de MP'ın gelişmesinde izlenen yolları kronolojik olarak kısaca incelemeye çalışalım. MP ile ilgili en ciddi çalışmalar 1980 yılından itibaren

yapılmıştır.

Türkiye Cumhuriyet döneminde çok önemli boyutlarda ekonomik hamleler yapmıştır. 1927'de 13,6 milyon olan Türkiye nüfusu 1990'lı yıllarda 70 milyona yükselirken, fert başına milli gelir 230\$'dan 2,850\$ lar seviyesine yükselmiştir. Yani 60-65 senelik bir zaman sürecinde nüfus 5 kat gibi yüksek bir orada artarken bununla beraber milli gelir de 13 kat gibi tatminkâr oranda artmıştır. En önemli sorunumuzun nüfus artışı olduğuna burada değinmek istiyorum.

Türkiye Ekonomisinin Temel Evrelerini şu şekilde inceleyebiliriz (35) (36):

İlk evre Türkiye Ekonomisinin kuruluş yılları olan 1923-1950 yıllarıdır. Savaş yılları sonrasında her ne kadar Türkiye'nin doğal kaynakları gelişmeye engel olacak nitelikte bulunmamaktaysa da, sosyal ve ekonomik şartlar gelişmeyi ve kalkınmayı büyük ölçüde zorlaştırmaktaydı. Kişi başına ulusal gelir 230\$ seviyelerindeydi. Temel amaç ekonominin gelişmesinin tarımda başlamasıydı. Bütün mali olanaksızlıklara rağmen demiryolu, eğitim, sağlık gibi altyapı yatırımlarına başlanmış ve bu konularda önemli adımlar atılmıştı.

İkinci evre olarak Ekonomide patlamanın olduğu İçe Dönük Endüstrileşme Dönemi'ni (1950 - 1961) görüyoruz. Endüstri'de hızlı bir gelişme süreci başlamıştı. 1950'de yatırımların ulusal gelire oranı %11 iken, bu oran 1960'da %16'ya çıkmıştı. 1948 - 1953 yılları arasındaki ulusal gelir artışı ortalama %7,9 olmuştu. Bu dönemde yaşanan enflasyon ise bütünü ile hükümetin para miktarını artırmasının neden olduğu bir olaydı. 1950'li yıllarda ortaya çıkan olumsuz gelişme dış ticaret açıklarında meydana gelen artışlardı. 1\$ = 2,80 TL'di ve bu kurlarla ihracat yapmak mümkün olmuyordu. Ekonominin tam durma noktasına geldiği 1958 yılında devalüasyon

(35) Zeyyat HATİPOĞLU, *Türkiye İktisadına Günsel Bir Yaklaşım. İşletme Yönetimi İhtisas Dizisi No:4, İstanbul; 1986, sh:4-40*

(36) Zeyyat HATİPOĞLU, *Türkiye Ekonomisinin Geleceği-Fakirleşmeye Devam Edecek miyiz? İstanbul, 1987,3-70*



yapılarak 1\$ = 280 kuruştan 9 TL'ya çıkarıldı.

Üçüncü evre olarak Planlı Ekonomi (1960 - 1970) yıllarını görmek mümkündür. 1960 yılında yapılan 27 Mayıs askeri darbesi, bir ölçüde ülkenin 1950'lerde karşılaşmış bulunduğu ekonomik zorluklara karşı bir tepkiydi. İlk önemli iş DPT'nin kurulması olmuştu. Artık 5'er yıllık kalkınma programı uygulamalarının devri başlamıştı. 1960'lardan sonra kimsenin inkâr edemeyeceği gelişmeler yaşanmıştır. Yatırımların ulusal gelire oranı %25 ler seviyelerine gelmiştir. Bu dönemlerde yapılan en önemli hata Türkiye'nin karşılaştırmalı üstünlüklerinin hangi sektörlerde olduğunu tespit etmeden her kolda sanayileşmeyi istemesidir. Böylece Türkiye o günden bugüne ve günümüz de dahil pahalı üretip pahalı tüketmiştir. Sanayi dışa bağımlı olduğu için pekçok ara malı ithalatı başlamıştır. 1960'lı yılların sonlarında gelen işçi dövizleri ile beraber ihracat ithalatı karşılayamamış ve yeni bir devalüasyona ihtiyaç duyularak 1970 yılında 1\$ = 9TL'ya çıkartılmıştır.

Bu dönemde Türkiye ile Ortak Pazar ilişkileri başlamış ve dolayısıyla Yabancı Sermaye gündeme gelmiştir. Tüm bunlarla birlikte Türkiye'nin daha serbest bir dış ticarete doğru gitmesi zorunluluğu ortaya çıkmıştır.

Dördüncü Devre ise, tüketim malı ithalatının da başladığı 1970 - 1980 yıllarıdır. 1973'lü yıllarda döviz rezervleri fazlaydı. Bunların bir miktar azaltılması gündeme gelmişti. Buna sebep olarak da, diğer şartlar aynı kaldığı takdirde döviz rezervlerinin bir miktar azaltılması, para miktarının azalmasına sebep olacak ve bu para miktarındaki azalmayla beraber enflasyonun düşeceği görüşü ileri sürülüyordu. Nitekim bu yıllarda yatırım malı ithalatı hızlanırken, tüketim mallarının ithalatı da başlamıştı. 1970'li yılların sonlarına doğru kişi başına ulusal gelir 250\$'lerden 1460\$'lara gelmişti. Bu yıllarda görülen en önemli unsur sanayileşme ile beraber tarımın ulusal gelirdeki payının %50'lerden %22'lere düşmesidir. 1960'larda %5 olan enflasyon, 1970'lerde %20'lere fırlamış, 1976 yılından sonra ise önce %40, sonra da %100'lere kadar çıkmıştır. İhracat'ta gerileme başlayarak 1979'larda Milli Gelir içindeki pay %3,9 olmuştur. İhracatın artmayışının yüzeydeki



sebebi enflasyon ve bununla birlikte döviz kurlarının sabit tutulmasıydı.

Beşinci devre ise, MP'daki düzenlemelerin başlayıp geliştiği 24 Ocak 1980 kararları ile başlayan dönemdi. Temelde enflasyonu azaltmak, ihracatı artırmak, yoklukları ortadan kaldırmak için 24 Ocak kararları alındı. Bu kararlar temelde;

- Serbest piyasa mekanizmasına geçilerek fiyat kontrollerinden vazgeçilmesi,
- KİT'lerin fiyatlarını maliyetlerini aksettirecek şekilde ayarlaması,
- Reel faiz oranlarına geçilmesi,
- 1979'da 47 lira olan doların gerçek bir devalüasyonla 70 TL'ye çıkartılmasıdır.

Sonuçta 1979'da %80 olan enflasyon 1983'de %40'a geriledi. İhracat atmaya başladı. Gereksiz grev ve lokavtlarla duran fabrikalar yeniden çalışmaya başladı.

1980 yılından sonra ise Türkiye'de MP'ın gelişmesine önem verilmiş ve MP'ın hukuki düzenlemeleri 1980 sonrası dönemde hızlandırılmıştır. Bu düzenlemeleri ve oluşturulan kurumların başlıcalarını şöyle sıralayabiliriz.

- 1981 yılında kabul edilen SPK,
- 1982 yılında oluşturulan SPK,
- 1983 yılında çıkarılan bankacılık sistemiyle ilgili kanun hükmündeki kararname,
- 1984 yılında özel finans kurumlarının çalışma esaslarını saptayan Bakanlar Kurulu kararı,
- 1985 yılında çıkarılan Bankalar Kanunu,
- 1985 yılında düzenlenip Ocak 1986'da faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,

- Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihraç izni,
- A ve B tipi yatırım fonlarının oluşturulması,
- Repo yapma serbestisi,

düzenlemelerin en önemlileri ve göze çarpıcılarıdır.

Çalışmanın pek çok yerinde de belirtildiği gibi; bugün Türkiye ekonomisinde istenen seviyelerde bir gelişmenin sağlanamaması, enflasyonun yüksek seyretmesi, ihracatın arttırılamaması vb. gibi ekonomik sorunların temelinde siyasi istikrarın sağlanamaması yatmaktadır. Siyasi istikrar ile ekonomik istikrar birbirinden ayrılamamakta ve birbirleri ile sebep-sonuç ilişkisi içindedirler. Günümüze baktığımızda en çok konuşulan konunun, son 14-15 yıldır her evrede yapıldığı söylenen ekonomik yolsuzluklar olduğunu görüyoruz. Tüm bu istikrarsızlarda ise en baş sebep, 1980'li yılların başlarında sağlam temellere oturtulmadan serbest piyasa ekonomisi diye çarpık bir düzenin Türkiye ekonomisine temel oluşturmasıdır. Sağlam bir temele oturmamış ekonomilerde iyi bir mali yapının oluşturulması oldukça güçtür. Değişikliklere cevap verecek şekilde bir mali sistemin oturtulamaması pek çok gelişmiş ülke için bile zamanında problem olmuştur (37).

#### **1.4.2. Türk Mali Piyasasının Gelişimi ve Bugünkü Durumu**

MP; para ve sermaye piyasalarından oluşur. Para piyasaları kısa vadeli finansal araçların alış-verişinin yapıldığı, sermaye piyasaları ise hisse senedi ve tahvil gibi uzun vadeli araçların alınıp satıldığı pazarlardır. Bu piyasaların içerdiği enstrümanlar ve fonların dolaşımı Bölüm 1'de verilmektedir. Bu iki piyasada fonlar sürekli olarak gidip gelmekte olup, bu geliş-gelişler ekonomik koşullardan da etkilenmektedir. Para ve sermaye piyasalarının her yerde olduğu gibi ülkemizde de belirli koşullar altında beraberce

(37) *Gershenkron (1962); endüstrinin değişen yapının ihtiyaçlarına cevap verecek bir mali sistem gelişmediği için, İtalya'da meydana gelen endüstriyel patlamanın istikrarlı bir değişikliğe yol açmadığını belirtmiştir. Benzer olarak Fransa'nın gelişmesi de Credit Mobilier'in (1840) kuruluşuna kadar, yeni girişimleri destekleyecek mali sistemlerin oluşmasından dolayı geciktirilmiştir.*

*Bkz. A.GERSHENKRON, Economic Backwardness in Historical Perspective, Cambridge-Mass, 1962, sh.235-243*



gelişebileceği unutulmamalıdır. Enflasyonun sorun olduğu ve kontrol altına alınması gerektiğinde, bu piyasaları geliştirmek güçleşmektedir. Bunun da iki nedeni vardır:

Birinci neden; enflasyonist koşullarda sabit faizli olmasından dolayı tahvil gibi uzun vadeli finansal araçlara talep olmamasıdır. İkinci neden de yine enflasyon dönemlerinde hisse senetlerinin gelirlerinin fazla dalgalanma göstermesidir.

Türkiye'de para piyasalarının gelişme şansı daha fazladır. Çünkü Türkiye'de halen yüksek enflasyonla mücadele sürmektedir. Dalgalanan faizli tahvillerin kullanılmasının güçlükleri vardır. Sigorta Şirketleri ve Sosyal Güvenlik Kurumları halen sermaye piyasalarında işlem yapamamaktadırlar. Repo, varlığa dayalı menkul kıymet, B tipi fon vb. gibi kısa vadeli para piyasası araçları günümüzde önemli gelişmeler göstermektedir (38). Tüm bunlar, Türkiye'de para piyasasının gelişme şansının sermaye piyasasına göre daha kuvvetli olduğunu gösterir. Ancak unutulmaması gereken nokta para piyasasında yaşanacak gelişmelerin sermaye piyasasındaki gelişmelere de olumlu katkılarda bulunacağıdır. Nitekim zaman içinde muhasebe denetim şirketlerinin, underwriting işlemlerinin, rating şirketlerinin gelişme göstermeleri Sermaye Piyasalarının da bir gelişme sürecinde olduğunu göstermektedir. Bu gelişmeler birincil piyasalarda kurumsallaşmayı sağlarken, artan iş hacmi ile ikincil piyasa olan IMKB'nin de gelişmesine katkıda bulunacaktır.

Türkiye'de oligopol bir piyasaya sahip olan ticaret bankaları halen mali piyasaların yegane gelişmiş kurumlarıdır. IMKB'nin gelişimi ise sağlıklıdır.

Kamu açıklarının önlenemediği, KİT'lerin ekonominin üstünde çok büyük bir yük oluşturduğu ve dolayısıyla sürekli iç ve dış borç kısılacı altında olan ülkemizde, herkesin ürettiğinden daha fazlasını tüketmeye alıştırılmamasından da dolayı sağlıklı bir ekonomiye kavuşamamızın sayesinde MP da yeterli gelişmeyi gösterememiştir. 1994 yılı başından itibaren görüldüğü üzere, ekonomideki çıkmaz yani kriz önce MP'da başlamakta sonra reel

---

(38) I.Ö. ERTUNA a.g.e, sh.27

sektörlere ve nihayet de tüketiciye ulaşmaktadır. Bugün MP'ın istenen düzeyde gelişmemiş olması kalkınma çalışmalarına da önemli bir engel yaratmaktadır. Bu şartlarda MP fon aktarma işini, vade miktar ve risk ayarlama hizmetlerini çok pahalıya yapmakta veya hiç yapmamaktadır (39). Şöyle ki;

– Bankalar sisteminde mevduatın tasarrufçuya sağladığı kazanç ile kredinin kullanma maliyeti arasındaki fark kabul edilmeyecek düzeydedir. Bu durum 10 - 15 yıldır, yani SPE'ne geçilmesinden bu yana ülkemizde gizlenmekle beraber, 1994 yılı başından itibaren çok daha çarpıcı bir şekilde ortaya çıkmıştır. Zaman zaman günlük İnterbank faizleri %1000'lere, overnight işlemlerinin %400 - %600'lara, yıllık kredi maliyetlerinin %500'lere ulaşmıştır. Gerçi bu istikrarsızlık krizin başladığı 1994 yılında görülmüştür. Ancak bu durumda güçlü bir Mali yapıya sahip olmadığımız tezimizi doğrular vaziyettedir. Mevduat, repo, hazine bonosu, kredi faizleri oranları arasındaki kopukluk bazen haftada haftaya çok büyük farklılıklar göstermektedir. Haziran'94 ayından bir kesit alacak olursak şu durumu görebiliriz.

	<u>Yıllık Bileşik Faiz %</u>
Aylık Mevduat	185 - 190
Üç Aylık mevduat	195 - 200
Altı Aylık Mevduat	180 - 185
Oniki Aylık Mevduat	150 - 155
Üç Aylık Hazine Bonosu	406
Overnight Repo	200 - 220

Haziran'94 itibariyle dayanıklı tüketim sektöründe tüketicilere uygulanan aylık vade farkı %9,5 olup, bileşik faizi yıllık %197'ye gelmektedir. Bu tip firmaların kullandığı açık kredilerin yıllık kapitalize değeri ise %250 - %300 dür. Bu oranlar yukarıdaki tasarruf oranları ile karşılaştırıldığı zaman, arızı ve politik olarak çıkarılmış hazine bonusunun dışındaki tüm tasarruf oranlarından fazladır. Kısacası, kredilerin marjinal reel faizi, kullanılan para ile yaratılabilen tüm gelirden (ücret, faiz, kâr) daha yüksektir. Bu faiz yapısıyla kredi kullanılması zaman zaman kredilerin ödenemeyeceğini bile gündeme

(39) I.Ö. ERTUNA, a.g.e, sh.9



getirebilir.

Bankalar vade ayarlamasını, ekonomide ileriye görmenin zor olmasından da dolayı, çok pahalıya yapmaktadır. Bir ay vadeli mevduat ile bir yıl vadeli mevduat arasındaki faiz farkı kapitalize edilmiş değerlerle zaman zaman yıllık %35'ler seviyesine bile gelebilmektedir.

Yine de, artık faizlere doğrudan doğruya müdahale etme durumunun ortadan kalkması iyi bir gelişmedir. Varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının kurulması, A ve B tipi yatırım fonlarının kurulması ve işletilmesi Mali Piyasalarda iyi yöndeki gelişmelerdir. Bu piyasalardaki işlem yetkilerinin de sadece bankalara tanınması mali piyasaların risk ayarlama fonksiyonunu yerine getirmesini önlemektedir.

İMKB'nın dar kapsamlı olması, her şeyde çok çabuk etkilenmesi ve böylece spekülatif amaçlı işlemlere uygun olması, insider trading ile ilgili hiçbir kanuni işlemin yapılmaması da bu piyasalarda beklenen asıl amacın gerçekleşmemesinde rol oynamaktadır.

#### **1.4.3. Türk Mali Piyasalarının Kurumları**

Hane halkının finansal varlık kompozisyonunu ve bu kompozisyon içinde en önemli tasarruf aracının mevduatlar olduğunu gördükten sonra bankalarla beraber diğer mali piyasa müesseselerini incelemekte fayda vardır.

MP'ın gelişmesinde rekabet en önemli etkenlerdendir. Rekabet hem mali piyasa kurumlarının içinde hem de kurumlar arasında gerçekleştirilmedir. Kurumlar mali piyasalarda arz ve talebi daha iyi tatmin edecek finansal araçlar oluşturarak rekabet ederler. Bu rekabet sonucu mali piyasaların verimliliği artar. Bu verimlilik kaynakların dağılımının daha rasyonelleşmesi, para aktarma maliyetinin düşmesi ve piyasanın ihtiyacı olan bilgilerin daha iyi yayılması şeklinde ortaya çıkar. Mali piyasaların gelişmesi süreci içinde zaman zaman korumacılık hakim olmuştur. Yani, zaman zaman bazı kurumlara teknelci haklar tanındığından bu kurumlar diğerlerine nazaran daha hızlı gelişme göstermiştir. Örneğin, ABD'de uzun süre ticari bankaların hisse se-

nedine yatırım yapmaları ve yatırım bankacılığı (Investment Banking) faaliyetlerinde bulunmaları önlenmiş, bu durum yatırım bankalarının hızla gelişmesini sağlamıştır. Son zamanlarda mali piyasalarda gelişmeler kontrollerin ve kısıtlayıcı kuralların kaldırılması yönündedir. Kısıtlamaların kaldırılması hem kurumlararası rekabeti artırıcı yönde, hem de kurum içi rekabeti artırıcı yöndedir (40). Türkiye'de mali piyasalarda kuvvetli bir rekabet ortamı olduğu söylenemez. Mali piyasaların hakim kurumu ticari bankalardır.

Türkiye'deki ticari banka dışı kurumları, mali aracı kuruluşlar, özel finans kurumları, sigorta şirketleri, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve sosyal güvenlik kuruluşları olarak sıralayabiliriz. Aracı kuruluşlar bir gelişme sürecindedir. Sadece al-satıcılık değil, geniş tabanlı portföy yönetimi ile de organize olmalıdırlar. Özel finans kurumları ise, yaygın itibariyle İslam Bankaları, hızlı bir gelişme sürecindedirler. Hayat sigortası dalı daha emekleme aşamasındadır. Sigorta şirketleri de mali piyasalarda istenen aktif rolü henüz oynamaya başlamamışlardır. Yatırım alanları kanunla kısıtlandığından sosyal güvenlik kuruluşları mali piyasalarda etkili olamamaktadırlar. 1986 yılının başından itibaren yeniden düzenlenerek faaliyete geçen İMKB sürekli bir gelişme içindedir. 1980'li yıllarda uluslararası piyasalarda adı bile bilinmeyen borsamız 1993 yılında dolar bazında işlemde dünyanın 29. borsası olurken, dolar bazında getiride en çok kazandıran borsası olmuştur (41). Eylül'94 itibariyle de İMK'ndaki günlük işlem hacmi ortalama 60 - 65 milyon USDL'dir (42).

Yatırım danışmanlığı, yatırım yöneticiliği, menkul kıymetlerin muhafazası yollarında olumlu gelişmeler izlenirken, menkul kıymetlerin kalite yönünden sınıflandırılması (rating) konusunda da süratle gelişme kaydedilmektedir. Bu faaliyetlerin kurumlaşabilmesi için piyasaların gelişmesi ve ihtiyacın doğması gerekmektedir.

---

(40) *Bkz. H.E. DOUGAN, J.F. GAUMNITZ, a.g.e, sh. 275*

(41) *Ekonomist Dergisi, 27 Aralık 1993, Yıl:3, Sayı:48, sh.13-15*

(42) *Kapital Dergisi, 10 ekim 1994, sh.8-12*



Türkiye'de bankacılık dışında hem para piyasası kuruluşları, hem de sermaye piyasası kuruluşları istenen seviyelerde gelişme gösterememişlerdir (43).

#### 1.4.3.1. Ticari Bankalar

Aslında Türkiye'de mali piyasaların gelişmesinde bankacılıktan çok şey beklenmesinin, bankacılığın geçmişiyle müesseseseleşmiş bir kurum olmasından dolayı, haklı yönleri bulunmaktadır. Ancak, bu tutum bankacılığa teknelci haklar tanıyarak yeni kurumların gelişmesini önlememelidir. Dengelerin çok iyi kurulma özelliği vardır.

Türkiye'de mevduat çok geniş anlamda tanımlanarak, mevduat toplama yetkileri sadece ticari bankalara verilmiştir. Oysa ABD gibi gelişmiş mali piyasalara sahip ülkelerde, mevduat toplama yetkisi ticari bankalar dışındaki tasarruf kurumlarına da verilmiştir (44).

Türkiye'de de benzer bir yapıda; Özel Finans Kurumu veya yaygın de-yimiyle İslam Bankacılığı adı verilen ve faiz yerine kâr payı veren kurumlar

(43) *Bu gelişmenin gerçekleştirilememesinin nedenleri;*

- I. *Türkiye'de mali piyasaların gelişmesinde bankacılıktan çok şey beklenmiş ve bu nedenle bankalara fazla sayıda teknelci yetkiler tanınması,*
- II. *Şu anda daha liberal, daha az müdahaleci bir yapı olmakla beraber, bugüne kadar mevduat faizleri ve hatta kredi faizler bile devlet müdahaleleri ile bellirlenmiştir. Bu da bankalararası rekabeti önlemiştir. Bu görüşün ışığı altında Türkiye'de bankalar sisteminin oligopolik bir yapıya sahip olduğu söylenebilir. Zaman zaman müdahaleler azaltılıp, bankalar ve bankerler serbest bırakıldığında da müdahalesiz yaşamaya alışmamış sistem aşırı faiz hallerine başvurunca iflaslar görülmeye başlanması,*
- III. *Mali piyasaları gelişmiş ülkeler incelendiğinde, gelişmenin para piyasalarında başlayıp sermaye piyasalarında devam ettiği görülmesine rağmen Türkiye'de para piyasası geliştirilmesine çaba gösterileceğine, doğrudan doğruya sermaye piyasasının hatta çoğu kez de ikincil bir piyasa olan menkul kıymetler borsasının geliştirilmesinin hedef alınması,*
- IV. *Türkiye'de ticari ve sınaî alanda şirketleşmenin kapalı aile şirketlerince gerçekleştirilmesi ve şirketlerin kaynak ihtiyaçlarını ya aşırı borçlanma ile ya da otofinansmanla sağlanması şeklinde sıralanabilir.*

*Bkz. İ.Ö.ERTUNA, a.g.e, 1987, sh.21*

(44) *ABD'de de Kollektif Tasarruf Bankaları (Mutual Saving Banks), Tasarruf ve Borç Dernekleri (Saving and Loan Associations) ve Kredi Sandıkları (Credit Unions) ticari banka olmayan tasarruf kurumlarından olup, mevduat toplayabilmektedirler. Bunların önemli bir çoğunluğu kollektif olduğu için yönetim yetkisi katılanlarda olan ve faiz yerine kâr payı dağıtan kurumlar, küçük bir kısmı da kooperatif kurumlardır.*

*Bkz. T.Q. COOK, SUMMERS, Instruments of the Money Market, Federal Reserve Bank of Richmond, 1981, sh. 136-142.*

örgütlenmiş vaziyettedir. Ancak bunlar sermaye şirketi oldukları oldukları için, yönetimleri sermayedarın elindedir. Halbuki kollektif fonlarda yönetim yetkisi katılanlardadır.

Türkiye'de ticari bankalara menkul kıymet fonu oluşturma yetkisi de verilmiştir. İlk başta bu bankalara tanınan tekeli bir yetkiydi. Ağustos'95 itibariyle 38 adedi A tipi, 57 adedi de B tipi olmak üzere toplam 95 adet fon işlem görmektedir (45). İlk başta bankalar fonları mevduatlara rakip olarak gördükleri için, fon çıkarmaya karşı direnç göstermişlerdir. ABD örneğine bakacak olursak, gerçekten de böyle bir ilişkinin varlığı düşünülebilir. Özellikle 1980 sonrasında Para Piyasası Kollektif Fonları (Money Market Mutual Funds) ABD'de çok gelişerek bankaları zor durumda bırakmıştır (46).

Türkiye'de bankalara menkul kıymetler borsasında üyelik hakkı da otomatik olarak verilmiştir. Bankalar SPK'dan izin almadan, yalnızca başvuru sonucu üyelik hakkına kavuşabilmektedirler. Türkiye'de bankaların mali aracı kurum olarak faaliyet göstermesi kabul edildiği için, bu hak makul karşılanabilir.

Ticari bankalar mevduat sahiplerinden mevduat toplayıp şirketlere kredi vermektedir. Kredilerin şirketlere maliyetiyle, mevduatın tasarrufçuya sağladığı kazanç arasındaki fark oldukça yüksektir. Tasarrufçu enflasyon kadar veya yeni çıkarılan mevduat sistemiyle ( $\approx$  enflasyon + % 10) gibi gelir sağlarken, şirketler çok büyük kredi maliyetleri ile karşı karşıya gelmektedirler.

Türkiye'de ticari kredilerin çıplak maliyeti ekonomideki düzensizliklerden dolayı sürekli değişkenlik göstermektedir. Kriz döneminde önemli boyutlara ulaşan rakamların verilmesinin pek bir anlamı olmayacaktır. O yüzden nispeten durumların düzelmeye başladığı 1994'ün ikinci yarısına bakalım. Kısa vadeli ticari kredilerin şirketlere çıplak maliyeti 1994 yılının ikinci yarısında, %85 - %95 arasında değişmektedir. İleriye yönelik ekonomik beklentilerdeki belirsizliklerden dolayı bankalar uzun vadeli ticari kredi vermekten kaçınmaktadırlar. Diğer maliyetlerle beraber yıllık açık kredi mali-

(45) *Sabah Gazetesi, 23 Ağustos 1995, sh.8*

(46) *T.Q. COOK, SUMMERS, a.g.e, sh. 138*



yeti (%100 - %110)'a gelmektedir.

1993 yılının ilk 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun verilerinin yardımıyla bu 500 firmanın yarattığı katma değeri bulunacak ve reel kredi maliyeti ile karşılaştırılacaktır.

Tablo - 1

Sanayi Kuruluşlarının 1993 Sonu Finansal Değerleri Tablosu

I. 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Verileri (1993)

	<u>Milyar TL.</u>
Net Satışlar	: 755.298
Toplam Aktifler	: 668.448
Brüt Katma Değer	: 236.998
Net Katma Değer	: 152.418
Bilanço Kârı	: 63.591
Bilanço Zararı	: 44.928
Net Bilanço Kârı	: 18.663
Net Kâr	: - 9.563
Toplam Özsermaye	: 152.273

II. 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Arasına Giren ISO Üyesi 245 Büyük Sanayi Kuruluşu ile 241 Özel Sanayi Kuruluşu Verileri (1993)

	<u>Milyar TL.</u>
Net Satışlar	: 670.530
Toplam Aktifler	: 405.891
Brüt Katma Değer	: 184.328
Net Katma Değer	: 131.471
Bilanço Kârı	: 72.409
Bilanço Zararı	: - 3.807
Net Bilanço Kârı	: 68.602
Net Kâr	: 45.402
Toplam Özsermaye	: 106.913

Kaynak: Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluş, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı: 342, Eylül 1994, sh.17-21

Tablo-1'deki verilerin ışığı altında 500 Büyük Sanayi Kuruluşu ile, 500 Büyük Sanayi Kuruluşu arasında yer alan Özel Sektör Kuruluşları'nın reel para maaliyetlerini hesaplayalım.

Tablo - 2

500 Büyük Sanayi Kuruluşu Rasyoları Tablosu (1993 Sonu)

Net Satışlar / Toplam Aktif	: 1.13
Net Katma Değer / Net Satışlar	: % 20.2
Net Katma Değer / Toplam Aktif	: % 22.8

Tablo 2'de görüldüğü gibi, 500 Büyük Sanayi Kuruluşu 100 TL. kullandığında 113 TL.'lık satış hasılatı yapabilmektedir. 100 TL.'lık satış ise 20.2 TL. katma değer yaratmakta, böylece 100 TL. kullanıldığında 22.8 TL. katma değer yaratılmaktadır.

Ancak, KİT'lerin kâr edip 500 Sanayi Kuruluşu içine girseler bile ne kadar verimsiz kuruluşlar olduğu ve özelleştirilmeleri gerektiği bugün artık herkesce bilinmektedir. Öyleyse bizim için gerekli olan 500 Büyük Sanayi Kuruluşu içinde yer alan Özel Sektör Kuruluşlarının yarattığı katma değeri bulmaktır.

Tablo - 3

500 Büyük Sanayi Kuruluşu İçinde Yer Alan Özel Sektör Kuruluşları Rasyoları Tablosu (1993)

Net Satışlar / Toplam Aktif	: 1.65
Net Katma Değer / Net Satışlar	: % 19.6
Net Katma Değer / Toplam Aktif	: % 32.4

Tablo-3'den de görüldüğü üzere, Türkiye'deki özel firmalar sanayide 100 TL. kullandıklarında 165 liralık satış hasılatı yaratabilmektedirler. 100 liralık satış ise, 19.6 TL katma değer yaratmakta, böylece 100 TL. kullanıldığında 32.4 TL. katma değer yaratılmaktadır. 1993 yılı verilerine bakarsak; yıllık tüketici fiyatlarının %71.1, toptan eşya fiyatlarının %60.3 arttığını ve



yıllık ortalama toplam açık kredi maliyetinin de %110 civarında olduğunu görürüz. Bu oranlara bakarak 1993 yılı ortalama reel para maliyetinin  $[(\%110-\%60.3) / (1 + \%60.3) = ]$  % 31 olduğunu görürüz.

Yukarıdaki hesaplamalarda 500 büyük sanayi kuruluşu içinde yer alan özel sektör kuruluşlarının 100 TL. kullanarak 32.4 TL. katma değer yarattıklarını ve 100 TL. kredi alarak kullanılan paranın özel sektör kuruluşlarına olan maliyetinin de 31 TL. olduğunu gördük. Yani 1993 yılında özel sektör kuruluşları %31 reel para maliyetine katlanarak %32.4 net katma değer yaratmışlardır. İyi gibi görünen bu sonuç bizleri yanıltmamalıdır. Bu durum, 1993 yılında Türkiye'nin gerçekçi olmayan iyi bir ekonomik yıl geçirmesinden kaynaklanmaktadır. 1994 yılının hemen başında % 40'lara varan devalüasyon, overnight faiz oranlarının %1000 - %1200'lere varması, ticari kredilerin kesilmesi vb. şartlar ekonomiyi bir çıkmaza sürüklemiştir. Bunun etkileri geçici de olsa 1994'ün son çeyreğinde düzelmeye başlamıştır. Ancak hesapladığımız bu oranları 1994 yılının sonunda da hesaplamalıyız. Fakat sonuçlar bizi yine yanıltacaktır. Çünkü en iyi ve en kötü yılın sonuçlarını karşılaştırmış olacağız. Bu da bize, Türkiye'de siyasi istikrarın ve dolayısıyla ekonomik istikrarı sağlamadan istatistik sonuçların anlamlı olmadığını gösterecektir.

Aynı oranlara Türkiye ekonomisinin bir profilini yansıtan 1985 yılında bakarsak; reel para maliyetinin %28.6, katma değer ise %26.8 olduğunu görürüz.

Sonuç olarak; işlerin çok parlak gitmediği senelerin dışında, genelde yatırım kredileri ve ihracat kredileri vb. gibi özel maliyetli krediler dışındaki krediler dikkate alınarak hesaplanan reel kredi maliyetlerinin özel sektör kuruluşlarının yarattığı katma değerden fazla olduğu görülür. Bu da şirketlere ek maliyet demektir.

Sadece bankalara yüklenmek de sonuç değildir. Acaba kredi maliyeti ile mevduat faizi arasındaki farkın sebebi nedir? Bu araştırılmalıdır.

Eylül' 94 itibariyle bankalar;

– % 32 disponibilite

– % 8 Türk Lirası mevduat munzam karşılığı

– %10 Döviz tevdiat munzam karşılığı olarak Merkez Bankası'na yüksek oranlarda karşılık yatırmaktadırlar. Ayrıca bu karşılıklara faiz de alınamamaktadır. Bu durum, karşılıkların bankalara yarattığı ek maliyeti daha da arttırmaktadır. Örneğin mevduatın bankalara yıllık paçal maliyeti Eylül'94 itibariyle ortalama %85 iken, Merkez Bankası'na yatan karşılık nedeniyle maliyet %120'lere gelmektedir. Merkez Bankası disponibilite oranlarını bir para politikası aracı olarak da kullandığı için; karşılık oranlarını sürekli olarak yükseltip, düşürebilmektedir. Bu da ticari bankaları belirsizliğe itmektedir. Merkez Bankası'na yatan karşılıklara faiz ödenmesi sorunu bir nebze de olsa önleyebilecektir.

Enflasyonun altında elde edilen faiz geliri yanıltıcı bir gelirdir. Ancak enflasyon oranının üzerinde bir faiz elde edildiğinde reel gelirden bahsedilebilir. Nitekim bunu sağlayabilmek için bazı bankalarca (TEFE +) sistemli vadeli mevduata geçilmiştir. Enflasyon oranının altında faiz oranı elde edildiğinde gelir değil, aslında bir zarar sözkonusudur. Oysa, gelir vergisi nominal gelir üstünden alındığından, reel olarak zarar edildiğinde dahi vergi ödenmekte ve böylece zarar daha da artmaktadır. Ancak olaya tek taraflı bakmak yanlıştır. Eğer yukarıdaki sistem gerçekleşirse; ancak enflasyon oranının üstünde ödenen faiz masraflarının gider olarak yazılması sözkonusu olmalıdır.

Banka muamelelerinden vergi alınması ve çeşitli fon kesintileri bankaların fon aktarma maliyetlerini artıran unsurlardır. Bu vergilerin kaldırılması veya çok azaltılmasının gerektiği inancındayım. Bu vergilerin kaldırılması maliyenin kaynak kaybetmesi anlamına gelmeyecektir. Çünkü daha ucuz kaynak dağılımının yaratacağı kârlılık ve bu kârlılığın yaratacağı ek vergi geliri sözkonusu olacaktır.

Özetlenecek olursa, bankacılık sektörünün daha verimli çalışması için, bankalararası rekabeti ve bankalarla diğer kurumların rekabetini arttırmak



gerekir. Bunun için de finans pazarlarında tekelci hakların kaldırılması ve kurumların rekabet şanslarını azaltıcı uygulamalara gidilmemesi gerekir. Bu çerçevede, bankaların mevduat karşılıklarına Merkez Bankasınca faiz ödenmeli ve banka muamele vergileri ve çeşitli fon kesintileri kaldırılmalı, en azından iyice azaltılmalıdır.

#### 1.4.3.2. Sigorta Şirketleri

Türkiye'de 39'u yerli, 14'ü yabancı olmak üzere toplam 53 adet sigorta şirketi bulunmaktadır. Bunların 41'i normal, 12'si de Hayat Sigortası şirkettir. Tüm bunlara rağmen Türkiye para ve sermaye piyasaları, batıda çok önemli olan bu kurumun fonlarından, sigorta şirketlerinin sermaye piyasalarında işlem yapmasında kısıtlama olduğundan dolayı, hemen hemen yoksundur.

1993 sonu itibariyle tüm sigorta şirketlerinin (47)

	<u>Milyar TL.</u>
Toplam Varlıkları	21.381
Menkul Değerler Portföyü	8.053 'dir.

Yine aynı şekilde tüm sigorta şirketlerinin 1993 sonu itibariyle toplam gelirleri 2.546 milyar TL. olup bunun sadece %18'i ve 464 milyar TL.'sı hayat sigortası poliçelerinden elde edilmiştir (48). Hayat sigortası branşı daha istenen seviyelere gelememiştir.

Türkiye'de sigorta şirketleri finans piyasasına çekilmeli, kaynak toplama ve yatırım yapmada rekabete yer verilmelidir. Türkiye'de mevduat toplama tanımı yeniden gözden geçirilip, bankaların tekeline kurtarılmalı ve sigorta şirketlerinin kaynak toplayıcı ve kurumsal yatırımcı olarak sermaye ve para piyasalarında faaliyet göstermeleri sağlanmalıdır (49).

(47), (48) 1993 Faaliyet Raporu, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği, sh. 82, 83, 84, 85, 86

(49) Erdoğan ALKIN, Sigorta Kesiminin Fon Yaratma Gücü, Türkiye'de Sigorta Kesiminin Ekonomik Gücü Semineri, İstanbul, 1983

#### **1.4.4. Türk Mali Piyasasının Gelişmesi İle İlgili Öneriler**

Bir yandan mevcut kurumsal yapının aksayan yanları düzeltilirken, öbür yandan yeni kurumların geliştirilmesine özen gösterilmelidir.

Sosyal güvenlik kurumları ve sigorta şirketlerinin, hayat sigortası şirketlerinin fon plasmanları konusundaki kısıtlamalar ortadan kaldırılmalı ve ellerinde oldukça fazla fon bulunduran bu kurumların mali piyasalardaki etkinlikleri artırılmalıdır. Bu arada derneklerin de tasarruflarını sadece devlet bankalarında değerlendirmeleri şeklindeki yasaklamalar kaldırılmalıdır.

Mevduat sigortası limiti artırılmalı, ancak bunun sınırı çok iyi belirlenmelidir. Kısa zamanda daha çok para kazanmak için güvenilirlikleri bilinmeyen bankalara para yatırıp, tasarruflarını kaptıran bankazedeler kurtarılrken dürüst çalışan bankalar cezalandırılmamalıdır. Nasılsa devlet bizi kurtaracak izlenimi sektörde kesinlikle yaşatılmamalıdır. Bankaların güvenli olup olmaması devlete düşen bir sorumluluktur. Her isteyenin banka kurup mevduat toplaması önlenmelidir. Örneğin İngiltere'de bir banka kuruluşun itibaren üç sene tasarruf toplayamamakta, işini özkaynakları ile finanse etmektedir. Bu üç yılın sonunda devlet tarafından yaptırılan bir denetimin sonucuna göre de bankalara tasarruf toplama hakkı verilmekte veya verilmemektedir. Bizim ülkemiz için de böyle bir uygulamaya gerek vardır. 1994 yılının ilk yarısında batan banka sayısı üç gibi hiç de gözardı edilemeyecek bir miktardır.

Özellikle otomotiv ve dayanıklı tüketim sektöründe üretilen malların %80 - %90'ı kredili satılmaktadır. Bu ürünleri üreten firmalara tüketici finansman şirketi kurması konusunda yetki veren kanunun çıkarılmış olması üretici firmalar üstündeki kredi maliyeti baskısını kaldıracak ve halka uygulanacak nihai fiyat azalabilecektir.

Kredi maliyetleri ile mevduat getirisi arasındaki büyük farklılıklar giderilmelidir (50). Bunun yapılabilmesi için şu önlemlerin alınması faydalı ola-

---

(50) *Bülent GÜLTEKİN, Money Market Mutual Funds: U.S. Experience, International Money and Capital Markets and Turkey, Conference, May 1986, Istanbul.*



caktır. Herşeyden önce ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması gereklidir. Ekonomik istikrar sağlanmadığı sürece, bankalar kendilerini - özellikle belirli dönemlerde- güven altında tutabilmek için kredi maliyetlerini mevduata verdikleri faiz oranlarının üstünde tutacaklardır. Ancak burada makro yerine mikro politikalara yer vermek daha faydalı olacaktır. Merkez Bankası'nın hazine bonusu faizinin altında kalmamak koşuluyla mevduat munzam karşılıklarına faiz ödemesi yerinde olacaktır. Enflasyon ortamında reel faiz gelirinden vergi alınmasının yolu bulunmalıdır. 1994 yılının başında yapılmaya çalışılan yeni vergi yasası tasarısında bu husus da yer alıyordu. Ancak daha sonra pekçok düzenleme gibi bundan da vazgeçilmiştir. Banka muamelelerinde çeşitli adlar altında alınan vergi ve fon kesintileri kaldırılmalıdır. Bu vergilerin kaldırılmasının yaratacağı verim artışı vergi gelirlerini olumlu etkileyecektir. Bankaların diğer mali kurumlarca rekabet etmesi için gerekli ortam oluşturulmalı, mali piyasalar bankaların tekelinden kurtulmalıdır.

Sermaye piyasasının geliştirilmesinde ikincil piyasanın bir kurumu olan borsaların gelişmesi önemlidir. Ancak, bu önem abartılmamalı ve borsalara tekeli hakları tanınmamalıdır. Alınacak önlemler sağlam temellere oturtulmalı ve spekülasyon olmamalıdır. Örneğin Aralık'93'ün sonlarında repo gelirlerinin vergiye tabi olacağına söylenmesi, A tipi yatırım fonlarının tamamen vergi dışı kalacağı vb. gibi köklü önlemlerin alınacağına söylenmesi ile İMKB bileşik endeksi bir ay gibi kısa bir zaman zarfında 18000'lerden 21000'lere çıkıp tekrardan 19000'ler seviyelerine geri dönmüştür. Paranın sığ olan borsada kısa sürede kazanacağını kazanması ve uluslararası rating kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi ile para bir anda tamamen dövize yönelmiş ve gereken önlemlerin zamanında alınamaması ile de döviz fiyatları fırlamıştır. Bundan sonra paranın dövize olan talebini kırmak için faiz oranları yükseltilmiş ve repo gelirleri tekrar vergiden muaf tutulmuştur. Ancak belli bir süre sonra, 26.12.1993 tarihli ve 3946 sayılı Kanunla 5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanununun bazı maddelerinde nihayet son değişiklikleri yapmak için, 27.3.1994 tarihinde 47 numaralı Kurumlar Vergisi Genel tebliği yayınlanmıştır. Bu tebliğ ile de

repo gelirleri %25 oranlı Kurumlar Vergisi ve %20 oranlı Asgari Vergi kapsamına alınmış ancak; sözkonusu kazancın Kurum Kazancı içindeki payına göre halka açık olan şirketlerde %10, diğerlerinde %20 olan stopaj vergisi kademeli olarak sifıra kadar indirilmiştir. Özet olarak belirtilmek istenen önlemlerin zamanında ve dirayetli olarak alınması ve böylece spekülörlere, para ile para kazanmaya çalışanlara fırsat tanınmamasıdır.

Bir diğer önlem olarak, yastık altı yatırım aracı diye adlandırılan altının hane halkından ekonomiye devrinin sağlanması gereklidir. Ekonomiye hiçbir katkısı olmayan bu ölü yatırımın bin ton civarında olduğu düşünülecek olursa, kaynak sıkıntısının çekildiği bu dönemde yastıkaltı altının acilen ekonomiye kazandırılmasında fayda vardır. Kurulan altın borsası bunu gerçekleştirebilecektir. Fakat geleneksel davranışlardan, eğilimlerden vazgeçmenin kolay olmadığı unutulmamalıdır.

Türkiye'nin ekonomik ortamında gayri menkul yatırımları ananevi ve kârlı yatırımlardır. Halkın küçük tasarruflarıyla bu yatırımlara katılabilmeleri için gayri menkul yatırım fonları kurulmasına yönelik çalışmalar yapılmalı ve geliştirilmelidir. Bu yatırım fonlarının iştirak belgeleri mali piyasaların canlılık kazanmasına yardımcı olacaktır.

Türkiye'de gündemin her zaman bir numaralı konusu olan enflasyon günümüzde %150 - 160'lara varan oranıyla daha fazla önem arz etmektedir. Enflasyon önemini artarak koruduğundan ve enflasyonla mücadele sürdüğünden dalgalanan veya ayarlanan faizli ve endeksli mali araçların geliştirilmesine çaba gösterilmelidir. İçinde bulunduğumuz ekonomik koşullarda sabit faizli, uzun vadeli mali araçlar hem ihraç eden hem de alan için fazla risklidir. Enflasyon kontrol edilirse satıcı, edilemez ise alıcı zararı görecektir. Bu zarar da enflasyon oranı ile orantılıdır.

Bu nedenle enflasyonla mücadele döneminde tahvil, vadeli mevduat gibi sabit faizli borçlanma araçları cazibesini kaybeder. Böyle ortamlarda, enflasyonu bizle ölçülmeyecek kadar az olan Avrupa ülkelerinde bile kullanılan enflasyona endeksli tasarruf araçları olan FRN (Floating Rate



Notes) diye adlandırılan enstrümanlar kullanılmalıdır. Dalgalanan faizli araçların kullanılmasında can alıcı konu faizin nasıl saptanacağıdır. Türkiye'de işletmeler dış borçlanma konusunda Libor + Spread formülüne alışmışlardır. Libor, yoğun bir rekabet ortamında saptandığından, dalgalanma için iyi bir baz oluşturur (51). Oysa ülkemizde böyle bir oranı bulmak zor olabilir. Ancak, önemli olan ilkenin kabulüdür. Yaratıcılık sonradan kendiliğinden gelecektir. Kriz döneminde çok çeşitli oranlar bulunmakla beraber, normal durumlarda hazine bonolarına açık piyasa işlemlerinde uygulanan oranların ortalaması ve İnterbank işlemleri faizleri esas alınabilir. Dalgalanan faizli araçların kullanılması sabit faizlileri elemine anlamına gelmeyecektir. Piyasada her iki türde bulunacak, yatırımcılar gelişen şartlara göre sabit faizli araçları değişken faizli araçlara veya tersini tercih edebileceklerdir. Böylece de piyasa çeşitlenebilecektir. Endekslenmiş finansal araçlar hem ana parayı hem de faizi geçim indeksi gibi bir indekse bağlayarak ana parayı da korumayı hedef almaktadır. Pek tabii, bu araçlarda ana para enflasyona karşı korunduğundan faiz çok düşük olmaktadır. İndekslenmiş finansal araçlar tasarrufları enflasyona karşı korumakta ve borçlanan için borcun ilk yıllarında borcun servis yükünü (faiz+borç amortizasyonu) azaltarak borçtan yararlanma olanağını arttırmaktadır. Bu araçların riski azaltması nedeniyle borç maliyetini de azaltmaları beklenmektedir. 1980 ve sonrası OECD ülkeleri indekslenmiş tasarruf hesapları, indekslenmiş devlet ve şirket tahvilleri ve ipotek senetlerini denemiş ve bazı ülkeler başarıyla uygulamıştır. Wilson komisyonu raporu (1980) tavsiyesiyle İngiltere, indekslenmiş tahvilleri, enflasyon altında ölmek üzere olan tahvil piyasasını canlandırmak için kullanmıştır (52).

Finansal araçların indekslenmesinin enflasyon üzerinde olumsuz beklentilere yol açacağı endişesi yaygındır. Latin Amerikan ülkelerinin indeksleme tecrübelerinin olumsuz olduğu da söylenebilir. Öbür yandan, devlet borçlarında indekslenmeye gidilmesi, borçların yükünün indeksleme sonucu artması nedeniyle devleti anti-enflasyonist siyasetlere yönlendire-

(51) J.Van HORNE, *Capital Market Rates and Flows*, Englewood Cliffs, New Jersey, New York, 1984 sh. 25

(52) J.Van HORNE, a.g.e, sh.128-135

ceği de söylenebilir.

Finansal araçların indekslenmesine gidildiğinde başarı, genellikle vergi kanunlarında uyum sağlanmasına bağlı olmaktadır. Sabit faizli tahvillerde, kısmen ana para ödemesi olan nominal faizler ihraç eden kurumca vergiye tabi kazançtan düşülebilmektedir. İndekslenmiş tahvillerde ise ana para ile faiz ayrıldığından vergi avantajı azalmakta, bu da indekslemenin çekiciliğini azaltmaktadır.

Finansal araçların bir tür indekslenmesi de ana para ve faizin altının değerine bağlanmasıdır. Bu tür indeksleme altın fiyatlarının çok dalgalanması nedeniyle riskli bir indekslemedir. Riski ayarlayamadıkları sürece, şirketlerin bu tür indekslemeye gitmemeleri gerekir. Öbür yandan, Merkez Bankası iyi bir risk ayarlamasıyla altın değerine bağlı altın sertifikaları ihraç edebilir. Altın sertifikaları Türkiye'de tasarruflular için çok cazip finansal araç olabilir. Bu sertifikaların ikinci piyasalarda işlem görmesi ikinci piyasaları da canlandıracaktır. Altın sertifikalarına aşağıda tekrar değineceğiz (53).

Türkiye'de enflasyon hala önemini koruduğundan dalgalanan veya ayarlanan faizli ve indeksli mali araçların geliştirilmesi için çaba gösterilmelidir. Bu konuda yakın ekonomik ilişkilerde bulunduğumuz OECD ülkelerinde çok önemli bir tecrübe birikimi mevcuttur.

Gelişmiş piyasaların önemli araçlarından biri de opsiyonlardır. Opsiyonlar mali piyasalarda alıcı veya satıcılara ileri bir tarihte veya o tarihe kadar belirli bir mali aracı almak veya satma sorumluluğunu veren araçlardır (54). Opsiyonlar genelde satma opsiyonları ve alma opsiyonları olarak ikiye ayrılır. Opsiyonların önemli yanı işlem yetkisinin opsiyon sahibinin tercihine bağlı olmasıdır (55). Yani opsiyon sahibi opsiyonunu kullanmayabilir. Bu

---

(53) BROKER, GUNTHER, *Index-Linked Financial Assets: The Experience of OECD (ountries). Inflation and Capital Markets, OECD - CMB Conference, August. 4-8, Abant-Bolu, 1986, sh. 69-88*

(54) R.GORDON, *Why Stopping Inflation May be Costly: Evidence from Fourteen Historical Episodes: Inflation: Causes and Effects, Robert Hall, Chicago-USA., 1982. p.15-30.*

(55) R.GORDON, *Why Stopping Inflation May be Costly: Evidence from Fourteen Historical Episodes: Inflation: Causes and Effects, Robert Hall, Chicago-USA., 1982. p.15-30.*



özellikleri ile opsiyonlar mali piyasaların iyi çalışmasına yarayan, kişilerin istikballe ilgili hesaplar yapabilmelerini sağlayan araçlardır. Türkiye'de hukuki çerçevesi çizilmiş olan hisse senedine çevrilebilir tahvil, tahvil ve opsiyonun beraberinde bulunduğu bir araçtır (56). Bu araçların spekülasyona imkan vermeleri şüphesiz izlenmelerine yol açmıştır. Hele, ABD.'de opsiyona konu olan mali aracın teslimi yerine karşılığının para ile ödenebilme imkanının yaratılmış olması, bu araçların spekülatif olma özelliklerini artırmıştır. ABD.'de stok fiyatları endeksleri üzerine, hatta fiyat endeksleri üzerine opsiyonlar yazılabilmektedir (57). Bütün sakıncalarına rağmen, opsiyonlar mali piyasaların verimliliğini artıran önemli araçlar haline gelmiştir. Türkiye'de de hiç değilse mevcut türde opsiyonlar ayrı senetler halinde tanzim edilerek piyasaların gelişmesine hizmet edilebilir. Opsiyonlar Türkiye'de mali piyasaların alıcı ve satıcılarını riski ve riskin fiyatını en iyi öğretecek araçlardandır (58).

Bankalara yönelik olarak da çeşitli tedbirler alınmalıdır. Bugün için ticari bankalar MP'ın hemen hemen örgütlenmiş tek kurumudur. Reform hareketlerinde bankacılık sektöründen öncülük beklemek yerinde olacaktır. Ancak bu öncülüğün gerçekleşebilmesi için bankacılık sektörü rekabete açılmalıdır. Sözkonusu rekabet hem kurum içi hem de kurumlar arası rekabettir. Bu rekabetin gerçekleştirilmesi için bankaların tekeli hakları kaldırılmalıdır. Ancak, aynı zamanda, bankaların rekabet gücünü korumak için bankaların fon aktarma maliyetini yükselten tüm uygulamalara son verilmelidir.

Bugün için para piyasasında önemli finansal araçlar gelişmektedir. Gelir ortaklığı senetleri, finansman bonoları, banka garantili bonolar, mevduat sertifikaları, hazine bonoları, kâr ortaklığı belgeleri, devlet tahvilleri, varlığa dayalı menkul kıymetler vb. para piyasasında canlılık yaratabilecek araçlardır. Bu araçların halka intikali sağlanmalıdır. Bu araçların halka su-

---

(56) I.Özer ERTUNA, a.g.e, sh. 12-40

(57) John W.LOWE, *Financial Markets in Developing Countries, Finance and Development*, 1971

(58) Mertun H.MILLER, *Inflation and Capital Markets: Some New Approaches. Inflation and Capital Markets, OECD-CMB Conference, August 4-8, Abant-Bolu, 1986, sh.341-356*

nuimasında en etkili olabilecek yol bu araçlarla kurulacak menkul kıymet fonlarının katılım belgelerinin halka sunulmasıdır. Menkul kıymet yatırım fonları, küçük tasarrufçu için risk ayarlaması yapacak portföy yönetimi ve uzmanlık hizmeti sunacaktır. Menkul kıymet yatırım fonları risk, vade ve miktar ayarlamaları ve fon aktarmalarını çok düşük bir maliyetle gerçekleştirebilecek ve mali piyasanın gelişmesinde en önemli katkısı yapacaktır. Fonların katılım belgelerinin borsalarda alışverişi bir tarafta iştirakçilere ilidite sağlarken öbür yandan borsalarda işlem hacminin artmasına hizmet edecektir. Türkiye'de de A tipi ve B tipi fon uygulaması oldukça rağbet gören bir uygulamadır.

Fonlar genelde açık uçlu ve kapalı uçlu olmak üzere ikiye ayrılır. Bunlar yönetilen ve yönetilmeyen fonlardır. Açık uçlular kendi belgelerini geri alabilmekte ve yenilerini satabilmektedir. Kapalı uçluların katılım belgeleri ise borsalarda işlem görmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu menkul kıymet yatırım fonlarını açık uçlu fonlara benzer şekilde düzenlemiştir. Bugün fon kurulmasına bankalar öncülük etmektedir. Ancak bunları mevduatlara rakip gördüklerinden çekingen davranmaktadırlar. Ancak bu çekingenlikten yavaş yavaş kaçabilmektedirler. Sosyal güvenlik kurumlarının da kendi fonlarını çıkarmalarına izin verilmesi bu piyasaya daha da hareketlilik getirecektir.

MP'ın gelişmesinde en önemli etkiyi yapacak konulardan birisi yılan hikayesine dönen özelleştirmenin gerçekleştirilmesidir. Ayrıca kapalı şirketlerin halka açılması da özendirilmelidir. Gerçi Kurumlar Vergisi ile ilgili olarak yapılan son değişikliklerle %20 olan stopaj vergisi oranı halka açık şirketlerde %10'a indirilmiştir.

Bu kısımda Türkiye'de MP'ın geliştirilmesi ile ilgili öneriler anlatıldı. Kısaca özetlenecek olursa; MP'ın geliştirilmesi, kendi başına bir amaç değil, Türkiye'nin ekonomik hedeflerine varması için bir araçtır ve milli gelirin, refahın artmasına katkıda bulunacaktır. Bu hedefin çok iyi belirlenmesi gereklidir.



Mali piyasaların geliştirilmesi için reform hareketinin temel hedefleri (59):

- Bir yandan tasarrufçunun finansal araçlardan sağladığı kazanç artırılırken öbür yandan para kullanmanın maliyetini düşürmek,
- Mali piyasaların vade, miktar ve risk ayarlamaları ve para aktarma maliyetini asgari düzeylere düşürmek,
- Böylece ekonomide para kazancının ve maliyetin diğer ülkelerdekine uyumlu bir şekilde ve risk durumuna göre enflasyonun üzerinde makul bir düzeyde gerçekleşmesini sağlamak olmalıdır.

Rakamsal olarak belirtilmesi gerekirse, hazine bonusu ve devlet tahvillerinin faizlerinin enflasyonun birkaç puan üzerinde gerçekleşmesi sağlanacak ve riskli finansal araçlarla para kullanma maliyeti, riskine göre hazine bonusu ve devlet tahvili faizlerinin 3 - 10 puan üzerinde gerçekleşecektir.

Bu temel hedefe ulaşıldığında,

- Tasarrufçular finansal araçlara yatırdıkları tasarruflarından daha fazla gelir elde edeceklerinden tasarruf hacmi artacak,
- Finansal tasarruflardan sağlanan gelir reel ve tatminkâr düzeylerde olacağından mevcut finansal olmayan varlıkların finansal araçlara dönüşmesine yardımcı olunacak,
- Daha fazla tasarruf ve daha ucuz para maliyeti sonucu ekonomide verimli yatırımlar ve yaratılan gelir artacak,
- Bugün çarpık ve taşınması imkansız hale gelen yüksek para maliyeti düşeceğinden şirketlerin mali sorunları hafifleyecek,
- Küçük tasarrufçular tasarruflarıyla kârlı ve büyük yatırımlara veya yatırımların gelirlerine katılabileceklerinden ekonomide gelir dağılımı olumlu olarak etkilenecektir.

Sonuç olarak; sermaye piyasalarının gelişmesi bir bütünlük içinde gerçekleşir. Para ve sermaye piyasaları, piyasa kurum ve araçları beraber-

ce gelişir. Bütün bu gelişmeler için de yaratıcı ve yapıcı bir ortam gereklidir. Türkiye'de bu ortamın mevcut olduğu unutulmamalı ve son 10-15 yılda bu yolda çok büyük adımların atıldığı unutulmamalıdır. MP'ın gelişmesi için kısıtlayıcı önlemlerden ve tedbirlerden kaçınılmalı, yaratıcılık ve yapıcılığın gelişeceği bir ortam hazırlanmalıdır. MP'ın gelişebilmesi için gereken ilk şart sağlam bir ekonomik yapının varolması gerekliliğidir. Türkiye Ekonomisinin bir istikrara kavuşabilmesi için ilk etapta alınması gerekli önlemler şöyle sıralanabilir:

I. Özelleştirmenin süretle yapılması lazımdır. Özelleştirme işletmeye rekabet gücü, büyüme ve verim artışı getirecektir. Bu sağlanamaz ise, Gümrük Birliği'ne girildiğinde daha çok rekabet olacak, zarar eden KİT'lerin zararı artacak, hükümetin bunlara devamlı mali yardım yapması mümkün olmayacaktır.

II. Sosyal Sigortalar ve Bağkur gibi Sosyal Güvenlik kurumlarının yenidenorganize edilmesi gerekmektedir. Bu kurumlar da özel sektör kuruluşları gibi hareket edecek duruma getirilmelidir. Bugün bunlar gayelerine hizmet edemediği gibi, devlete ve ekonomiye ek yük almaktadırlar.

III. Devletin vergi gelirleri arttırılmalıdır. Bunun sağlanabilmesi için de yüksek olan vergi nispetleri düşürülmeli, enflasyon kazancının vergilendirilmesi önlenmelidir.

Onların sağlanabilmesi aslında bir ekonomik sorun değildir. Çünkü Türkiye'nin sorunu ekonomik değil, politik istikrarsızlıktır. Ülkemizde ekonomik kararlar, politikaya bakılarak verilmektedir. Bu durumun önlenmesi ile ülkemizde pekçok şey düzelecektir.

#### **1.4.5. Türk Hane Halkının Varlık Kompozisyonu**

Aşağıdaki tabloda Türk Hane Halkının finansal varlık kompozisyonu verilmektedir. Bu tablodan, 1975 - 1985 yılları arasında Türkiye'de hakim finansal aracın mevduat olduğu görülmektedir. Mevduat hesapları da, vadeli mevduat, vadesiz mevduat, döviz tevdiat, mevduat sertifikası gibi çeşitli enstrümanları kapsamaktadır.



Tablo - 4

**Hane Halkının Finansal Varlık Kompozisyonu Tablosu**  
(Milyar TL)

Yıllar	Mevduatlar			Kamu Kesiml Men. Kıy.	Özel Kesim Menkul Kıymetleri		
	Vadeli	Vadesiz	Toplam		Tahvil (1)	Hisse Senedi (1)	Toplam
1975	22.3	46.0	68.3	11.5	3.1	6.0	20.6
1976	25.8	58.9	84.7	16.7	4.4	7.6	28.7
1977	28.9	77.7	106.6	18.6	5.6	10.2	34.4
1978	34.8	97.2	132.0	23.6	7.1	14.0	44.7
1979	73.3	137.4	210.7	31.2	11.1	21.1	63.4
1980	140.3	187.7	328.1	27.3	28.0	43.0	98.3
1981	474.9	214.3	689.2	15.2	42.6	68.9	126.1
1982	840.7	260.0	1.100.7	15.9	49.9	177.8	243.6
1983	1.116.4	533.2	1.649.6	21.3	59.3	273.7	354.3
1984	2.350.6	406.4	2.757.0	35.7	66.0	425.0	526.7
1985	3.786.1	490.0	4.276.1	79.4	81.2	567.3	727.9

**Oransal Olarak (%)**

	V.li Mevd.	V.siz Mev.	Toplam	Kamu M.K.	Özel K.M. Kıy.		
					Tahvil	HS	Toplam
1975 - 1979	23.0	52.8	75.7	13.1	3.9	3.9	24.3
1980 - 1985	59.4	23.1	82.5	2.2	3.7	11.6	17.5
1975 - 1985	42.9	36.6	79.4	7.2	3.8	9.6	20.6

Kaynak : Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Merkez Bankası ve SPK verileri. (1) Tüm ihraçların, hale halkına satıldığı varsayılmıştır.

Tablo-4'de görüldüğü üzere 1975-1985 yılları arasında toplam tasarrufları %80'lik kısmını mevduatlar oluşturmaktadır. 1985 yılından itibaren Sermaye Piyasasında katedilen gelişmelere uygun olarak diğer tasarruf enstrümanları da önem kazanmakla beraber yine de hakim olan tasarruf aracı mevduatlardır. 1986 ile 1994 Şubat arasındaki diğer finansal araçlardaki değişim de Tablo-5'te verilmiştir.

1994 yılının Şubat ayı itibariyle toplam menkul kıymet stoklarının (tamamı hane halkının elinde değil) 411 trilyon TL. olduğu gözükmemektedir. Aynı tarih itibariyle bankalardaki mevduat toplamı 450 trilyon, döviz tevdiat hesapları da 14 milyar \$'dır. Böylece 1985 yılında toplam tasarruflar içinde %80 paya sahip olan mevduatlar toplamının 1994'de %70'e düştüğü anlaşılmaktadır.

Mevduat hesaplarının ilginç yanı, bu hesapların vadelerine göre faiz yapısının gelişmiş piyasalardan farklı olmasıdır. Gelişmiş piyasalarda aracı kurumlar vade ayarlamasını verimli bir şekilde yaptıklarından değişik vadelere göre faiz farklılaşması çok azalmıştır. Hatta bu farklar enflasyon beklentilerinin gerektirdiği düzeylere kadar indirilebilmektedir. Gelişmiş piyasalarda çeşitli tasarruf kurumları vadesiz sayılabilecek hesaplara dahi vadeli olarak yakın faiz ödeme konusunda kesif rekabete girmiştir. ABD'de Now (Negotiable Order of Withdrawal) hesapları ve Süper Now hesapları bunun güzel bir örneğidir. Türkiye'de 1 yıllık, 6 aylık, 3 aylık ve 1 aylık vadeli hesapların yıllık faize ayarlanmış faizleri sırasıyla 1994 Nisan itibariyle %131, %165.69, %234.61, %231.39 dur. Görüldüğü gibi vade ayarlaması maliyetinin 100 puana varacak kadar yüksek olması, maliyet açısından savunulabilecek bir durum değildir.

Türkiye'de mali sektörde özellikle para piyasası araçları ve para piyasası kolektif fonları geliştikçe vade ayarlaması maliyeti de düşecektir. Herşeyden önce ekonomide istikrar en gerekli ve yeter şarttır.

Toplam tasarrufların %5'ini, menkul kıymet stoklarının ise %18'ini oluşturan 1994/2 itibariyle 74,4 trilyonluk hisse senedi finansal araç olarak



Tablo - 5

**Tasarrufların Araçlar Arasındaki Dağılım Tablosu**

	1986	(%)	1987	(%)	1988	(%)	1989	(%)	1990	(%)	1991	(%)	1992	(%)	1993	(%)	1994	(%)
<b>I. ÖZEL SEKTÖR</b>																		
<b>MENKUL KIYMETLERİ</b>	927.3	23.0	2,099.6	28.1	3,839.9	31.4	7,993.2	34.0	16,076.5	38.8	34,484.1	43.5	60,642.9	33.3	110,772.6	29.6	113,807.1	27.7
Hisse Senedi	796.0	19.7	1,614.0	21.6	3,132.0	25.6	6,727.0	28.7	14,476.0	34.9	32,304.1	40.8	49,139.4	27.0	71,286.2	19.0	74,425.2	18.1
Tahvil	131.3	3.3	436.3	5.8	539.4	4.4	776.0	3.3	1,391.9	3.4	1,655.6	2.1	1,704.7	0.9	1,705.6	0.5	1,697.6	0.4
Fin Bonosu	0.0	0.0	49.3	0.7	168.5	1.4	490.2	2.1	208.6	0.5	524.4	0.7	756.3	0.4	1,197.7	0.3	1,131.8	0.3
VDMK													9,042.5	5.0	36,583.1	9.8	36,552.5	8.9
<b>II. KAMU KESİMİ</b>																		
<b>MENKUL KIYMETLERİ</b>	3,103.9	77.0	5,360.6	71.9	8,407.3	68.6	15,485.2	66.0	25,369.9	61.2	44,718.7	56.5	121,596.4	66.7	263,562.6	70.4	297,005.5	72.3
Devlet Tahvili	1,511.3	37.5	2,407.2	32.3	4,880.3	39.8	10,862.8	46.3	18,801.2	45.4	24,697.2	31.2	73,109.8	40.1	189,713.3	50.7	208,577.5	50.8
Hazine Bonosu	822.5	20.4	1,923.3	25.8	2,541.9	20.8	3,537.3	15.1	5,468.6	13.2	18,258.1	23.1	42,246.7	23.2	64,488.1	17.2	73,178.9	17.8
Gelir Ort. Sen.	370.0	9.2	630.0	8.4	585.0	4.8	685.0	2.9	800.0	1.9	100.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Döviz End. Senetler	400.0	9.9	400.0	5.4	400.0	3.3	400.0	1.7	300.0	0.7	1,663.4	2.1	6,239.9	3.4	9,361.2	2.5	15,249.1	3.7
<b>TOPLAM</b>	4,031.2	100.0	7,460.2	100.0	12,247.2	100.0	23,478.4	100.0	41,446.4	100.0	79,202.8	100.0	182,239.3	100.0	374,335.2	100.0	410,812.6	100.0

Kaynak : Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bülten, No:15

önemli bir yer tutmaktadır. Asıl konu hisse senedi olduğu için buna ileriki bölümlerde yeterince değinilmektedir. Ancak, burada iki önemli hususu belirtmekte yarar görmekteyim. Uzun vadeli olan bu araçlar bir defa enflasyonun etkisine dayanıklı değildir ve ayrıca içerdikleri risk yüksektir. Bu nedenle, enflasyon ortamında tercih edilmeyeceklerdir. Enflasyon ortamında hisse senetleri küçük yatırımcıları enflasyona karşı koruyamayan ve riski yüksek araçlardır. Ancak bu durum temettü geliri elde etmek açısından böyledir. İyi hisse senetlerinin seçilerek sürekli alım - satım yapılarak enflasyonun çok üstünde gelir elde edilebilir. Fakat bu yüksek getirinin yanında riskin de çok yüksek olacağı gözardı edilmemelidir. Böyle bir ortamda yatırımcılar doğrudan doğruya hisse senedi almaktansa, riski dengelenmiş portföylerin senetlerini almayı yeğlemektedir. Tahvillerin enflasyonist ortamda faiz riskinin azalması için ise, dalgalanan faizli türlerinin kullanılması gerekir. Aksi halde, enflasyon yavaşlatıldığında şirketler çok yüksek reel faiz yükünü kaldıramayacaklardır. Yüksek reel faiz ekonomik açıdan verimli işletmeleri dahi iflasa sürükleyebilecektir.

#### **1.4.6. Türk Mali Piyasasının Almanya Mali Piyasası İle Karşılaştırılması**

Alman para piyasalarının temel taşı bankalararası para ticaretinin yapılmasıdır. Bu ilişkiler telefonla kurulup transferler Merkez Bankası kanalı ile gerçekleştirilir. Türkiye'de de benzer bir sistem kurulmuştur. Direkt para transferi güvenlik sebebiyle yapılmamaktadır. Riskler bireysel bankaların kendi limitleri dahilinde gerçekleştirilir. Para piyasalarındaki tüm hareketler gün-gün Frankfurt'da konsantre edilir.

Almanya'da Amerika'daki Hazine Bonoları Pazarı (Treasury Bill Market) gibi bir Güvenlik Para Piyasası sistemi yoktur (60). Almanya'da da benzer bonolar, birincil bankaların ahseptansları gibi çeşitli kâğıtlar mevcuttur. Fakat bunlar bankalar arasında işlem görmemektedir. Türkiye'de ise bu tip kâğıtların bankalar arasındaki ticareti mümkün olabilmektedir.

(60) H.J. TREUTLER, J.FRANICE, *The Relationship Between the Money and Capital Markets in the Federal Republic of Germany*. 1987, sh.129



Bankalar likiditede bireysel olarak oluşturulacak düzensiz dalgalanmalara karşılık para piyasalarını kullanmaktadırlar. Bankalar faizlerden dolayı kısa dönemli açıklarla veya yatırım fazlalıkları ile karşı karşıya kalabilmektedirler. Bankalar bu operasyonları gerçekleştirmek için gerekli olan minimum reserve ihtiyaçlarını Merkez Bankası olan Bundesbank'a yatırmak zorundadırlar. Türkiye'de de benzer bir uygulama vardır. Bankalar günlük ihtiyaçlarını karşılayabilmek için topladıkları mevduatların bir kısmını kasalarında tutmak zorunda iken, aynı zamanda da bir kısmını Merkez Bankasına reserve olarak (disponibilite) yatırmak zorundadırlar. Ancak Merkez Bankası'na yatırılan bu rezervlere Almanya'da faiz yürütülürken Türkiye'de böyle bir uygulama yoktur. Türk sisteminden farklı olarak Almanya'da, aylık bazda günlük ortalamalarla bulunan disponibilite oranına göre hesaplanan reserve miktarının bir de alt sınırı vardır. Eğer bankanın yayınlanan disponibilite oranına göre hesapladığı rezerv miktarı asgari reserve seviyesinin altında ise, banka asgari reserve miktarını Merkez Bankası'na yatırmak zorundadır.

Almanya'da Para Piyasaları ile ilgili her düzenleme Merkez Bankası olan Bundesbank tarafından yapılırken, Türkiye'de iki başlılık vardır. Türkiye'de bu işlemler Hazine Müsteşarlığı ve Merkez Bankası tarafından yürütülürler. Politikalar arasında farklılık olduğundan ekonomide bir kriz bile yaşanabilmektedir. Bundesbank çeşitli enstrümanları kullanarak para piyasalarındaki likidite ilişkilerini ve hareketlerini yönlendirir ve faiz oranlarını belirler (61).

Interbank faizi (The Key Money Market Interest Rate) günlük olarak Bundesbank tarafından belirlenir ve bu oran Bundesbank'ın repo oranıdır. En düşük faiz oranı limiti Bundesbank'ın iskonto oranıdır. Ancak Bundesbank iskonto oranının altındaki bir faiz oranı ile Hazine Bonosu ihraç ederse, alt limiti hazine bonosu faiz oranı oluşturur. Bundesbank'ın belirlediği lombard rate ise bankalarca uygulanabilecek en yüksek faiz oranıdır.

---

(61) H.J.TREUTLER, J.FRANICE, a.g.e., sh.138

#### 1.4.6.1. Alman Sermaye Piyasası Yapısı

Alman Sermaye Piyasaları tahvil ve hisse senedinden oluşan menkul kıymetlerle organize edilmiştir.

Alman tahvil piyasalarında bankalar geleneksel olarak çok önemli rol oynarlar. Son yıllarda kamu sektörü en büyük tahvil ihracıcısı konumundadır. Ülkemizde olduğu gibi bütçe açıkları ve kamu borçlanma gereksinimi Almanya'da da büyük çoğunlukla bu piyasadaki finanse edilmektedir. Endüstri kesimi tahvillerinin toplam içindeki payı ise % 1 - % 2'ler seviyesindedir.

Alman hisse senedi piyasası ise sınırlı bir piyasadır. Yaklaşık kayıtlı 2600 Anonim Şirketin 500'ü borsada yer almaktadır. Anonim Şirketlerin hisse ihracı, tahvil ihracının yaklaşık % 10'u seviyelerindedir. Türkiye'de de aynı borçlanma yapısı görülmektedir. Almanya'daki Anonim Şirketler diğer ülkelere göre daha az yaygın konumdadır. Ancak büyük şirketler Anonim Şirket olarak kurulmaktadır. Eshamlı Komandit Şirketler ile Limited Şirketler ise daha yaygın konumdadırlar. Şirketleşme şekilleri açısından da Almanya ile Türkiye arasında benzerlikler sözkonusudur.

Alman tahvil piyasalarındaki işlem hacmi oldukça fazla olup, devamlı da artmaktadır. Aylık ortalama işlem hacmi 20-40 milyar \$ arasındadır. Kamu tahvilleri pazarı oldukça geniş ve verimli olup, likiditesi de fazladır. Pazarı düzenleyici operasyonlar pazar dengesini oluşturmakta çok önemli rol oynar. Bundesbank, büyük tahvil ihracıcıları olan Federal Hükümet, Federal Tren Yolları ve Federal Posta ile bu dengeyi sağlar.

#### 1.4.6.2. Pazar Serbestisi Prensipleri ve Sermaye Piyasası Düzenlemeleri

Para piyasası idari müdahalelerden tamamen bağımsızdır. Sermaye piyasası da karakteristik olarak para piyasaları gibi bu tip müdahalelerden bağımsızdır. Alman vatandaşları da Almanya'da yerleşik olmayanlarda herhangi bir kısıtlamaya tabi tutulmadan her çeşit menkul kıymete sahip olabilirler.

Satın alanları korumak için, menkul kıymet kağıtlarını ihraç edenlerin



uymak zorunda oldukları birtakım kanuni şartlar vardır. Menkul kıymet ticareti Stok Exchange Act. kanunu ile yönetilir.

Teminat karşılığı ihraç edilen tahviller (Mortgage Bunds) ve ortaklık tahvilleri (Communal Bunds) sadece Mortgage Bank tarafından yetkili kılınmış bankalarca arz edilebilirler. Bankalar ve şirketler sermayelerinin ancak üç katına kadar tahvil ihraç edebilirler. Biz de ise böyle sınırlamalar yoktur.

1987 yılına kadar üç parçalı bir pazardan söz edilebilirdi. Bunlar;

- Resmi ticaret (official trading)
- Sermaye Piyasası Anlaşmaları ile düzenlenen (regulated by Stock Exchange Act)

Sermaye Piyasası organları ile direkt olarak yapılan ticarettir. (placed under the direct supervision of the stock exchange)

1987 yılından sonra ise yeni bir yapı yaratıldı. Bu; Londen Unlisted Securities Market, the French Second Marche, the Parallel Market in Amsterdam ve the Mercato Ristretto in Italy'den esinlenerek sözü geçen piyasalarla paralellik arzeden ve Almanya'da Düzenlenmiş Piyasa (regulated market) diye tabir edilen yapıdır (62). Ekonomik ve finansal ilişkiler, kanuni ve formal faktörler, yeni market parçalarının yaratılması vb. tamamı ile Sermaye Piyasası Uzmanları Kurulu'nun sorumluluğu ve denetimindedir. Bizde de benzer uygulama olarak, sermaye piyasasındaki tüm ilişkilerin düzenlenmesi Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürütülmesi, piyasadaki kurum ve kişiler arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi hep bu kurul tarafından yerine getirilir. Almanya'daki düzenlenmiş pazardan (regulated market) kasıt, finansman ihtiyacını sermaye piyasasından karşılamak isteyen bir şirketin çeşitli finansal göstergelerinin listelenen sınırlar dışında olup olmadığının araştırılmasıdır.

---

(62) H.J.TREUTLER, J.FRANICE, a.g.e.,

### 1.4.6.3. Açık Piyasa Politikası

Bundesbank sermaye piyasasını etkileyecek bazı direkt imkanlara sahiptir. Tüm para politikası araçları sermaye piyasalarına da uygulanır. Borsada alım satım yapılan açık piyasa işlemleri için kullanılacak enstrümanlar direkt olarak sermaye piyasalarına uygulanmaktadır. Bundesbank sadece açık piyasa işlemleri ile hazine bonosu, Posta İdaresi Tahvilleri, Demiryolları Tahvilleri alıp-satarak düzenleyici olarak piyasalara müdahale eder. Açık piyasa işlemleri ile piyasa faiz oranının oluşmasına etki eder. Ancak, Bundesbank faiz oranını direkt olarak belirleyemez.

Federal Hükümet (Federal Government) ve Lönder Governments borçlanma ihtiyaçlarını Bundesbank ile yerine getirirler. Özetle, Bundesbank Federal Tahvil Konsorsiyumunda (Federal Bond Consortium) Demiryolu (Railways) ve Posta İdaresi (Post Office) tahvillerini ihraç etmek için Federal Hükümete öncülük görevi yapmaktadır. Biz de ise böyle bir uygulama yoktur. Türkiye'de devlete borçlanmada yardımcı olan Hazine Müsteşarlığı ile Merkez Bankası vardır. Asıl borçlanmayı yürüten Hazine Müsteşarlığı KİT'lerin tahvillerini satmak yerine direkt olarak devlet tahvili ve hazine bonosu ihraç etmektedir. Bankalararası borçlanma ise Merkez Bankası ve Hazine arasında, tespit edilen borçlanma oranları arasında tutarsızlıklar olabilmektedir.

Uzun vadeli faiz oranı, Almanya'daki genel faiz oranının tespitinde anahtar konumundadır ve böylece para politikalarının tespitinde çok önemli rol oynamaktadır. Pek çok bankanın günlük işlerde uyguladığı faiz oranı direkt veya indirekt olarak uzun vadeli faiz oranı ile bağlantılıdır. Kısa vadeli ve uzun vadeli mevduatlarda da uzun vadeli faiz oranından hareket edilmektedir. Uzun vadeli faiz oranı ve böylece para ve sermaye piyasaları arasındaki ilişki Deutsche Bundesbank tarafından para politikalarının tespitinde önemli rol oynamaktadır. Bizde ise uzun vadeli faiz oranı tespit edip, para politikalarını buna göre yürütmek; siyasi istikrarsızlık ve dolayısıyla ortaya çıkan ekonomik dengesizlikten dolayı mümkün değildir.



Bankalar güdülerini para piyasalarından sermaye piyasalarına doğru yönlendirirler. Bankalar hayli likid durumda iseler, elde fazla likit bulundurmanın zararından kurtulmak için, portföy yapılarını değiştirerek uzun vadeli menkul kıymet almaya yönelirler. Tersine bir durumda ise, yani bankaların likit durumu kıt ve para piyasaları sıkışık bir durumda ise bankalar yeni menkul kıymet almaya karşı bir direnç gösterirler. Sermaye piyasasının durumu belirsiz ve faiz oranlarının yükseleceği beklentisi varsa, bireysel yatırımcılar yeni menkul kıymet alımlarından vazgeçerler.

Para politikaları için oldukça önemli olan faiz oranı iletme mekanizması para ve sermaye piyasalarındaki faiz oranı değişikliklerine bağlıdır, ki bu değişim genellikle her iki piyasada da aynı yönde gerçekleşir. Bu da bize piyasalardaki istikrarı gösterir. Para piyasalarında günden güne yükselen faiz oranları, Interbank faizlerinin ve daha sonra da disonibilite oranlarının yükseleceğini gösterir. Bizde ise her zaman olmasa da, tam tersine bir durum sözkonusudur. Devlet Merkez Bankası kanalıyla disonibilite oranlarını yükselterek veya azaltarak ve Interbank kanalıyla günlük faiz oranlarını tespit ederek, piyasalarda geçerli olacak faiz oranlarının tespit edilmesine aracı olmaya çalışır. Almanya'da para piyasalarında oluşan faiz oranı Bundesbank'a yol gösterirken, bizde Merkez Bankası kanalıyla para piyasalarına yol gösterilmeye çalışılır.

#### **1.4.7. Diğer Gelişmiş Piyasalar ve Türkiye**

Türkiye'de en yaygın tasarruf aracı mevduat olduğuna göre bu durumu en gelişmiş mali piyasalara sahip olan Amerika Birleşik Devletleri ile karşılaştıralım.

Türkiye'de mevduatlar diğer tasarruf araçları toplamının %70'ini oluştururken; ABD'de ticari banka mevduatları hisse senedi, hazine bonusu ve devlet tahvillerinden sonra üçüncü sıradaki bir tasarruf aracıdır.

Türkiye'de mevduat sadece ticari bankalar tarafından toplanırken, gelişmiş mali piyasalarda mevduat banka olmayan tasarruf kurumlarınca da toplanabilmektedir. ABD'de Kollektif Tasarruf Bankaları (Mutual Savings

Bank), Tasarruf ve Borç Dernekleri (Savings and Loan Associations) ve Kredi Sandıkları (Credit Unions) ticari banka olmayan ve tasarruf toplayabilen kurumlardandır (63). Bu kurumların büyük kısmı iştirakçilerin kendi seçtikleri mütevellülerce yönetilen ve faiz yerine kâr payı dağıtan kurumlardır. Küçük bir kısmı da kooperatif kurumlardır (64). Buna benzer bir uygulamayı ülkemizde son bir-iki yılda gelişme gösteren Arap Sermayeleri (Al Baraka Türk, Faisal Finans vb.) kâr payı dağıtan finans kurumlarından görebiliriz. Ancak toplam mevduatlar içinde oldukça küçük bir yüzdeye sahiptirler. Ancak Türkiye'deki Özel Finans Kurumları veya yağın ismiyle İslâm Bankacılığı kurumları kolektif değil, sermaye kurumlarıdır. Bu çok önemli bir ayrımdır. Çünkü kolektif (Mutual) fonlarda yönetim yetkisi katılanların, sermaye kurumlarında ise sermayedarların elindedir (65).

---

(63) T.Q. COOK, SUMMERS, *Instruments of The Money Market*, Federal Reserve Bank of Richmanel, 1981, sh.136

(64) T.Q. COOK, SUMMERS, a.g.e, sh.140

(65) Nevzat AYPER, *Kollektif Yatırım Kurumlarının Türkiye Uygulaması*, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ekim 1989



## **II. BÖLÜM**

# **HİSSE SENEDİ VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ**

## 2. HİSSE SENEDİ KAVRAMI VE NİTELİKLERİ

### 2.1. HİSSE SENEDİ KAVRAMI ve HİSSE SENEDİ FİYATLARI

#### 2.1.1. Hisse Senedi Tanımı ve Çeşitleri

Hisse senetleri, sahibine ortaklık hakkı sağlayan bir menkul değer türüdür (66). Hisse senedi sahibi sözkonusu şirketin ortağı olup, şirketin kârı ve varlıkları üzerinde sermayesi oranında hak sahibidir. Fakat ortakların bu hakları, öncelik bakımından şirkete borç verenlerin hakkından sonra gelmektedir (67).

Hisse senedi sahiplerinin hakları ve şirkete karşı yükümlülükleri çeşitli yasalarla düzenlenmiştir. Yasal düzenlemeler, TTK'nun çeşitli maddeleri ve 2499 sayılı SPKa ve SPK'nun bu konuda yayınladığı tebliğlerden oluşmaktadır. Yatırımcılar açısından şirketin hisse senetlerinin halka arz edilip edilmediği de önemlidir. Şöyleki; hisse senetleri halka arz edilmiş bir şirket hem TTK'nun, hem de SPK'nın ve Kurul'un denetimine tabidir. Hisse senetlerini halka arz etmemiş bir şirket ise ortaklara karşı yükümlülükleri itibariyle sadece TTK hükümlerine tabidir.

Genellikle ülkemiz uygulamalarında hisse senetleri nakit karşılığı ihraç edilmekteyse de, bedeller hemen değil taksitler halinde tahsil edilmektedir. Ödenmiş sermaye, ortaklarca konması taahhüd edilen sermayenin ne kadarının ödenmiş olduğunu gösterir. Bedeller taksitler halinde ödendiğinde, herbir taksite apel denir ve bir apel ihraç bedelinin %25'inden az olamaz. Bir şirket sermayesini ancak Genel Kurul kararı ile artırabilir. 2499 sayılı SPKa tabi anonim ortaklıklar genel kurul kararı ile ve SPK'dan da izin alarak azami sermaye tavanını belirlerler. Yönetim Kurulu da gerekli gördüğü zamanlarda, bu tavana ulaşıncaya kadar, Genel Kurul'u toplantıya çağırmaksızın şirketin sermayesini arttırabilir. Bu sistemde, şirket başlangıçta sermaye tavanını belirlemekte ve bu tavana ulaşıncaya kadar yönetim kurulu ge-

(66) Vural GÜMAL, *Sermaye Piyasası Hukuku*, SPK Yayın No:5, İkinci Baskı, Ankara, 1987

(67) Vural GÜMAL, a.g.e, sh.59



rekli gördüğü zamanlarda hisse senedi ihraç edebilmektedir. İhraç edilmiş hisse senetlerinin temsil ettiği sermaye miktarına, çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye denir.

#### 2.1.1.1. Adi ve Öncelikli Hisse Senetleri

Hisse senetleri Adi Hisse Senetleri ve İmtiyazlı Hisse Senetleri olmak üzere belli başlı iki gruba ayrılırlar. Adi hisse senetleri, şirketin çıkarmış olduğu normal hisse senetleridir. İmtiyazlı hisse senetleri ise, ortaklara kâr payı ve şirket varlıkları üzerinde normal hisse senetlerine göre daha fazla haklar yani imtiyazlar sağlayan hisse senetleridir. Ülkemizde imtiyazlı hisse senedi çıkarmak mümkündür (68).

Bu tür hisse senetleri bazı bakımlardan tahvile, bazı özellikleriyle de hisse senedine benzemektedirler. Tahvile benzeyen tarafı, bu tür bazı senetlerin temettü oranlarının tahvil faizi gibi önceden belirlenmiş olmasıdır. Adi hisse senedi sahiplerine kâr payı dağıtımı yapılmadan önce bu tür senet sahiplerine kâr payı dağıtımı yapılmaktadır. Senedin, hisse senedine benzeyen tarafı ise, sahibine ortaklık hakkı sağlamasıdır.

#### 2.1.1.2. İntifa Senetleri

İntifa senedi sahiplerinin azalık hakları verilmez; ancak safi kazanca veya tasfiye neticesine iştirak yahut yeni çıkarılacak hisse senetlerini alma hakları tanınabilir (69).

#### 2.1.1.3. Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri

TTK'nun 409. maddesinde hisse senetlerinin hamiline veya nama yazılı olabileceği belirtilmiştir. Ancak bedelleri tamamen ödendikten sonra hamiline yazılı hisse senetleri çıkartılabilir. Bedelleri tamamen ödenene ka-

(68) *Esas mukavele ile bazı nevi hisse senetlerine kâr payı veya tasfiye halindeki şirket mevcudunun dağıtılması vesair hususlarda imtiyaz hakları tanınabilir.*

*Bkz. TTK, md.401*

(69) *Umumi heyet, esas mukavele gereğince veya esas mukaveleyi değiştirerek, bedeli itfa olunan payların sahipleri, alacaklılar, kurucular veya bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine intifa senetleri ihdasına karar verilebilir. İlk esas mukavelede derpiş edilmiş olmadıkça kurucular lehine intifa senetleri ihdas olunamaz.*

*Bkz. TTK, md.402*

dar geçici makbuz verilir.

Hamiline yazılı hisse senetlerinin yatırımcı açısından en önemli avantajı, teslim ile hisse senedinin devredilebilmesidir. Böylece yatırımcı hisse senedini satmak istediğinde bunu kolaylıkla gerçekleştirebilmektedir.

Nama yazılı hisse senetleri ise, şirket ana sözleşmesinde aksine hüküm olmadıkça teslim ile devredilebilir. Ancak, teslimin şirkete karşı yasal bir anlam ifade etmesi için TTK'nun 416. maddesi uyarınca pay defterine işlemin işlenmesi gerekir.

Bazı durumlarda nama yazılı senet basmak zorunludur. Örneğin, halka açık şirketlerin, sabit kıymetlerini satmaları sonucu çıkan kârın sermayeye ilave edilmesi dolayısıyla ortaklara bedelsiz verecekleri hisse senetlerinin nama yazılı olması şartı vardır.

### **2.1.2. Hisse Senedi Fiyatı Tanımlamaları**

#### **2.1.2.1. Nominal Fiyat**

Bir hisse senedinin nominal fiyatı üzerinde yazılı fiyattır, Türk Ticaret Kanunu'na göre pay senetlerinin fiyatı 500 TL. den az olamaz. Hisse senetlerinin fiyatları 500 TL. den yukarı, 1000 TL. nin katları olarak yükseltilebilir (70). Şirketler sermayeye ilişkin kayıtlarını nominal değer üstünden yaparlar.

Ülkemizde nominal fiyatsız hisse senedi arzı olanaksız olduğu halde (71), batı ülkelerinde nominal fiyat taşımayan hisse senedi çıkarımı için hukuksal bir sakınca bulunmamaktadır (72).

#### **2.1.2.2. İhraç Fiyatı (Emisyon Fiyatı)**

İhraç fiyatı, hisse senetlerinin şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Ülkemizde genel olarak bedelli sermaye arttırmalarında şirketler hisse senetlerini nominal fiyattan satmakla birlikte, nominal bedelin üstünde bir emisyon fiyatı da tespit edebilirler.

(70) TTK, md. 399.1

(71) TTK, md. 399.2

(72) Cevat SARIKAMIŞ, *Sermaye Pazarları*, I.Ü. Yayın No:2743, Fatih Matbaası, İstanbul, 1980, sh.65



### 2.1.2.3. Borsa (Piyasa) Fiyatı

Hisse senedinin sermaye piyasasında işlem gördüğü fiyattır. Bu değer, hisse senedinin pazardaki arz ve talebine bağlı olup, hisse senedinin gerçek değerinden farklılık gösterebilir (73).

Ortaklığın koşullarında değişme olmadan da pazar koşullarındaki değişmelere bağlı olarak hisse senedinin borsa fiyatında zaman içinde değişimler gözlenebilir. Kuramsal olarak yatırımcılar borsa fiyatının gerçek fiyata ulaşmasını beklerler ve bu beklenti ile işlem yaparak kâr realize etmeye çalışırlar.

Bir şirket halka açıldıktan sonra o şirketin hisse senedinin borsa fiyatı oluşur ve gerçek değerinin altında üstünde bir seyir takip eder. Acaba bu gerçek fiyat ve halka ilk arz fiyatı nedir ve nasıl tespit edilir? Tüm bunlar ileriki bölümlerde ayrıntılı olarak ve uygulamaları ile birlikte ele alınacaktır.

## 2.2. HİSSE SENEDİNİN PİYASA FİYATINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Hisse senedinin fiyatı, bazı yatırım araçlarında olduğu gibi sistematik değişim göstermez. Bu nedenle yatırımcılar sürekli olarak hisse senetlerinin gelecekte ulaşabileceği değerleri tahmin etmeye çalışarak, bir portföy oluşturma gayretine girerler. Tahmin yaparken de, fiyatı etkileyebilecek olan faktörleri saptayıp bunların zaman içindeki seyirlerini izlemeye çalışırlar.

Hisse senedinin fiyatı üzerinde etkili olan faktörlerin bir çoğu bilinmekle beraber, bu faktörlerin ne zaman ve hangi derecede etkili olabileceğini saptamak çok güçtür. Ekonomik ve piyasa şartlarına göre oluşan bu faktörlerle zaman zaman hisse senedi fiyatını açıklamak yeterli olmayabilir. Bu durumda yatırımcıların psikolojik davranışları etkili olmaya başlar. Öyle ki, piyasa koşullarında hiçbir değişiklik olmadığı halde hisse senedi fiyatları çok büyük dalgalanmalar gösterebilir. Bu durum da tamamen yatırımcıların psikolojik durumları ve bilinmeyen faktörlerle açıklanabilir.

İMKB'de Aralık - Ocak '91 de 3800 - 4800 civarında seyreden endeksin Haziran '92 de 3100'e düşmesi pek çok faktörün bileşimiyle bile pek açıklanamaz. Ocak '91 de 20 bin - 24 bin TL. civarında seyreden Arçelik hisse senedi fiyatının, Mayıs '92 de %100 sermaye artışı ile bölündükten sonra, 6300 TL. olması da hisse senedi fiyatında tahmin edilebilen ve tahmin edilemeyen pek çok faktörün etkili olduğunu çok iyi açıklar. Ancak İMKB hacminin küçük olması, Türk yatırımcısının borsayı daha tam olarak tanımaması gibi faktörlerle borsaya alternatif (vadeli mevduat, repo, döviz vb.) kaynaklarda en ufak bir olumlu değişiklik olduğunda yatırımcılar borsadan uzaklaşmaktadırlar. Aynı zamanda, devletin borsada düzenleyici rol oynayıp oynamaması da fiyatları oldukça etkiler. Halbuki gelişmiş borsalarda büyük ekonomik bunalımlar, firmaların çok büyük sarsıntılar geçirmesi vb. gibi durumlarda hisse senetleri fiyatları bu kadar çok etkilenebilir. Hatta, ABD'de hisse senedi fiyatlarının ekonomik dalgalanmaları önceden haber veren göstergelerden biri olduğu kabul edilmektedir (74). Ekonomik aktivitenin yavaşlamasından yaklaşık 11 ay önce hisse senedi fiyatlarının düşme, ekonomik durgunluğun bitiminden ortalama 5 ay önce de fiyatların yükselme eğilimine girdiği anlaşılmıştır (75).

Yatırımcıların psikolojik davranışları ile diğer anlaşılamayan etkilerin dışında hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörler sistematik bir şekilde aşağıda anlatılacaktır.

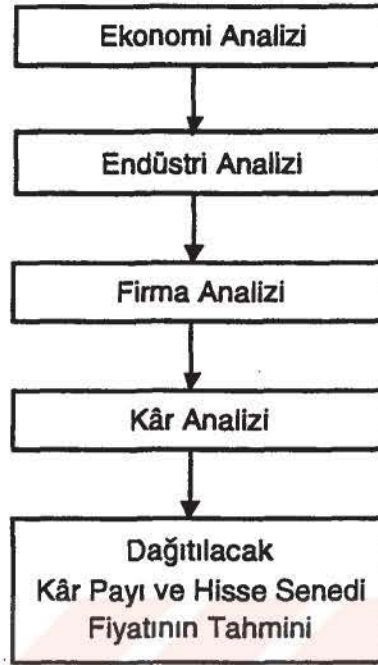
Temelde, genel ekonomik ortam, firmanın bulunduğu endüstri kolunun ülkedeki ve dünyadaki durumu, firmanın finansal göstergeleri, firma yöneticilerinin verdiği beyanlar ve bilgiler ile bunların doğruluğu hisse senedinin değerini etkileyen en önemli faktörlerdendir. Bu hiyerarşik düzen aşağıda şematik olarak gösterilmiştir.

---

(74) Ünal BOZKURT, a.g.e, sh.128

(75) Ünal BOZKURT, a.g.e, sh.128





Hisse senedinin değerini etkileyen bu faktörler ekonomik konjonktör, sektörel özellikler ve firma analizi adlı üç ana başlık altında incelenecektir. Daha sonra da, Türkiye'nin içinde bulunduğu ekonomik koşullar içinde, tüm bu faktörler ve diğer özel etkenler ele alınarak İMKB'deki değişiklikler üzerinde durulmaya çalışılacaktır.

Hisse senedinin fiyatını etkileyen faktörleri birbirinden soyutlayarak anlatmak pek doğru değildir. Çünkü bilinen bilinmeyen pek çok faktör hisse senedi fiyatını etkiler. Ancak, her faktörün ne gibi etkiler yaratacağını anlatabilmek için burda tek tek inceleme yapılmaya çalışılacaktır.

### **2.2.1. Ekonomik Konjonktür**

Piyasanın genel ekonomik durumu sadece hisse senetlerini değil, bütün bireysel ve ekonomik yatırım kararlarını etkileyen faktördür. İktisadi durgunluk, para ve kredi darlığı, enflasyon, hammadde ve işçi ücretlerinde sürekli artışlar, döviz darboğazı, büyüme hızındaki düşme, menkul kıymetlerin değerlerini olumsuz yönde etkiler. Aksine bir şekilde meydana gelecek değişiklikler ise fiyatları olumlu yönde etkileyebilir (76). Aynı zamanda gele-

(76) Semih BÜKER, *Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri*, E.I.T.I.A Yayın No:156/98, E.I.T.I.A. Basımevi, Eskişehir, 1976, sh.134

cekle ilgili makro-ekonomik planlar kişisel davranışlarla birlikte hisse senetlerinin fiyatlarını da etkileyecektir. Çünkü, şirketler de içinde yaşayıp, varlıklarını sürdürdüğü genel ekonomi içinde kararlarını alacaklar ve böylece tüm bunlar, sonunda ortaklara yansiyacaktır. Ekonomi normal hızda büyürken şirket kârları ve temettü miktarı da artar. Ekonomik durum kötüye gidiyorsa, işletmelerin kârları ile birlikte temettü miktarları da azalacaktır. Şu halde ekonomik durum ile, ortaklara dağıtılacak temettü arasında doğrusal bir ilişki olduğu söylenebilir (77). Ancak hisse senedi değerlerini sadece temettüye göre değerlendirmek gerekir.

Anlatılacak olan tüm faktörler daha ilerideki bölümlerde verilecek olan formüllerde kullanılan k, D gibi değişkenleri etkileyerek hisse senedi fiyatlarının değişmesine yol açacaktır.

#### 2.2.1.1. Ekonomi Analizinde Kullanılan Göstergeler

##### 2.2.1.1.1. Milli Gelir

Ekonomik durumla ilgili en önemli gösterge; bir ülkede belli bir dönemde üretilen mal ve hizmetlerin toplam değerini gösteren "Milli Gelir (GSMH)" dir.

Menkul değer analizi yapan kimseler ve yatırımcılar GSMH ve unsurları ile bunların zaman içindeki değişme eğilimlerini incelemek zorundadırlar. Normal koşullarda, eğer ekonomi reel bir büyüme göstermişse, hisse senedi fiyatları bu gelişmeden olumlu yönde etkilenir. Öte yandan ekonomik tahminler enflasyon oranında daha hızlı bir artış olacağı şeklinde ise, reel büyüme çok düşük hatta negatif olacağından, yatırımcılar kapitalizasyon oranını yükseltir ve hisse senedi fiyatları düşmeye başlar.

##### 2.2.1.1.2. Yatırımlar

Kamu ve özel sektör yatırımları ekonomik durumla ilgili olan diğer göstergelerdir. Özellikle bu yatırımların sektörel dağılımları, sektörlerin büyüme potansiyelleri hakkında yatırımcılara bir fikir verir. Yine teşvik belgelerinin

---

(77) Ünal BOZKURT, a.g.e, sh.129



miktarları ve sektörel dağılımları da aynı konuda bilgi edinmeyi sağlar.

Yatırımların artması, iş dünyasında ekonomik beklentilerdeki belirsizliklerin azaldığını göstermesinden dolayı hisse senedi yatırımcılarını olumlu yönde etkileyecektir.

Özellikle ülkemizde; borsada işlem gören bir firmanın büyük yatırımlara girmesi sermaye artırımını da beraberinde getireceğinden hisse senedi yatırımcılarını bu şirketin kağıtlarını almaya yönlendirecek ve bu senedin fiyatları artabilecektir. Çünkü günümüze kadar ister bedelli, ister bedelsiz olsun sermaye artırımını zamanlarında, hisse senedi fiyatlarının yükseldiği gözlemlenmiştir. Ancak böyle büyük yatırımlardan sonra, yapılan yatırımların getireceği ek amortisman ile kâr ve dolayısıyla kâr payları azalabilecektir. Ancak, şirket durumuna göre, firma kârını daha da artan bir oranda arttırabilecektir.

#### 2.2.1.1.3. Enflasyon ve Faiz Hadleri

Enflasyon ortamında şirketlerin aktifleri, özellikle uzun vadeli aktifleri gerçek değerlerinin altında kalabilir. Gerçi ülkemizde bu durum, yetersiz olmasına rağmen, yeniden değerlendirme ile giderilmeye çalışılmaktadır. Yine enflasyon ortamında, şirketlerin özvarlıklarının defter değeri arttığı halde reel olarak gerileme gösterebilir (78). Enflasyon etkisi altında, şirketlerin özvarlıklarının değeri artarken hisse senedinin piyasa değeri reel olarak gerileme gösterebilir (79). Bunun nedeni, şirketlerin kârlılık oranlarının ve dağıtılan kârlarının enflasyonun etkisinden dolayı reel olarak gerilemesidir. Dağıtılan kârın reel olarak düşmesi hisse senedinin fiyatını olumsuz yönde etkiler. Hisse senedinin fiyatının düşmesini önlemek için, en az enflasyon oranında şirketin özsermaye ve kârlılık oranının artması gerekir.

Enflasyon oranında önemli artış, yatırımları daha pahalı hale getirir ve böylece yatırımlar azalır. Enflasyon kişilerin tüketim-tasarruf alışkanlıklarını değiştirir. Kişilerin mutfak masrafları artarken, beyaz ve kahverengi eşya

(78) Ben BRANCH, *Common Stock Performance and Inflation: An International Comparison*, *Journal of Business*, Vol:47, Num:1, The University of Chicago Press, Jan.1974

(79) Ben BRANCH, a.g.e, sh.186

gibi mallarla otomobile olan talep azalır. Yani harcamalar dayanıklı tüketim malları yerine tüketim mallarına kanalize edilir. Fakat Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu eğilimin tamamen tersini görmek mümkündür. Ancak Türkiye'de 1994 yılı başında yaşanan ekonomik krizle dayanıklı tüketim malları ile otomobil talebinde çok büyük gerilemeler kaydedilirken, tüketim malları talebinde artış olmuştur.

Enflasyon artışı faiz hadlerini yükselterek paranın maliyetini artırır ve böylece yatırımlarda gözle görülür bir gerileme başlar. Aynı şekilde, faiz hadlerinin yüksek olduğu zamanlarda; faizin sabit getirili bir yatırım aracı olmasından dolayı, faiz hadleri yükseldikçe tasarruf sahipleri daha riskli gördükleri menkul değerlere yatırım yapmaktan kaçınacaklardır. Tabi ki, tüm tasarruf sahiplerinin aynı davranış içinde bulunmaları beklenemez. Borsa sabit faiz elde etme sisteminin dışında bir olay olduğundan, borsada kâr ile zarar birarada gerçekleştiğinden ve risk arttıkça kâr da artacağından tasarruf sahiplerinin bir bölümü faiz hadlerini hiçe sayarak hisse senedine yatırım yapmaya devam edeceklerdir. Borsa hisse senedi fiyatının artışı dışında, kâr payı, sermaye artırımları sırasında bedelsiz hisse veya nominal fiyattan bedelli hisse elde etmek gibi çeşitli getiriler de sağlamaktadır. Borsadaki hisse senetleri mevduat faizi ile mukayese kabul etmeyecek şekilde farklı menfaatler elde etme imkanını vermektedirler.

Günümüzde görülen faiz oranlarındaki artış borsada görülen gerilemenin bir izahı olarak da kabul edilmektedir.

Faiz oranları için anlatılan tüm bunlar dövizin bir tasarruf aracı olarak görülmesi durumunda da geçerli olacaktır.

#### 2.2.1.1.4. Bütçe Açığı

Sürekli bir bütçe açığı da ekonominin kötüye gittiğinin bir işaretidir. Hele bütçe açığını emisyon hacmini artırarak kapatma yolunu seçmek enflasyonu körükleyen bir olaydır. Bütçe açığının iç borçlanma yolu ile kapatılmaya çalışılması da, piyasa faiz hadlerini yukarıya doğru itici bir etki yaratacaktır. Bu durumda da yine hisse senedi fiyatlarında bir gerileme görülebilecektir.



### 2.2.1.1.5. Dış Ticaret

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kıt bir kaynaktır. Bu ülkeler, hammadde, yatırım malları itibariyle sanayileşmiş, gelişmiş ülkelere bağılıdırlar. Dolayısıyla ithalat ile ihracat arasındaki denge azalacağından ve turizm, işçi dövizleri, dış sermaye hareketleri vb. ile de bu açığı karşılayacak kadar döviz gelmeyeceğinden dolayı, döviz geliştirmekte olan ülkeler için kıt kaynak olacaktır. Ancak bizim ülkemizde de bazı dönemlerde görüldüğü üzere döviz bolluğu yaşanabilir. Fakat bu suni bolluklar insanı yanıltmamalıdır. Şöyle ki; döviz fiyatlarındaki artış enflasyon artışının altında kaldığında, dolayısıyla faiz oranlarının da altında kalacağından, yurda bir döviz girişi olmakta ve faiz oranı ile devalüasyon oranı arasındaki marjdan yararlanılarak sermaye piyasalarında para kazanılabilmektedir. 1993 yılının en güzel para kazanma yöntemlerinden birisi döviz kredisi alıp, hazine bonosuna yatırmaktı. Bu işlem dönemine göre kişilere, başkasının parasıyla, yıllık %10 - %14 gibi gelir sağlayabilmişti. Endeksin düşük kaldığı dönemlerde yine aynı işlemle büyük paralar kazananlar olmuştur.

### 2.2.1.1.6. Parasal Göstergeler

Kısa vadede ekonomik durumdaki gelişmeleri değerlendirmede parasal göstergeler de büyük ölçüde yardımcı olur. Para arzı ile ilgili olarak emisyon hacmi, dar ve geniş anlamlı para arzı rakamlarının incelenmesi gerekir. Dar anlamda para arzı ( $M_1$ ); emisyon, vadesiz tasarruf mevduatı ve Merkez Bankası'ndaki serbest mevduatı kapsamaktadır. Geniş anlamlı para arzı ( $M_2$ ) ise bunlara ek olarak vadeli mevduatları da içerir.

Emisyon hacmindeki artış, hızlanan fiyat artışlarına yol açabileceğinden dolayı pek olumlu karşılanmamaktadır.  $M_1$ 'deki azalma piyasada likidite ihtiyacını artırıcı yönde etki yapar.  $M_2$  ise kişilerin tasarruf eğilimlerini ortaya koyar.  $M_2$ 'deki genişleme, özellikle  $M_1$  azalırken  $M_2$ 'de genişleme varsa bu vadeli tasarruf mevduatındaki artıştan ileri gelir ki, bu da tasarruf eğilimindeki artışın işareti olabilir. Sorun bu tasarrufun ileride nereye kanalizasyon olacağıdır. Sabit sermaye yatırımlarına mı gidecek, borsaya mı koyacak,

yine vadeli mevduatta mı kalacak vb. İşte buna da risk ile getiri arasındaki fark sonucu karar verilecektir.

ABD'de para arzındaki değişimler ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiler uzun araştırma konusu olmuştur. Bazı araştırmaların bulguları, her ikisi arasındaki ilişkinin zayıf olduğu şeklinde olmakla beraber, Bery Sprinkel, araştırmasında para arzındaki artışın hisse senedi fiyatlarında da değişmeye yol açtığı sonucuna varmıştır (80).

Bir başka parasal gösterge mevduat ve kredilerdir. İlk başlangıçta olduğu gibi mevduat artışı, tasarrufların bankacılık sistemine kaydığı, dolayısıyla hisse senedi fiyatlarının bu gelişmeden olumsuz etkileneceği şeklinde yorumlanabilir (81). Kısa vadede bu durum sözkonusu olsa bile, uzun vadede bankacılık sistemindeki mevduatların kredilere dönüşmesi artan iş hacmi ve büyüme şeklinde de değerlendirilebilir. Dolayısıyla ilk baştaki mevduat artışının, bu gelişmelerden dolayı, uzun vadede işletmelerin performanslarının iyi olacağı ve hisse senedi fiyatlarını olumlu etkileyeceğini söylemek mümkündür.

### 2.2.2. Endüstri Analizi

İşletmeler genel ekonomik ortamın içinde yer almalarına rağmen buldukları sektörün oluşumuna göre de değerlendirilmelidir. Çünkü ekonomi çok iyi durumda olduğunda bile bazı sektörler büyük durgunluk içinde bulunabilirler. Bu durumun tam tersi de mümkün olabilir. Dolayısıyla, işletmelerin kârları dağıtılacak temettüer ve hisse senedi fiyatları aynı zamanda endüstri genelindeki bazı faktörlerin etkisiyle de değişme gösterir.

#### 2.2.2.1. Endüstri Hayat Eğrisi Analizi

Endüstri analizinde ilk başta endüstri hayat eğrisini incelemek gerekir. Bilindiği gibi endüstrilerin yaşamı bebeklik, büyüme, istikrar ve gerileme olmak üzere dört evreden oluşur. İlk evre mamulün oluşum evresidir, ilk amaç

(80) Bery SPRINKEL, *Money and Markets : A Monetetarist View*, Homewood, 1971,

(81) Ünal BOZKURT, a.g.e, sh.134



o mamule talep yaratmaktır. Yatırımcılar açısından, doğuş dönemindeki işkollarına veya ürettiği ana mamul henüz bebeklik döneminde olan şirketlerin menkul değerlerine yatırım yapmak oldukça risklidir. İkinci dönemde ise endüstriye yeni rakipler girmeye başlar. Talebi arttırmak için fiyatlar aşağı çekilir ve yığın üretime geçilir. Firmalar için en zor dönemdir. Bu nedenle, yatırımcıların yönetim ve finansal kaynakları güçlü, rekabetin oldukça arttığı bu dönemde yaşayabilecek firmaları seçmesi gerekir. İstikrar dönemi olan üçüncü dönemde ise; artık işler yerine oturmuş, sektörde kalacak firmalar belli olmuş, rekabet ve pazar payları istikrar kazanmıştır. Bu safhada endüstrideki işletmeler maliyet tasarrufuna önem verirler, satışların artış hızı yavaşlar. Bu dönemde, yatırımcılar istikrar safhasında olan işkollarındaki işletmelerin hisse senetlerini satın alarak para kazanabilirler. Fakat bu aşamadaki işletmeler ekonomik dalgalanmalardan çabuk etkilenebilecekleri için, alım-satımda zaman çok önemlidir. Son dönem olan gerileme döneminde ise firmaların satışları düşmeye başlar, firmalar üretecekleri ürünleri ayıklamaya başlarlar vb. Bu aşamadaki endüstrileri ve dolayısıyla endüstri içinde yer alan firmaları tanımak oldukça güçtür. Doğal olarak yatırımcılar, bu tür endüstrilerdeki firmalara yatırım yapmaktan kaçınırlar. Ancak, iyi yönetilen şirketlerin hisse senetleri çok ucuza anılabildiği takdirde sektörlerdeki en ufak bir toparlanmada güzel kârlar elde edilebileceği de gözardı edilmemelidir.

Mühim olan yatırımcıların, endüstrinin hangi yaşam evresinde bulunduğu tahminidir. Arıza durumlar, geçici ekonomik durgunluk, grev vb. gibi pek çok etkin bu tahmini etkileyebilmektedir.

#### \* 2.2.2.2. Endüstrinin Geçmişteki Büyümesi

Firmaların geçmişteki büyüme performansı, büyümeye ne zaman başladığı, yıllar itibariyle gelişme farkları, dolayısıyla geçmişteki büyüme performansı endüstrinin geleceği ve hayat eğrisindeki yeri hakkında yatırımcıya bilgi verir.

### 2.2.2.3. Endüstrideki Arz-Talep Durumu

Endüstride üretilen mal ve hizmetlerin arz ve talep trendleri yıllar itibarıyla nasıl seyretmiştir? Talep artışının kaynakları nelerdir, geçici midir? Bunların analizi iyi yapılmalıdır.

### 2.2.2.4. Talep ve Talebin Gelir Elastikiyetleri

Bir mala olan talep fiyattaki değişikliğe az veya çok duyarlı olabilir ve bu duyarlılığı ölçmek için de talep elastikiyeti kavramı kullanılır (82). Tüketicinin gelirindeki değişimler talepte daha büyük oranda bir değişikliğe sebep oluyorsa, mamulün gelir elastikiyetinin 1'den büyük olduğu kabul edilir. Öte yandan mal ve hizmete olan talep, gelir değişimlerinden etkilenmiyor veya az etkileniyorsa mamulün gelir elastikiyetinin olmadığı veya 1'den küçük olduğu söylenir.

Eğer sözkonusu mal, tüketiciler için zorunlu bir mamul ise gelir elastikiyeti sıfır olacaktır. Lüks tüketim mallarının talebi ise gelir değişimlerinden büyük ölçüde etkilenir.

Yatırımcı açısından bu özellik çok önemlidir. Menkul değer yatırımlarında riske girmeden, devamlı ve istikrarlı gelir sağlamak isteyen bir kimse temel gereksinimleri karşılayan, mamulün talep elastikiyetinin sıfır veya sıfıra yakın olduğu iş kollarını seçebilir. Toplum hızlı bir gelişme sürecine girmişse, ulusal geliri artıyorsa, bu süreç içinde yatırımcı dayanıklı tüketim malı ve otomobil üreten iş kollarına yatırım yaparak gelir sağlayabilir. Çünkü kişilerin gelirleri arttıkça lüks mallara, dayanıklı tüketim mallarına, otomobile vb. olan talep de artacaktır.

Tüm bu anlatılanların yanında endüstrideki üretim kapasitesi, devletin sektörlere olan müdahalesi ve korumacılık, uluslararası ilişkiler gibi faktörlerde hisse senedinin piyasa fiyatını etkileyecektir.

---

(82) Jacques LECALLION, çev. Selçuk ABAÇ, *Mikroekonomik Analiz*, İTÜ İşl. Müh. Yayın No:1201, Matbaa Teknisyenleri Basımevi, İstanbul, 1981, sh.42



### **2.2.3. Firma Analizi**

Firma analizi yapılırken hem nitel, hem de nicel faktörler önem kazanmaktadır. Uygulama kısmında halka açılması planlanan bir firmanın analizi yapılacağı için, o bölümde nitel faktörlerin tamamı kullanılacaktır. Burada her iki faktöre ve özelliklerine teorik olarak ve kısa değinilecektir.

Firma analizinde dikkate alınacak nitel faktörlerin başında firmanın ürettiği mal ve hizmetlerin kalitesi, pazardaki durumu, mamul hayat eğrisindeki yeri gelir.

Firma analizinde bir başka inceleme konusu firmanın üst yönetim kadrosu ile bu kadronun kalitesidir. Firmanın organizasyon durumu, uzun vadeli planlarının varlığı, iş tanımlarının ve standart prosedürlerin olup olmadığı, yöneticilerin toplumdaki şöhretleri, ar-ge çalışmaları, yatırım planları ve gayretleri vb. ile pek çok faktör firma analizinde önemli rol oynarlar.

Nicel yönden yapılacak firma analizi, firmanın geçmişte göstermiş olduğu performansın finansal tablolarla incelenmesine yöneliktir. Finansal tablolara bakılarak firmanın geçmiş performansı ile o günkü durumu görüleceği gibi, ileriye yönelik tahminlerle program tabloları oluşturularak firmanın gelecekteki durumu da tahmin edilir. Finansal tabloların başlıcaları; bilanço, gelir tablosu olup, bu tablolardan yapılacak olan çeşitli oran analizleri firmanın durumunu ortaya koyar.

### **2.2.4. Kâr Tahmini ve Dividant Politikası**

Temel yaklaşımda ekonomi, endüstri düzeylerinde yapılan incelemelerden sonra gelen aşama, bu bulgulara dayanarak gelecek dönemlere ait firma kârının tespit edilmesidir. Böylece gelecek dönemde firmanın ödeyeceği temettüleri tahmin edilmeye, dolayısıyla hisse senedi yatırımcısının elde edeceği getiri hesaplanmaya çalışılır. Bu konu ile ilgili ayrıntılı açıklamalar ilgili bölümde verilmektedir.

## **2.3. HİSSE SENEDİ DEĞERİ ve DEĞERLEME YÖNTEMLERİ**

### **2.3.1. Hisse Senedi Değeri Tanımlamaları**

Hisse senetleri için verilen değer tanımlamaları, hisse senetlerinin verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümlerde ve analizlerde ele alınan tanımlamalardır.

#### **2.3.1.1. Nominal Değer**

Hisse senedinin üzerinde yazılı birim değeri (itibari fiyat = nominal fiyat) ile hisse senedi sayısının çarpılması ile bulunan ve bilançoda şirketin sermayesine karşılık gelen değerdir.

#### **2.3.1.2. Defter Değeri**

Hisse senedinin defter değeri, toplam öz varlığın hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunan değerdir. Toplam öz varlık değeri de toplam aktiflerden borçların, şüpheli alacak karşılıklarının, ihtiyat stopajlarının, birikmiş zararların ve amortismanların tenzil edilmesi ile bulunur. Defter değeri belli bir andaki şirket mal varlığına göre hesaplanmış değeri yansıtmaktadır (83).

Defter değeri yatırımcılar ve ortaklık yönetimi için büyük bir anlam taşımaz. Ancak kısa süreli finans analizlerinde öz sermayenin verimliliği ve firmanın borçlanma derecesinin ölçütü olarak sınırlı bir kullanım bulmaktadır.

#### **2.3.1.3. Net Aktif Değeri**

Hisse senedinin belli bir faaliyet döneminin sonunda veya belli bir anda düzenlenen bilançosundaki net aktif tutarıyla tanımlanmasıdır.

Burada, nazım hesaplar dışında bilanço toplamından, amortismanlar ve şüpheli alacaklar karşılığının düşülerek bulunan rakamın ödenmiş sermayeye göre hisse senedi sayısına bölünerek bir hissenin net aktif değerine ulaşılmaktadır.

---

(83) Mustafa SAĞCAN, a.g.e, sh.66.



#### 2.3.1.4. Öz Sermaye Değeri

Şirket öz sermayesinin (sermaye + fonlar + karşılıklar + ihtiyatlar + kâr - birikmiş zarar) hisse sayısına bölünmesi sonucu ortaya çıkan değerdir.

#### 2.3.1.5. Tasfiye (Likidasyon) Değeri

Toplam şirket varlığının belli bir süre içinde satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, ödenmiş sermayeye göre hisse senedi sayısına bölünmesi sonucunda bulunan değerdir.

Tasfiye değeri, piyasa değerinin araştırılmasında önemli bir unsudur. Çünkü tasfiye değeri, piyasa değeri için bir alt sınır oluşturacaktır. Bu anlamda hisse senetleri, tasfiye değerinin altına düştüğünde o işletmeyi likide etmek en akılcı yol olacaktır (84).

Likidasyon değeri genellikle anormal şartlar altında gerçekleştirilen satışa göre olduğundan ve bilirkişi raporlarına göre belirlenen değerlerin farklılık göstermesi ile bunların satışı halinde sözkonusu değerlere ulaşılmadığından, bu değere fazla itimat edilmemelidir.

#### 2.3.1.6. Alternatif Gelir Değeri

Bu değer, ortaklar tarafından karşılanan sermayenin, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp başka alternatif yatırım alanlarında değerlendirilmiş olması halinde, elde edilebilecek alternatif değerden bir hisseye düşen gelir tutarıdır.

#### 2.3.1.7. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri tasfiye değeri gibi pazar değerinin araştırılmasında kullanılan bir kavramdır. İşletmenin bir bütün olarak devredilmesi halinde bulunacak değer olarak bilinir. Pazar değeri için likidasyon değeri bir alt sınır oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de bir üst sınır oluşturur (85).

(84) Atilla GÖNENLİ, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İ.Ü. İşl. Fak. Yayın No:170, Venüs Ofset, İstanbul, 5. Baskı, 1985, sh.307

(85) Atilla GÖNENLİ, a.g.e, sh.308

İşletmeye bir bütün olarak likidasyon değerinin üstünde bir ödeme yapıldığında sözkonusu edilecek bir kavramdır ve likidasyonu aşan kısım pestamallık (goodwill) olarak isimlendirilir.

Ortaklığın faiz ve vergiden önceki gelirinin belirli bir kapitalizasyon oranı ile kapitalize edilmesi ortaklığın toplam değerini verir.

Formülle ifade edilecek olursa:

$$W = \frac{(Y/k) - L}{N}$$

W : İşleyen teşebbüs değeri

L : Toplam borçlar

N : Hisse senedi sayısı

k : Kapitalizasyon oranı

Y : Gelir

İşleyen teşebbüs değeri hesaplama yöntemi, firmanın kazançlarının kapitalize edilmesi işlemini içermektedir. Ancak kapitalizasyon oranının saptanması sorunu vardır (86).

Gerçek değer hesaplama yöntemi ile de eşdeğerdir. Ancak, gerçek değer tamamen kuramsal bir kavramdır. Buna karşılık, işleyen teşebbüs değeri pratik anlamı olan bir kavramdır.

#### 2.3.1.8. Borsa (Pazar) Değeri

Borsa değeri ya da diğer adıyla pazar değeri, piyasa değeri muhasebe ve vergi hukukunda ortak kullanılan bir kavramdır. Bir malın ve özellikle hisse senedinin bir borsası varsa borsa değerinden de söz edilecektir. İMKB tarafından yayınlanan alış ve satış fiyatlarına borsa değeri olarak bakabiliriz.

(86) B.GRAHAM, D.L. DODD, S.COTTLE, C.TATHAM, *Security Analysis - Principles and Techniques*, Mc. Graw Hill Book, New York, L. Editor, sh.28



### 2.3.1.9. Gerçek Değer

Hisse senedinin gerçek değerini Graham, Dodd ve Cootle sermaye piyasası analizleri ile ilgili eserlerinde "Varlıklar, kazançlar, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi gerçeklerin belirlendiği bir değer" olarak tanımlamaktadırlar.

Buna göre pay senetlerinin gerçek değeri, pay senetlerinden elde edilecek kazanç ve bu kazançların kapitalize edilmesi için gerekli bir iskonto oranının (kazanç oranı) belirlenmesini gerektirir (87). Yani, ortaklığın gelecekteki kazançları veya kâr payları bir kapitalizasyon oranı ile bugünkü değere indirilip toplandığında bulunan değer hisse senedinin gerçek değerini verecektir. Gerçek değer belirlenmesinde temel kavram kazanç oranıdır. İleride bu kavram ve değerlemeler üzerinde ayrıntılı olarak durulacaktır.

### 2.3.1.10. Genel Rantabilite Değeri

Bu değer uzun bir dönem (örneğin 5 - 10 yıl) için sağlanan net kârların bugüne iskonto edilmesi ve bulunan toplam değerden bugünün borçlarının düşürülmesi ile bulunur. Çıkan tutar bugünün (değerleme tarihi itibarıyla) hisse senedi sayısına bölünür. Elde edilen değer hisse senedinin genel rantabilite değeridir.

Bu sistem, kullanılan ve en doğru sonucu veren sistem olarak kabul edilir. Ancak, Türkiye gibi önümüzdeki bir senelik tahminlerin bile zor yapılabildiği durumlarda 5 - 10 yıllık projeksiyonların ne derece doğru kabul edilebileceği de kanaatimce ayrı bir tartışma konusudur. Bu durum, seçilen periyod içinde değişik senaryolara göre sonuçların bulunması ve bunlara bakılarak belli değere gidilmesi ile önlenemez.

---

(87) Atilla GÖNENLİ, a.g.e, sh.311

### **2.3.2. Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri**

Hisse senedi yatırım analizlerinde amaç, hisse senedinin gelecekteki değerinin saptanması ve borsada işlem gören senetlerin fiyatlarının olması gereken fiyatlarla karşılaştırılmasıdır. Hisse senedi değerlemesi, aynı zamanda halka açılacak bir şirketin değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan birim fiyatının borsada işlem gören benzer bir şirketin fiyatı ile karşılaştırılmasına ve satışta optimal fiyatın bulunmasına da olanak sağlar. Belirlenen fiyatın gerçek fiyat olarak kabul edilmesinden önce, hisse senedinin çalışmanın ilgili bölümünde anlatılan şartlardan ne derecede etkilendiği de önem taşımaktadır. Aynı zamanda, çeşitli değişkenlerden büyük ölçüde etkilenen hisse senedinin risk ve kârlılığı da fiyatın oluşumunda dikkate alınmalıdır. Bunların tespitinde kullanılan çeşitli yöntemler de bulunmakla beraber, burada sadece bir firmanın birim hisse senedinin değeri bulunacak, diğer şartlara göre fiyatın değişimi inceleme konusu yapılmayacaktır.

Hisse senedi değerlendirme yöntemleri anlatımında öncelikle ikili bir ayrıma girilmesi gerekmektedir. Birincisi hisse senedine yapılacak yatırımlarda kullanılan analizlerdir. Bu da ekonomik analiz (temel analiz), teknik analiz ve Random Walk teorisi diye üçe ayrılır. İkincisi ise, bir şirketin halka açılması durumunda birim hisse senedi fiyatının tespit edilmesinde kullanılan yöntemlerdir. Yatırım bankalarının kullandığı bu yöntemlerden burada "Uygulamada Kullanılan Yöntemler" diye bahsedilecek ve üzerinde daha ayrıntılı bir şekilde durulacaktır.

#### **2.3.2.1. Teknik Analiz**

Teknik analiz kalitatif nitelikte bir değerlendirme modeli olup, hisse senedi fiyatı ve bu fiyatın belli bir zaman süresi boyunca seyriyle ilgilidir. Teknik analizde analist, aynı zamanda borsalarda işlem gören hisse senedi hacmini de dikkate alır. Analist çeşitli fiyat trendlerine göre al sat kararı verir.



Teknik analizin ilkelerini şöylece sıralayabiliriz (88) :

Teknik analiz daha çok hisse senedi yatırımcılarına yol gösterdiğinden ve fiyatın kısa dönemdeki tahminine yönelik olduğundan, burada fazlaca üzerinde durulmayacaktır.

### 2.3.2.2. Random-Walk Teorisi (Tasadüfi Değişim Kuramı)

Sermaye piyasasının etkin olduğu varsayımına dayanmakta olup, hisse senedi fiyat değişikliklerinin istatistiki olarak birbirinden bağımsız olduğunu ileri sürmektedir. Random-Walk teorisinde yatırımcılar, spekülâ-törler fiyat tahmini yapabilmek için gerekli olan bilgileri sağlayabilmek için adeta birbirleriyle yarışır ve bu bilgileri maliyetsiz olarak elde edebilirler.

Piyasa etkin olduğu sürece piyasada oluşacak fiyatın, en iyi, gerçeğe en yakın fiyat olduğu görüşünü savunur (89). Bu teoriye göre, hisse senedi-nin cari piyasa değeri yeni bir bilgiyle aniden oluşmakta ve beklenen getiri-si gerçek değerinin etrafında tesadüfi olarak dalgalanmaktadır (90). Bu varsayımına dayanan teori, cari ve geçmişteki fiyat trendlerinin gelecekteki hisse senedi fiyatlarının tahmininde kullanılamayacağı sonucuna varmak-tadır (91). Böylece Random-Walk teorisi, geçmişteki fiyat trendlerinden ha-reketle gelecekteki fiyat değişmelerini tahmin etmeyi amaçlayan teknik

(88) – *Hisse senedi fiyatları piyasadaki arz ve talebe göre belirlenir.*

- *Arz ve talebe etki eden tüm faktörler, bir değerlendirme modeline alınmaz. Halbuki piyasa fiyatı oluşurken tüm bu faktörlerden otomatik olarak etkilenir.*
- *Hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalar genellikle kolayca farkedilebilir bir trend oluşturur. Trendin belirli bazı noktalarında hisse senedi fiyat dalgalanmasını tahmin için hacim önemlidir.*
- *Trenddeki değişmeler, arz ve talebe etki eden piyasa faktörlerindeki sapmalar olarak yorumlanabilir.*

*Bkz. H.A.KNOW, Stock Market Behaviour: The Technical Approach to Understanding Wall Street, New York, Random House, 1969, sh.162-164*

(89) *Adam SMITH, The Money Game, Random House, New York, 1967, sh.148*

*Cümlelerin İngilizce aslı şöyledir: "Prices have no memory, and yesterday has nothing to do with tomorrow."*

(90) *Harry ROBERTS, Stock Markets Patterns and Financial Analysis: Methodical Sug-gestions, Journal of Finance, Mart 1959, sh.1-10*

(91) *Adam Smith "fiyatların hafızası yoktur, dünün de yarınla ilgisi yoktur" diyerek bu görüşü desteklemektedir.*

*Bkz. Adam SMITH, The Money Game, Random House, New York, 1967, sh.91*

analiz yaklaşımını da tamamiyle red eder (92).

Bu teorinin en zayıf yanı sermaye piyasasının etkin olduğu varsayımına dayanmasıdır. Aynı zamanda piyasaya aktarılan bilgilerden herkesin eşit şekilde faydalanacağı varsayımının da gerçek hayatta uygulaması yoktur.

Türkiye gibi sermaye piyasası henüz tam olarak gelişmemiş ülkelerde bu piyasanın etkinliğinden bahsedilemez. Aynı zamanda yatırımcıların menkul değerlere yatırım, risk ve kârlılık konusundaki bilgileri yeterli düzeylerde bulunmamaktadır. Son olarak bu tip piyasalarda, fiyatın tamamen arz ve talep güçleri tarafından belirlendiği söylenemez (93).

### 2.3.2.3. Ekonomik Analiz-Temel (Fundamental Yaklaşım)

Graham-Dodd tarafından geliştirilen bu kantitatif yaklaşımda amaç pay senedinin gerçek değerini bulmaktır. Çünkü onlara göre hisse senetlerinin daima bir gerçek değeri vardır ve bu fiyat da denge fiyatıdır (94). Gerçek değer de işletmenin gücüne bağlıdır. Dolayısıyla işletmenin rekabet durumu, bu açıdan zayıf ve kuvvetli yanları incelenip karşılaştırmalar yapılarak genel ekonomi içindeki değişmelerden nasıl etkilendiği de incelenir.

Temel analiz, büyük ölçüde hisse senedi ve onu ihraç etmiş kuruluşla ilgili bilgilere bağlıdır. Analizi yapılacak şirketin gelecek dönemdeki kârları tespit edildikten sonra, bu kârların kapitalize edilmesi gerekir.

Bu yöntemde sorun işletmenin gelecek dönemlerdeki pay başına kâr ve bunun büyüme oranının saptanmasıdır. Buna bağlı olarak ortaya çıkan diğer bir sorun da pay senedinin değerinin bilinmesinde çarpan olarak kullanılacak kapitalizasyon oranının saptanmasıdır. Diğer bir sorun da, pay başına kazanca ya da kâr paylarına dayalı değerlendirme modellerinden hangisinin seçileceğidir.

---

(92) DYCKMAN, Thomas R.DOWNES, David H., MAGEE, Robert D., *Efficient Capital Markets and Accounting. A Critical Analysis*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1975, sh.17-21

(93) Ünal BOZKURT, a.g.e, sh.104

(94) B.GRAHAM, D.L.DODD, S.COTTLE, C.TATHAM, a.g.e, sh.28



Temelde şu yöntemler kullanılır :

- 1) Hisse Başına Düşen Kârın Kapitalizasyonu Yöntemi  
(Gordon, Molodowsky ve Markowitz Modelleri)
- 2) Firma Yatırım Fırsatlarını Dikkate Alan Model  
(Soloman Modeli)
- 3) Sermaye Maliyetine Dayanan Nisbi Değerleme Modeli  
(Miller-Modigliani Modeli)
- 4) Firmaların Finanslama ve Yatırım Kararlarını Dikkate Alan Değerleme Modeli  
(Lerner-Carleton Modeli)
- 5) Dönemsel Gelir Yöntemi

Bu modellerle yapılacak olan hisse senedi değerlemeleri aşağıda kısaca anlatılacaklardır.

#### 2.3.2.3.1. Dividantların Kapitalizasyon Yöntemi

##### 2.3.2.3.1.1. Gordon Shapiro Yöntemi

Değerlemede ödenen dividant miktarını esas alan değerlendirme modeli Gordon-Shapiro tarafından bulunmuş, daha sonra Gordon tarafından geliştirilmiştir. Modele göre hisse senetlerinin değeri, hisse senedinden elde edilmesi beklenen dividant gelirlerinin toplamına eşittir (95). Bu yöntemi şöyle formüle edebiliriz:

$$P_0 = \sum \frac{D_1 (1 + g)^t}{(1 + k)^t}$$

Bu formülün basitleştirilmiş ve uygulamada kullanılan şekli de şu şekildedir:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g} = \frac{(1 - b) E}{k - rb}$$

(95) Myron J.GORDON, *The Investment Financing and Valuation of Corporation*, Homewood, 1968, sh.44

- $P_0$  : Hisse senedinin değeri  
 $D_1$  : Yatırımcının bir sonraki dönem elde edeceği temettü geliri  
 $g$  : Büyüme oranı  
 $r$  : Yatırımcıların kârlılığı (Sabit)  
 $k$  : Hisse senedinin getiri oranı  
 $E$  : Net kâr  
 $b$  : Dağıtılmayan kâr (Yeniden yatırımlara ayrılan kısım)

Formülde kullanılan "k" bir dışsal değişken olup, herhangi bir matematiksel işlemle hesaplamak da mümkün değildir. Piyasadaki menkul değerlerin getirileri, faiz hadleri, enflasyon nispeti faktörlerine göre "k" belirlenir. Büyüme oranı olan "g" de geçmiş performans, şirketin ve bulunduğu sektörün geleceğine, gelecekteki ekonomik beklentilere vb. olarak belirlenir.

Cari yıl 1991 ise biz 1992 yılında dağıtılacak temettü miktarını şu şekilde hesaplayabiliriz: ( $k = \%60$ ,  $g = \%50$ , 1991'de dağıtılan birim hisse temettü miktarı = 1500 TL. olsun)

$$D_{1992} = D_{1991} (1 + g)$$

$$D_{1992} = 1500 (1,50) \\ = 2.250 \text{ TL}$$

$$P_0 = \frac{2.250}{0.60 - 0.50} = 22.500 \text{ TL/hisse}$$

Bu tahmin geçmişten yapılacağı gibi, bugünkü temettünün ileriki yıllarda öngörülen büyüme oranı ile büyütülüp "k" katsayıları ile bugüne getirilmesi ile de bulunabilir.

Bu yöntemin sakıncaları; k ve g'nin subjektif olarak tahmin edilmesi, firmanın gereken yatırımları tamamen dağıtılmayan kârlardan finanse edeceği varsayımının kabul edilmesidir.



### 2.3.2.3.1.2. Molodowsky Yöntemi

Bu model de kâr paylarının kapitalizasyonunu esas alır. Bu yöntemde pay senedi fiyatı;

$$P_o = D_o + \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

formülü ile bulunur.

Modelin temel özelliği ise kârlar ile kâr payı ve dolayısıyla hisse senedinin fiyatı arasındaki ilişkidir. Gordon-Shapiro Yöntemleri için bahsedilen sakıncalar bu method için de geçerlidir.

### 2.3.2.3.1.3. Markowitz Modeli

Bu modele göre bir pay senedinin verimi (k), o senedin her yıl verdiği yıllık verimlerin ortalamasıdır. Diğer iki yöntemden en önemli farkı "k" yı subjektiflikten kurtarmasıdır. Ancak bir dış finanslamanın olmaması, hisse fiyatını tamamen temettüye bağlaması yanlışı devam etmektedir.

Bu yöntemde öne her yıl için bir "k" değeri hesaplanır.

$$k = \frac{D + (P_1 + P_o)}{P_o}$$

D : Temettü

P<sub>o</sub> : Pay senedinin yıl başı fiyatı

P<sub>1</sub> : Pay senedinin yıl sonu fiyatı

Geçmiş dönemdeki temettü ve pay senedi fiyatları kullanılarak hesaplanan bu "k" değerlerinden ortalama bir "k" değeri bulunur. Daha sonra bu ortalama "k" değerine göre bir standart sapma ve varyans bulunarak belli bir olasılık derecesinde ilgili yılın P<sub>1</sub> değeri bulunur.

### 2.3.2.3.2. Solomon Modeli

Kârın ve dolayısıyla dividantın kapitalizasyonuna dayanan değerlerne modellerine karşılık, değerlemede firmanın yatırım fırsatlarını da dikkate alan model Solomon tarafından geliştirilmiştir. Solomon'a göre cari yatırım-

ların verimli olmaya başlamaları ile firma kârlarında yükselme sağlanacak ve dağıtılmayan kârların firma yatırım fırsatlarını değerlemede kullanılmasıyla da net kâr yine artacaktır. Firmalar için yatırım fırsatları ve bu fırsatların kârlılık oranı normal kârlılık oranından daha yüksektir. Normal kârlılıktan amaç firmanın sermaye maliyeti, bir başka deyimle ortakların elde etmek istedikleri kârlılık oranı "k" dır.

Bu modele göre hisse senedinin değeri, firmanın mevcut varlıklarından elde ettiği kârların ve yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinden elde edilen kârların bugünkü değerlerinin toplamına eşittir.

Bu modelde; firmanın borcu olmadığı, cari ve gelecek dönemlerdeki yatırımların homojen olduğu, "k" nın belirsizliğe göre ayarlandığı varsayım ve esasları dikkate alınır. Aynı zamanda, firmanın yeni yatırım yapmaksızın, mevcut varlıklarından elde ettiği net kârın (E) miktarının sabit ve sonsuz ömürlü olduğu varsayımı da esastır.

Bütün bu varsayım ve esaslara göre hisse senedinin değeri şu şekilde formüle edilebilir.

$$P = V_1 + V_2$$

$V_1$  : Firmanın mevcut yatırımlarından elde ettiği net kârların bugünkü değeri

$V_2$  : (k) dan büyük oranda kârlılığa sahip yatırım fırsatlarından elde edilen kârın bugünkü değeri

Sonunda;  $P = \frac{D}{k} + \frac{bEr}{k^2}$  eşitsizliği elde edilir.

P : Hisse senedinin değeri

D : Dividant miktarı

E : Mevcut varlıklardan elde edilen net kâr

r : Ek yatırım kârlılık oranı ( $r > k$ )

k : Hisse senedi getiri oranı

b : Yıllık kârın yüksek getirili yatırımlara ayrılacak olan oranı



Solomon Modeli, firmanın her yıl yıllık kârının (b) oranlı bir kısmını kârlılığı yüksek projelere yatırdığını varsaymaktadır. Buna karşılık Gordon Modeli hisse senedi değerinin artışını (g), belli oranlarda yatırıma sevk edilen nisbetin getirdiği ek kârlılığı da dikkate alarak hesaplamakta ve (g = br) eşitsizliğini kabul etmektedir. Böylece (b) ve (r) değerleri arttıkça, bulunacak değerler arasındaki fark da açılacaktır. Halbuki yöntemler ne kadar farklı olursa olsun; çıkan değerlerin birbirine eşit olmasa bile, en azından birbirine yakın olması gerekir.

Bu iki yöntemi ve oluşan farklı değerleri bir örnek ile açıklayalım.

D : 70

E : 100

r : %20

k : %10

b : %40

Gordon Modeli'ne göre hisse senedinin değeri :

$$P = \frac{D}{k - g} = \frac{70}{0,10 - 0,20 \cdot 0,40} = 3.500 \text{ TL}$$

Solomon Modeli'ne göre hisse senedinin değeri :

$$P = \frac{D}{k} + \frac{b \cdot E \cdot r}{k^2} = \frac{70}{0,10} + \frac{0,40 \cdot 100 \cdot 0,20}{0,10^2} = 1.500 \text{ TL}$$

Bulunan hisse senedi değerleri arasındaki fark 2 katından daha fazladır. Subjektif değerlerin çokça kullanıldığı bu formüllerin uygulamada kullanılamaz olduğu çıkan değerlerden de anlaşılmaktadır.

### 2.3.2.3.3. Miller - Modigliani Yöntemi

Bu model sermaye maliyeti (ortakların arzuladıkları kârlılık oranı) ile hisse senedinin risk ve kârlılığını yansıtan değişkenler arasındaki ilişkiyi esas almaktadır. Modelin en büyük özelliği, hisse senedi değerinin firmanın temettü politikasından bağımsız olduğunu göstermesidir. Yani, bu görüşe göre kâr payı hisse senedi değerlemede etkili değildir.

Bu modelin varsayımları şöyle sıralanabilir :

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir.
- Hisse senetleri ile ilgili tüm bilgileri herkes bedelsiz olarak elde edebilir.
- Acenta komisyonları, vergiler vb. giderler ihmal edilmiştir.
- Şirketin varolan yatırım politikasının değişmesi sözkonusu değildir.
- Tüm menkul değerlere uygulanacak kapitalizasyon oranı "k" aynıdır ve zaman sürecinde değişmez.

Bu varsayımlar altında; firma yatırımlarını dağıtılmayan kârlarla sağlar. Buradan da yatırımcıların kâr payı dağıtımına karşı kayıtsız oldukları sonucu çıkar.

Bu model şu şekilde formülize edilir :

$$P_o = \frac{D_1}{1+k} + \frac{P_1}{1+k}$$

$P_o$  : Hisse senedinin bugünkü değeri

$P_1$  : Dönem sonu hisse senedi satış fiyatı

$D_1$  : Dönem kâr payı

$k$  : İndirgenme oranı

$n$  : Hisse senedi sayısı

$nP_o$  : Firmanın toplam değeri

$$nP_o = \frac{n}{1+k} (D_1 + P_1)$$

Firma kâr payı dağıttıktan sonra gerekli fonu t zamanındaki  $P_o$  ve  $m$  adetlik hisse senediyle finanslarsa

$mP_1 = (n + m) P_1 - nP_1$  olur. Böylece

$nP_o = \frac{1}{k} [ nD_1 + (n + m) P_1 - nP_1 ]$  olur.



$mP_1$  değeri toplam yatırımdan dağıtılmamış kârların düşürülmesi ile bulunur. (t) dönemi için toplam kâr (x) ise

$$mP_1 = 1 - (x - nP_1) \text{ dir.}$$

Bu durumda

$$nP_0 = \frac{n}{1+k} (n+m) P_1 - 1 + x \text{ olur.}$$

Böylece görülebilir ki; hisse senedi fiyatını etkileyen değerler arasında (eşitliğin sağ tarafı) kâr payı ( $D_1$ ) yoktur.

Hiç kuşkusuz bu model için en büyük eleştiri, sermaye piyasalarının tam rekabet koşullarında çalışmamasıdır.

#### 2.3.2.3.4. Lerner-Carleton Modeli

Bu model, hisse senedi fiyatının tespitinde firma yatırım ve finanslama kararlarını da dikkate alan bir değerlendirme modelidir.

Buraya kadar anlatılan yöntemlerde firma yatırım kararlarının veri olduğu varsayılmaktaydı. Ayrıca, Miller-Modigliani dışındaki diğer yöntemlerde dış finanslama olanakları dikkate alınmayarak, yatırım politikalarının firma kâr dağıtım politikalarıyla ilişkili olduğu kabul edilmişti. Diğer modellerin aksine bu model, firma yatırım ve finanslama kararlarını da kapsamaktadır. Böyle bir entegre model Lerner-Carleton (LC diye anılacak) tarafından önerilmiştir (96) (97).

LC Gordon'un formülle ifade edilen modelini yeniden formüle etmişlerdir. Gordon modeli,

$$P = \frac{(1-b)E}{k-rb} = \frac{D}{k-g} \text{ şeklindeydi.}$$

E, (r) oranında kârlılığı olan firma toplam varlıklarından (A) elde edilen gelire eşitse ( $E = rA$ ), vergiden sonraki net dividant ;

(96) Eugene M.LERNER, Willard T.CARLETON, *A Theory of Financial Analysis*

(97) Eugene M.LERNER, *Managerial Finance: A Systems Approach*, Harcourt Brace & Jovanovich Inc, New York, 1971, sh.361-378

$$D = (1 - b) (1 - t) r A \text{ olur.}$$

t : Vergi oranı

Toplam arılıklardaki değişme  $\Delta A$ ,  $(1 - t) r b A$  'ya eşit olduğundan varlıkların büyüme oranı,

$$g = \frac{\Delta A}{A} = \frac{(1 - t) r b A}{A} = (1 - t) r b \text{ olur.}$$

Öyleyse formül,

$$P = \frac{(1 - b) (1 - t) r A}{k - (1 - t) r b} \text{ şeklini alır.}$$

Hisse senedinin değeri; şirket yönetimine belirlenebilecek iki karar değişkeni (r) ile (b) ve üç parametreye (k), (t) ile (A)'ya bağlı olmaktadır. (k), (t) ve (A) parametreleri birer sabit dışsal değişken olduklarına göre firma yönetimi aynı hisse senedi fiyatını verecek şekilde sonsuz sayıda (r) ve (b) kombinasyonları oluşturabilir.

Hisse senedinin değerini maksimum yapacak şekilde sonsuz sayıdaki (r) ve (b) kombinasyonlarından hangisinin seçileceğini firmanın yatırım fırsatları belirler.

Model kompleks bir nitelik gösterdiği için, ampirik çalışmalarda uygulama güçlüğü vardır. Bu nedenle model bugüne kadar kısmen test edilememiştir (98).

#### 2.3.2.4. Genel Değerlendirme

Buraya kadar incelenen değerlendirme modellerinde dividantların hisse senedi değeri üzerindeki etkisi konusunda iki farklı görüşün olduğunu gördük. Gordon modeli kâr paylarının hisse senedinin değerinde etkili olduğu görüşünü taşımaktadır. Özet olarak, Gordon Modeli dış kaynakla finansman mümkün olmadığı sürece optimal dividant politikasının, firma

(98) George C. PHILLIPATOS, *Financial Management : Theory and Techniques*, Holden Day Inc, San Fransisco, 1973, sh.397



yatırımlarının kârlılığı (r) ile kapitalizasyon oranı (k) arasındaki ilişkiyle belirlenebileceğini ileri sürmektedir. Karşıt görüş olan Miller-Modigliani Modeli ise dış kaynakla finansman mümkün olsa bile, kâr paylarının hisse senedi değeri üzerinde etkisi olmadığını savunmaktadırlar. Bu konuda literatürde çeşitli tartışmalar ile her iki görüşü destekleyen ampirik testler yapılmıştır.

Finansal kaldıracın hisse senedi değeri üzerindeki etkisi de ortak bir görüşün sağlanamadığı diğer bir konudur. Miller-Modigliani, finansal yapının hisse senedinin değeri üzerinde etkisi olmadığını, finansal risk arttıkça kârlılığın da arttığını, dolayısıyla birbirlerini dengelediklerini ileri sürmektedir.

Oysa finansal riski yüksek her firmanın kârlı mı olduğu sorusu akla gelmektedir. Pratik hayatta, borcu oldukça fazla olan firmaların zarar ettikleri de gözlenebilmektedir. Finansal risk faktörü direkt olarak ele alındığında hisse senedi değeri olumsuz bir şekilde etkilenmektedir. Çünkü borcu fazla olan firmalara kişiler yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar. Yine aynı şekilde, hiç kâr payı dağıtmayan firmaların hisselerinin değerini koruyamayacağı da oldukça açıktır. İşte bu belirsizlikler altında bu modellerin vereceği değerlerin ne kadar gerçekçi olabileceği bir tartışma konusudur. Tüm bu modeller hisse senedi değerlerini; firmaların geçmiş performanslarına bakarak bulmaya çalışmakta, gelecekte alınacak kararları, firmanın gelecekte gösterebileceği performansı hesaba katmamaktadırlar (99). Bu husus da sözkonusu modellere bakılarak bir karar vermekte handikap oluşturmaktadır.

#### 2.3.2.5. Hisse Senedi Değerlemesinde Uygulamada Kullanılan Yöntemler

Uygulamada kullanılan yöntemlerden kasıt, halka açılması planlanan bir firmanın değerini tespit için çalışan yatırım bankalarının kullandığı yöntemlerdir. Aşağıda bu yöntemlerin özellikleri belirtilecek daha sonraki uygu-

(99) G.FOSTER, *Security Price Revaluation Implications of Sub-Earnings Disclosure*, *Journal of Accounting Research*, Num:13, Autumn 1975

lama bölümünde de hesaplamalar bir örnek vaka üzerinde gösterilecektir.

#### 2.3.2.5.1. Kaydi Değer Yöntemi

Dağıtım kararı alınmış, fakat henüz dağıtımı yapılmamış temettülerin de dikkate alınarak hesaplanan şirket özvarlıklarının hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Burada özvarlık unsuru içine alınması gereken değerler; ödenmiş sermaye, ihtiyatlar, yeniden değerlendirme fonu, vergi ve tazminat sonrası kârdır. Genellikle bu yöntemle hesaplanan değer, şirketin hisse senedinin nominal değerinin satışı için bir alt değer oluşturmaktadır.

#### 2.3.2.5.2. Rayiç Değer Yöntemi

Düzeltilmiş defter değeri metodu diye de bilinen bu yöntemde; şirketin sabit kıymetlerinin rayiç değerleri de dikkate alınarak özvarlığı hesap edilmiş bir hissenin değeri yeniden hesaplanır. Bu yöntemde sabit kıymetlerin rayiç değeri olarak genellikle yenileme değeri alındığından, şirket için bulunan değer tavan değeri olmaktadır.

#### 2.3.2.5.3. Net Aktif Değer Yöntemi

Bu yöntemde; piyasa fiyatları ile hesaplanmış aktif toplamından, yine piyasa fiyatları ile hesaplanmış toplam borçların tenzilinden sonra kalan ve gerçek özvarlık tutarını veren değer toplam hisse senedi sayısına bölünmesi ile bir hissenin değeri bulunur.

Amortismanın gerçek yıpranmaya göre ayrıldığı ve defterde görünen net bağlı değerlerin gerçek piyasa değerlerini yansıttığı bir ortamda net aktif değer metodu ile şirketlerin değerlendirilmesi incelenen firmaların yaklaşık değerlerini yansıtabilir.

Çoğu ülkelerde kullanılan muhasebe sistemleri bu gibi gerçekleri yansıtmakta başarılı olmadığından net aktif değer metodunun gerçek değerleri saptayamadığı belirlenmiştir. Türkiye'de de kullanılan muhasebe sistemleri dolayısıyla, eldeki bilançoların revize edilmeden bu yöntem için



kullanılması gerçek sonuçları vermeyecektir. Örneğin amortismanlar gerçek yıpranmaya göre ayrılmamakta, iştiraklerin değeri bilançoda piyasa fiyatı ile bulunmamaktadır vs. Gerçek değerlerin tespiti için enflasyon muhasebesi sistemi kullanılmalıdır.

Net aktif değer metodu altında şirketlerin tüm aktiflerinin incelenmesi ve bugünkü değerlerine getirilmesi ile firmanın likidasyon değerini tespit etmek mümkün olacaktır. Net aktif değer yani, likidasyon değeri incelenen aktif ve pasifin tüm değerlerinin güncelleştirilmesini içerir. Rayiç değer yönteminde ise sadece sabit kıymetlerin değerlerinin güncelleştirilmesi yapılır. Ancak bu da tam değerini göstermez. Çünkü, tenzil edilen amortismanlar gerçek yıpranmaya göre ayrılan amortismanlar yerine bilançoda görülen amortisman rakamı olmaktadır.

Bilançodaki değerlerin tespiti için enflasyon muhasebesi kullanılarak gerçek değerler tespit edilse bile; bulunan sözkonusu hisse değeri, şirketin piyasada adı olmaksızın el değiştirmesinde geçerli olacak fiyatı yansıtmaktadır. Yani peştemaliye dikkate alınmamaktadır.

#### 2.3.2.5.4. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi

Sermaye piyasaları işlerlik kazanmış ve bütün şirketlerin birbirine yakın muhasebe sistemlerine göre işlemlerini kayıt ettiği memleketlerde şirketlerin değerlendirilmesi benzer firmaların fiyat / kazanç oranları karşılaştırılarak yapılır. Yani halka açılması planlanan bir firmanın değeri, aynı sektörde bulunan ve borsada işlem gören diğer rakip firmaların fiyat / kazanç oranları dikkate alınarak hesaplanabilir. Ancak firmaların amortisman oranlarının ve yöntemlerinin farklı olması, finans yapılarının aykırılık göstermesi, üretim kapasitelerinin ve ürün gamlarının farklılık arzemesi vb. şartları yöntemin sonuçlarını etkilemektedir. Yine de yöntem değerlemesi yapılan bir şirket için ortalama bir değer verebilmektedir.

#### 2.3.2.5.5. Temettü Getirisi İskontosu Yöntemi

Şirketlerin azınlık hisselerinin değerlendirilmesinde ve bilhassa sermaye piyasasının gelişmemiş olduğu veya şirket hisselerinin piyasada

işlem görmediği ortamlarda şirketlerin değeri temettü getirileri iskonto edilerek de bulunabilir.

Sermaye piyasasının gelişmeyeceği varsayıldığında ve halka satış durumlarında şirketin hisse değeri o hisseye düşen gelir payıyla belirlenebilir. Çünkü, şirketin ihtiyatta tuttuğu kaynaklarda yaptığı yatırımlardan doğan değer artışları, fonların doğuracağı bedelsiz hisseler sermaye piyasasına yansımıyorsa, hisseye sahip olan yatırımcıların elindeki hisseler o hisseler düşen temettü dizisi ile sabittir. Geçmişte dağıtılan ve gelecekte dağıtılması planlanan temettüleri ile şirket değerinin belli edilmesi Türkiye ortamında da yanlıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisselerin değeri şirketlerin kârına göre artmakla beraber, bu değerinde verilecek bedelsiz hisseler, bedelli sermaye artışları, yatırım kararları da etkili olmaktadır.

Bu yöntemde şirketin ileriki yıllarda dağıtmayı planladığı temettüleri ağırlıklı sermaye maliyeti oranları ile bugünkü değerine getirilir ve buna residual değer de ilave edilerek şirketin değeri bulunur.

#### 2.3.2.5.6. Nakit Akışları İskontosu Yöntemi

Bu metotta, şirketler için gelecekte finansal tahminlerin yapılabileceği bir seneye kadar (genelde 5 - 7 yıl) proforma mali tablolar hazırlanıp bu senelerde şirketlerin nakit yaratma güçleri tespit edilir. Böylece her yıl için serbest nakit akış tabloları yapılır; sonuçlar enflasyon, şirket riski, risksiz gelir oranı vb. de dikkate alınarak bulunan ağırlıklı iskonto oranları (ağırlıklı sermaye maliyeti) ile bugüne getirilir. Sonsuza kadar nakit akımları tahminlemesi yapılamayacağı için, bir tahminleme süreci seçilmekte (5 - 7 yıl) bu sürenin sonunda residual değer tespit edilmektedir. Residual değer hesaplanmasında da çeşitli yöntemler vardır. Şirketin, bulunduğu sektörün durumu, şirketin yatırım kararları vb. göre bunlardan birisi seçilir. En çok kullanılan yöntemlerden birisi; sabit kıymetlerin net değeri esas alınarak hesaplanan özkaynak değeridir. Bulunan net nakit akımlarının bugünkü değeri ile residual (hurda) değerinin bugünkü değeri birarada ele alınarak, hisse senedinin değeri hesaplanır.



## **III. BÖLÜM**

### **UYGULAMA**

### **3. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ UYGULAMASI**

Halka açılması planlanan TUNÇ A.Ş.'nin 1.000 TL'lik nominal hissesi- nin piyasaya arz fiyatı ilgili bölümde anlatılan metodlarla burada hesapla- nacaktır. Hesaplamalarda kullanılan bilanço, gelir tablosu vb. tablolarla, kullanılan formüller ve tahminler çalışmanın sonunda verilmiştir.

#### **3.1. KAYITLI DEFTER DEĞERİ**

Dağıtılacak temettülerin özkaynak kabul edilmesi, kârdan ayrılan kıdem tazminatı karşılığının ise bir uzun vadeli borç kalemi olarak değerlendirilmesi sonucu ile bulunan 1992 yılı toplam özkaynaklarının 1992 yılındaki hisse sayısına bölünmesi sonucunda bulunan hisse senedi fiyatı 3.181 TL.'dir. Bu yolla bulunan değer hisse değeri için kesin bir en alt sınır oluşturmaktadır.

#### **3.2. RAYİÇ DEĞER**

Kaydi değere sabit kıymetlerin ve iştiraklerin piyasa değerleri ilave edilerek bulunan değerdir. Bu değerler bulunurken de 1992 yılı bilançosun- dan hareket edilmiştir. Sabit kıymetlerin piyasa değeri olarak belirlenen 850 milyar TL. sabit kıymetlerin sigorta bedeli olup, ekspertiz raporu ile belirlen- miştir. Bu yöntemle elde edilen sonucun daha sağlıklı olabilmesi için teknik ekspertiz değerlendirme çalışmasının yapılması gerekir. Şirketin sahip olduğu iştirakler ise borsada işlem gören bir firmaya ait olup, değerlendirme gü- nündeki kapanış fiyatı ile rayiç değere getirilmiştir. Bu işlemlerden sonra bu- lanan hisse değeri de 6.621 TL.'dir. Bu değer şirketin likidasyon değeri olarak düşünölmelidir.

#### **3.3. NET AKTİF DEĞER**

Burada net işletme sermayesinden yola çıkılmış, sabit kıymetlerin ve iştiraklerin cari değerleri ilave edildikten sonra uzun vadeli borçlar tenzil edilmiş ve net aktif değer bulunmuştur. Net aktif değer hisse senedi



sayısına bölünmesi sonucunda da hisse senedi değeri olarak 7.619 TL. bulunmuştur. Rayiç değer yönteminde sadece özkaynaklar ile sabit kıymetler dikkate alınırken; bu yöntemde diğer bilanço kalemleri de sabit kıymetlerle beraber değerlemeye tabi tutulmuş fakat özkaynaklar elemine edilmiştir. Net aktif değere özkaynak toplamı da ilave edilerek bir değerlendirme yapılırsa daha gerçekçi olan 10.800 TL. değeri bulunmaktadır.

### **3.4. FİYAT / KAZANÇ ORANI DEĞERİ**

Değerlemesi yapılan şirket dayanıklı tüketim mamulleri üreten bir şirket olduğu için Ağustos 95 sonu itibariyle bu sektörde yeralan şirketlerin ve sektör ortalamasının fiyat / kazanç değerleri alınmıştır. Fiyat / Kazanç oranları bulunurken şirketlerin 1994 yıl sonu kârına 1995'in ilk altı aylık dönemde gerçekleştirdikleri kârlar eklenmiş, ancak 1994'ün ilk altı aylık kâr rakamları tenzil edilmiştir. Bulunan ortalama fiyat / kazanç oranı olan 17.23 değeri ile şirketin 1994 yılsonu kârı değerlendirildiğinde, hisse senedi değeri olarak 24.346 TL.'sına ulaşılmaktadır.

Fakat gözardı edilmemesi gereken husu, değişik şirketlerin kâr rakamlarından hareket edildiği için, bu metodun muhasebe yaklaşımlarından fazlasıyla etkilenebilir olmasıdır. Şirketlerin kullandıkları amortisman yöntemleri (hızlandırılmış, normal), amortisman oranları; stok değerlendirme yöntemleri (LIFO, FIFO, aritmetik ortalama, yürüyen ağırlıklı ortalama vb.) net kârı dolayısıyla da şirket değerini doğrudan etkileyebilmektedir.

### **3.5. TEMETTÜ GETİRİSİ İSKONTOSU**

Bu yöntemde; şirketin ileriki yıllarda dağıtmayı planladığı temettülerin bugüne getirilmesi ve buna iskonto edilmiş residual değerlerin de ilave edilmesiyle bulunan toplam tutarın hisse adedine bölünmesi sonucunda hisse senedi değeri olarak 10.359 TL. bulunmuştur.

Residual değerlerin bulunması için kullanılan formülde temettü büyüme oranı (g) tahminlemeden sonraki dönemler için % 25 olarak alınmıştır. 1996 sonrası temettü büyüme oranının % 25 olarak alınmasının sebebi gelişen

teknolojiler paralelinde 1996 yılından sonra artan yatırım harcamaları dolayısıyla dağıtılacak temettünün reel bazda azalacağı beklentisidir.

Dağıtılacak temettüleri bugünkü değerine getirirken kullanılan özkaynak maliyeti oranı da ( $r$ ) uygulamada anlatılan bir formülle bulunmuştur. Burada şirketin risk katsayısı 1,07 olarak alınmıştır. Bu oran, Türk sanayi kuruluşları için uluslararası denetim ve rating şirketlerinin kabul ettiği genel bir orandır.

### **3.6. NAKİT AKIŞLARI İSKONTOSU YÖNTEMİ**

Dört yıllık bir tahminleme süreci esas alınarak firmanın iskonto edilmiş yıllık net nakit akımları bulunmuş ve bulunan bu net nakit akımları her yıl için ayrı ayrı hesaplanan ağırlıklı toplam kaynak maliyeti katsayıları ile baz yıl olan 1992 yılı sonuna getirilmiştir. Daha sonra da bulunan bu toplam iskonto edilmiş net değere hesaplanan residual değer net bugünkü değeri ilave edilerek toplam şirket değeri bulunmuştur. Bulunan şirket değerinin 1992 yılı sonundaki sermayesi ile değerlendirilmesi sonucu birim hisse senedinin değeri 10.361 TL. olarak hesaplanmaktadır.



UYGULAMA GENEL VARSAYIMLARI

Yıllar	Enflasyon Oranı	ABD Doları Artış Oranı	ABD Doları TL/\$	Kısa Vadeli Kredi Faizi	Uzun Vadeli Kredi Faizi	Yeniden Değ. Oranı
1995	76	69	75,000	80	65	69
1996	62	59	119,000	80	67	69
1997	57	55	185,000	70	62	60
1998	52	50	278,000	65	57	55
Yatırımlar (Mil.TL) ( Net Satış * % 6)	1992	1993	1994	1995	1996	
	165,244	305,433	550,471	986,459	1,685,192	

**SATIŞ ADETLERİ**

=====

	1994	1995	1996	1997	1998
<b>ÜRÜN I</b>					
Kapasite	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000
İç Piyasa	550,000	600,000	650,000	750,000	850,000
İhracat	300,000	400,000	500,000	600,000	700,000
	850,000	1,000,000	1,150,000	1,350,000	1,550,000
<b>ÜRÜN II</b>					
Kapasite	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
İç Piyasa	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
<b>ÜRÜN III</b>					
Kapasite	200,000	200,000	250,000	250,000	250,000
İç Piyasa	180,000	200,000	230,000	230,000	230,000
<b>ÜRÜN IV</b>					
Kapasite	40,000	30,000	20,000	20,000	20,000
İç Piyasa	40,000	30,000	20,000	20,000	20,000



## SATIŞ FİYATLARI

	1994	1995	1996	1997	1998
<b>ÜRÜN I</b>		1.65	1.62	1.57	1.52
İç Piyasa	3,413,391	5,632,095	9,123,994	14,324,671	21,773,500
İhracat	1,539,563	2,540,279	4,115,252	6,460,945	9,820,637
<b>ÜRÜN II</b>					
İç Piyasa	2,491,746	4,111,381	6,660,437	10,456,886	15,894,467
<b>ÜRÜN III</b>					
İç Piyasa	1,632,177	2,693,092	4,362,809	6,849,610	10,411,408
<b>ÜRÜN IV</b>					
İç Piyasa	1,939,254	3,199,769	5,183,626	8,138,293	12,370,205

## SATIŞ TUTARLARI

(Milyon TL)

	1994	1995	1996	1997	1998
<b>ÜRÜN I</b>					
İç Piyasa	1,877,365	3,379,257	5,930,596	10,743,503	18,507,475
İnracat	461,869	1,016,112	2,057,626	3,876,567	6,874,446
	2,339,234	4,395,369	7,988,222	14,620,070	25,381,921
<b>ÜRÜN II</b>					
İç Piyasa	99,670	164,455	266,417	418,275	635,779
<b>ÜRÜN III</b>					
İç Piyasa	293,792	538,618	1,003,446	1,575,410	2,394,624
<b>ÜRÜN IV</b>					
İç Piyasa	77,570	95,993	103,673	162,766	247,404
<b>TOPLAM SATIŞLAR</b>	<b>2,810,266</b>	<b>5,194,435</b>	<b>9,361,758</b>	<b>16,776,522</b>	<b>28,659,727</b>
<b>TOPLAM NET SATIŞLAR</b>	<b>2,754,060</b>	<b>5,090,547</b>	<b>9,174,523</b>	<b>16,440,992</b>	<b>28,086,533</b>



**BİLANÇOLAR**  
(Milyon TL)

Tahsilat Süresi (Gün)	125	125	125	125	125
Ödeme Süresi (Gün)	45	45	45	45	45
Hammadde Süresi (Gün)	20	20	20	20	20
Yanmamul Süresi (Gün)	10	10	10	10	10
Mamul Süresi (Gün)	9	9	9	9	9
Minimum Nakit	3,000	4,200	5,670	7,371	9,582

	1994	1995	1996	1997	1998
Kasa Ve Banka	3,000	4,200	5,670	7,371	9,582
Ticari Alacaklar	956,271	1,767,551	3,185,598	5,708,678	9,752,268
Mammadde Malzeme Stok	100,217	185,239	333,851	598,269	1,022,038
Yarı Mamul Stokları	50,109	92,620	166,925	299,135	511,019
Mamul Stokları	45,098	83,358	150,233	269,221	459,917
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>1,154,695</b>	<b>2,132,968</b>	<b>3,842,277</b>	<b>6,882,674</b>	<b>11,754,824</b>
Bina, Makina, Teçhizat	617,049	1,145,756	2,010,550	3,390,119	5,703,042
Birikmiş Amortismanlar	452,105	858,611	1,576,898	2,724,822	4,684,920
İştirakler	5,015	5,015	5,015	5,015	5,015
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>169,959</b>	<b>292,160</b>	<b>438,667</b>	<b>670,312</b>	<b>1,023,137</b>
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>1,324,654</b>	<b>2,425,128</b>	<b>4,280,944</b>	<b>7,552,986</b>	<b>12,777,961</b>

Kısa Vad. Krediler	147,278	185,394	28,230	53,495	0
Satınalma Borçları	225,489	416,789	751,164	1,346,106	2,299,585
Ödenecek Vergiler	156,198	371,018	730,380	1,387,115	2,417,955
Ödenecek Temettü	140,000	350,000	750,000	1,500,000	2,500,000
Diğer Borçlar	59,719	75,563	382,509	642,394	1,173,550

<b>Toplam Kıs. Vad. Borçlar</b>	<b>728,683</b>	<b>1,398,764</b>	<b>2,642,283</b>	<b>4,929,111</b>	<b>8,391,090</b>
---------------------------------	----------------	------------------	------------------	------------------	------------------

Uzun vadeli Krediler	48,612	146,863	155,567	181,795	209,825
Kıdem Tazminatı Karş.	51,245	90,212	140,517	207,014	300,758

<b>Toplam Uzn. Vad. Borçlar</b>	<b>99,857</b>	<b>237,075</b>	<b>296,084</b>	<b>388,809</b>	<b>510,583</b>
---------------------------------	---------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Sermaye	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
I. Tertip İhtiyat	40,000	0	0	0	0
II. Tertip İhtiyat	38,461	72,461	146,461	295,461	544,461
Fevkalade İhtiyat	173,946	407,144	785,930	1,399,325	2,591,958
Yeniden Değerleme Fonu	43,707	109,684	210,185	340,280	539,869

<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>496,114</b>	<b>789,289</b>	<b>1,342,576</b>	<b>2,235,066</b>	<b>3,876,288</b>
---------------------------	----------------	----------------	------------------	------------------	------------------

<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>1,324,654</b>	<b>2,425,128</b>	<b>4,280,944</b>	<b>7,552,986</b>	<b>12,777,961</b>
----------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	-------------------

**GELİR TABLOLARI**  
(Milyon TL.)

	1994	1995	1996	1997	1998
Brüt Kar Marjı	% 34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
Satış Gid./Satışlar	% 4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Gen. Gid./Satışlar	% 2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Satış Hasılatı	2,754,060	5,090,547	9,174,523	16,440,992	28,086,533
Satılan Mal Maliyeti	1,803,910	3,334,308	6,009,313	10,768,850	18,396,679
Brüt Kar	950,151	1,756,239	3,165,210	5,672,142	9,689,854
Geñel Giderler	74,360	137,445	247,712	443,907	758,336
Satış Giderleri	123,933	229,075	412,854	739,845	1,263,894
Amortismanlar	121,028	225,663	417,773	674,855	1,142,652
Finansman Giderleri	164,956	129,323	90,499	84,328	51,641
Faaliyet Karı	465,875	1,034,733	1,996,373	3,729,208	6,473,330
Diğer Gelir/Gider	3,552	7,550	12,900	13,200	20,000
Kıd. Taz. Karş.	23,581	38,967	50,306	66,497	93,743
Vergi Öncesi Kar	438,742	988,216	1,933,167	3,649,511	6,359,587
Vergi	156,198	371,018	730,380	1,387,115	2,417,955
Vergi Sonrası Kar	282,544	617,198	1,202,786	2,262,395	3,941,633



**KAYDI DEĞER YÖNTEMİ**

	<u>1994 DEĞERLERİ</u> (Milyon TL)	
1994 Sonu Özkaynaklar	496,114	
Ödenecek Temettü	<u>140,000</u>	
	<u>636,114</u>	
Hisse Senedi Sayısı	200 Milyon	
Hisse Senedinin Değeri		3,181 TL/Beğer

**RAYIÇ DEĞER YÖNTEMİ**

	<u>1994 DEĞER.</u> <u>(Milyon TL)</u>
1994 Özkaynak Toplamı	496,114
Ödenecek Temettü	140,000
Net Sabit Kıymet (-)	164,944
İştirakler (-)	5,015
Sabit Kıymet Piyasa Değeri	850,000
İştirakler Piyasa Değeri	8,000
	<u>1,324,155</u>

Hisse Senedi Sayısı  
Hisse Senedi Değeri

200 Milyon

6,621 TL/Beğ



**NET AKTİF DEĞER YÖNTEMİ-I**

	<b>1994 DEĞER.</b> <b>(Milyon TL)</b>	
Toplam Cari Aktifler	1,154,695	
Toplam Cari Pasifler (-)	588,683	
Sabit Kıymet Piyasa Değeri	850,000	
İştirakler Piyasa Değeri	8,000	
Aktif Rayiç Değer	1,424,011	
Uzun Vad.Finansal Borçlar	48,612	
Kıdem Tazminatı Karşılığı	51,245	
<b>Net Aktif Değer</b>	<b>1,523,868</b>	
Hisse Senedi Sayısı	200 Milyon	
Hisse Senedi Değeri		7,619 TL/Beğ

**NET AKTİF DEĞER YÖNTEMİ-II**

	<u>1994 DEĞER.</u> <u>(Milyon TL)</u>	
Net Aktif Değer	1,523,868	
Özkaynaklar	<u>636,114</u>	
	2,159,982	
Hisse Senedi Sayısı	200 Milyon	
Hisse Senedi Değeri		10,800 TL/Beğer



### FİYAT/KAZANÇ ORANI YÖNTEMİ

İncelemeye konu olan şirketin içinde bulunduğu sektörde faaliyet gösterip hisseleri İMKB'de işlem gören şirketlerin fiyat / kazanç oranlarından hareketle sektörün ortalama fiyat/kazanç oranı bulunmuş ve bu ortalamadan da halka açılması planlanan şirketin birim hissesinin değeri tahmin edilmiştir.

\*Kullanılan değerler 18.8.1995 tarihi itibarıyla alınmıştır.

Kaynak:Ekonomist Dergisi , 20.Ağustos.1995 , Yıl 5 , Sayı 34 , Sayfa 76-81 "

	-Milyon TL)						FİYAT/KAZANÇ ORANI
	Kapanış Fiyatı	Ödenmiş Sermayesi	Piyasa Değeri	1994 Karı	1994Altı Aylık Karı	1995Altı Aylık Karı	
ARÇELİK	12,750	2,517,250	32,094,938	1,107,368	110,830	751,341	18.36
PEG PROFİLO	11,500	667,000	7,670,500	84,554	-63,573	411,430	13.71
			39,765,438	1,191,922	47,257	1,162,771	17.23

Şirketin 1994 Yılı Net Karı : 282,544

Şirketin Değeri : 4,869,248

Hisse Senedi Sayısı : 200 Milyon

Hisse Senedinin Değeri : 24,346 TL/Beğ

### TEMETTÜ GETİRİSİ İSKONTOSU YÖNTEMİ

Burada indirgeme faktörü olarak özkaynak maliyeti kullanılacaktır.

Özkaynak maliyeti (r) :  $a+B(c-a)$

- a : Risksiz Geri Dönüş Oranı (Devlet Tahvil Faiz Oranı)  
 B : Şirketin Risk Katsayısı  
 c : Net Geri Dönüş Beklentisi Oranı (Enf.om.+Kapit.Om.)

	1994	1995	1996	1997	1998
a	68	71	68	63	58
B	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07
c	71	75	72	67	62
r	71.2	75.3	72.3	67.3	62.3
İndirgeme Faktörü	1.712	1.753	1.723	1.673	1.623
		1.753	3.020	5.053	8.201
	(Milyon TL)				
	1994	1995	1996	1997	1998
Net Kar	282,544	617,198	1,202,786	2,262,395	3,941,633
Dağıtılacak Temettü Residual Değer	140,000	350,000	750,000	1,500,000	2,500,000
İskonto edil. Temettü		199,658	248,310	296,844	304,830
Kümüle İsk. Ed. Temettü		199,658	447,968	744,812	1,049,642
İskonto Edil. Res. Değ.					1,022,098
Toplam Değer					2,071,740
		Hisse Senedi Sayısı		200 Milyon	
		Hisse Senedi Değeri		10,359	TL/Beğ



Residual Değer Hesabı :

Temettü Getirisi metodunda sonsuza kadar bir tahminleme yapılmamış, dört yıllık bir projeksiyon döneminden sonraki temettü gelirleri için bir büyüme oranı ( $g = \% 25$ ) seçilerek aşağıdaki formülle temettü residual değeri hesaplanmıştır...

$$\text{Temettü 98} \frac{(1+g)}{(r-g)} = 8,382,511$$

**NAKİT AKIŞ  
İSKONTOSU YÖNTEMİ**

Öncelikle borç maliyeti hesaplanacak ve daha evvel hesaplanan özkaynak maliyeti ile birleştirilerek ağırlıklı toplam kaynak maliyeti bulunacaktır. Bulunan bu maliyet oranları ilgili yılın iskonto oranı olarak alınacaktır...

**Borç Maliyetinin  
Hesaplanması**

	1994	1995	1996	1997	1998
Uzun Vad Finans.Borç	48,612	146,863	155,567	181,795	209,825
Kısa Vad Finans.Borç	147,278	185,394	28,230	53,495	0
<b>Toplam Borç</b>	<b>195,890</b>	<b>332,257</b>	<b>183,797</b>	<b>235,290</b>	<b>209,825</b>
<b>Toplam Faiz Yükü</b>	<b>164,956</b>	<b>129,323</b>	<b>90,499</b>	<b>84,328</b>	<b>51,641</b>
Borç Maliyeti (%)	84.2	38.9	49.2	35.8	24.6
Ver.Son.Borç Mal.(%)	42.8	19.8	25.0	18.2	12.5

**Kaynak Maliyetinin  
Hesaplanması**

Toplam Borç	195,890	332,257	183,797	235,290	209,825
Özkaynak Toplamı	636,114	1,139,289	2,092,576	3,735,066	6,376,288
<b>Borç+Özkaynak</b>	<b>832,004</b>	<b>1,471,546</b>	<b>2,276,373</b>	<b>3,970,356</b>	<b>6,586,113</b>
Borçla Finansman (%)	23.5	22.6	8.1	5.9	3.2
Özkaynakla Finan.(%)sman	76.5	77.4	91.9	94.1	96.8
Borç Maliyeti (%)	84.2	38.9	49.2	35.8	24.6
Özkaynak Maliyeti(%)	71.2	75.3	72.3	67.3	62.3
<b>Ağırlıklı Toplam Kaynak Maliyeti (%)</b>	<b>74.3</b>	<b>67.1</b>	<b>70.4</b>	<b>65.4</b>	<b>61.1</b>



İskonto Edilmiş Net Nakit Akımları	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Girişler</b>					
Vergi Öncesi Kar	438,742	988,216	1,933,167	3,649,511	6,359,587
Amortisman	121,028	225,663	417,773	674,855	1,142,652
Kıdem Tazminatı Karşılığı	23,581	38,967	50,306	66,497	93,743
Borç Değişimleri	100,035	136,367	-148,460	51,493	-25,465
<b>Toplam Girişler</b>	<b>683,386</b>	<b>1,389,213</b>	<b>2,252,786</b>	<b>4,442,356</b>	<b>7,570,517</b>
<b>Çıkışlar</b>					
Sabit Yat.Harcamaları	165,244	305,433	550,471	986,459	1,685,192
Ek İşl.Serm.İhtiyacı	257,305	356,309	708,626	1,528,835	2,356,675
Ödenecek Vergiler	125,363	156,198	371,018	730,380	1,387,115
<b>Toplam Çıkışlar</b>	<b>547,912</b>	<b>817,940</b>	<b>1,630,116</b>	<b>3,245,675</b>	<b>5,428,982</b>
<b>Net Nakit Akımı</b>	<b>135,474</b>	<b>571,274</b>	<b>622,670</b>	<b>1,196,681</b>	<b>2,141,535</b>
Kaynak Maliyeti	74.3	67.1	70.4	65.4	61.1
İndirgeme Faktörü	1.743	1.671	1.704	1.654	1.611
İndirgenmiş Değer		341,875	218,681	254,095	282,259
Kümüle İndirg.Değer		341,875	560,557	814,652	1,096,911
Residual Değer					7,399,425
İndir.Residual Değer					975,261
<b>İndir. Toplam Değer</b>					<b>2,072,172</b>
Hisse Senedi Sayısı					200 Milyon
Hisse Senedi Değeri	10,361	TL/Beğer			

Residual değer hesabında 1998 yılının net sabit kıymetlerinin,iştiraklerin,o yıl karından ayrılıp kısa vadeli borçlarda görünen temettünün ve özkaynakların toplamı alınmıştır...

### **3.8. GENEL DEĞERLENDİRME**

Halka açılması planlanan şirketin hisse senedi arz fiyatı dokuz değişik yöntemle hesaplanmış olup, bulunan değerler aşağıda topluca verilmiştir:

Hesaplanan Arz Fiyatları (Nominal Değer: 1.000 TL.)	
Kaydi Değeri	3.181 TL
Rayiç Değeri	6.621 TL.
Net Aktif Değeri I	7.619 TL.
Net Aktif Değeri II	10.800 TL.
Fiyat / Kazanç Oranı Değeri	24.346 TL.
Temettü Getirisi İskontosu Değeri	10.359 TL.
Nakit Akış İskontosu Değeri	10.361 TL.

Görüldüğü gibi çok çeşitli değerlendirme fiyatlar ortaya çıkmıştır. Bunlar kullanılan yöntemler arasındaki farklılıklardan kaynaklanmaktadır.

Bu değerler arasında kaydi değeri ve en üst arz fiyatını veren kapitalize değerleri dikkate almamak gerekir. Bu yöntemler içerisinde iskonto edilmiş net nakit akımları analiziyle bulunan değere, ileriye dönük beklentileri ve yatırım amaçlarının yansıtılmasını en iyi şekilde gözönüne alması sebebiyle, itibar edilmesi kanaatindeyim. Fiyat / kazanç oranı metodu ise piyasa şartlarını o an için en iyi yansıtan methodur. Fakat, İMKB küçük hacimde bir borsa olduğundan, en ufak haberlerden bile etkilendiğinden, spekülasyon amaçlı ve kısa dönemli kâr realizasyonu ağırlıklı bir işlem hacmine sahip olduğundan vb. fiyat / kazanç oranı ile bulunan değeri gözönüne alırken dikkat etmek gerekir.

Sonuç olarak; bu şirketin 1.000 TL. nominal değerdeki hisse senedi için piyasa satış fiyatı 10.000 - 20.000 TL. arasında belirlenmelidir. Bu aralıkta fiyat belirlerken sayısal analize katılamayan fakat değer üstünde büyük etkileri olan subjektif değerlere, o anki ekonomik ortama, İMKB'nin



durumuna vb. bakarak yöneticiler karar vermelidirler.

### **3.9. HALKA AÇILAN BİR FİRMANIN ARZ FİYATININ PIYASADAKİ SEYRİNİN İNCELENMESİ**

29.5.1995 tarihinde halka açılan Ardem A.Ş.'nin 1000 TL'lik nominal hissesinin değeri 17.000 TL. olarak, değerlendirmeyi yapan Koçbank tarafından tespit edilmiştir. Koçbank tarafından değerlendirmede çeşitli yöntemlerle bulunan değerler Tablo-6'da verilmiştir.

Tablo - 6

#### **Ardem A.Ş. Hissesi Değerlendirme Fiyatları Tablosu** (Nominal Değeri 1000 TL.)

<u>Yöntem</u>	<u>Hisse Başına Fiyat (TL.)</u>
Net Aktif Değer I	6.285
Net Aktif Değer II	7.216
Fiyat / Kazanç Oranı	15.830
Temettü Getirisi İskontosu	22.727
İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi	14.652

*Kaynak : Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar Sanayi A.Ş. Hisse Senedi Değerleme Raporu, Koçbank A.Ş. Yatırım Bankacılığı, Kasım 1994, sh.3*

Tablo-6'dan da görüleceği gibi; Ardem A.Ş.'nin birim hisse senedinin değerleri Koçbank tarafından değişik yöntemlerle hesaplanmakta olup, 6.285 TL. ile 22.727 TL. arasında bulunmaktadır. O anki piyasa şartları da dikkate alınarak yöneticilerce 1000 TL. nominal bedelli hisse senedi için halka arz fiyatı olarak 17.000 TL seçilmiştir.

Ardem A.Ş. 29.Mayıs.1995 tarihinden itibaren İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. Şirketin birim hissesinin günlük işlem fiyatları ile o günkü kapanış endeksleri Tablo-7'de verilmektedir.

<b>Tablo-7 Ardem A.Ş. İMKB Kapanış Fiyatları Tablosu</b>			
<b>( 29 / Mayıs - 21 / Temmuz )</b>			
	<b>Tarih</b>	<b>Kapanış</b>	<b>Endeks</b>
	29/5/95	17,000	47,324
	30/5/95	16,250	47,139
	31/5/95	15,750	47,370
	1/6/95	16,000	48,465
	2/6/95	16,250	48,653
	3/6/95		
	4/6/95		
	5/6/95	16,500	50,676
	6/6/95	16,500	52,081
	7/6/95	16,500	52,945
	8/6/95	16,000	52,722
	9/6/95	16,250	53,781
	10/6/95		
	11/6/95		
	12/6/95	16,250	53,995
	13/6/95	16,250	53,082
	14/6/95	16,000	52,344
	15/6/95	15,750	50,466
	16/6/95	16,250	52,489
	17/6/95		
	18/6/95		
	19/6/95	15,750	51,760
	20/6/95	15,250	51,377
	21/6/95	15,500	51,918
	22/6/95	16,000	52,114
	23/6/95	16,500	53,042
	24/6/95		
	25/6/95		
	26/6/95	16,000	52,182
	27/6/95	15,750	51,561
	28/6/95	15,750	50,432
	29/6/95	15,250	48,086
	30/6/95	15,500	48,233
	1/7/95		
	2/7/95		
	3/7/95	14,750	46,499
	4/7/95	15,000	46,470
	5/7/95	10,500	48,540
	6/7/95	10,000	49,412
	7/7/95	10,000	46,357
	8/7/95		
	9/7/95		
	10/7/95	10,000	46,357
	11/7/95	9,800	46,328
	12/7/95	9,600	46,085
	13/7/95	11,300	47,659
	14/7/95	10,500	47,884
	15/7/95		
	16/7/95		
	17/7/95	10,500	48,271
	18/7/95	10,250	47,576
	19/7/95	9,750	46,544
	20/7/95	9,800	46,544
	21/7/95	9,800	47,486



Tablo-7'nin incelenmesinden de görüleceği üzere; ilk işlem günü olan 29.Mayıs'taki kapanış fiyatı halka arz fiyatı olan 17.000 TL.'dir. Ondan sonraki günlerde Ardem A.Ş. hissesinin değeri endekse paralel olarak değişim göstermektedir. Şirketin hissesinin değeri genelde 15.500 - 16.250 TL. değerleri arasında seyretmektedir.

5.Temmuz.1995 tarihinde %50 bedelsiz sermaye artırımını yapılarak, 1000 TL.'lık nominal hisseye 500 TL. temettü dağıtımını yapılmıştır. Bugünkü kapanış fiyatı da 10.500 TL. olmuştur. İlk arz fiyatı olan 17.000 TL.'lık değere göre bugünkü fiyatın, 11.833 TL. düşük olması gerekirdi. Bu durum 1.333 TL.'lık bir değer kaybını ifade eder.

Sonuç olarak; Ardem A.Ş.'nin birim hissesinin halka arz fiyatınının, 6.285 TL. - 22.727 TL.'lık aralık içinde 17.000 TL. olarak değil de 16.000 TL. civarında bir fiyatla tespitinin daha uygun olacağı görüşüne varılmaktadır.

## **IV. BÖLÜM**

### **SONUÇ**



#### 4. SONUÇ

Mali piyasalar ekonomide atıl fonların toplandığı ve bu toplanan fonların ihtiyacı olan sektörlere dağıtıldığı piyasalardır. Mali piyasalar tasarrufları, yaratılardan kullananlara vade, miktar ve risk ayarlaması yaparak çeşitli aracı kurum ile araçları kullanarak aktarırlar. Tasarrufların verimli alanlara kanalize edilebilmesi için bu piyasaların gelişmiş piyasalar olması gerekmektedir. Mali piyasaların iyi çalışmadığı bir toplumda fertlerin bir kısmı çok düşük verimli tasarruf yaparken, kurumsal yatırımcılar yüksek verimli yatırımlar için uygun şartlarla kaynak temin edememe durumuyla karşılaşabilirler. Kısacası, iyi çalışan MP bireylerin gelirlerini tasarruf ve tüketime daha iyi paylaştırmalarını sağlayarak, tasarrufları verimli alanlara kanalize edecek ve milli gelirin dolayısıyla da refahın artmasına katkıda bulunacaktır. Mali piyasalar tüm bu işlevleri koordineli bir şekilde çalışacak para ve sermaye piyasaları ile gerçekleştirebilecektir. Gelişmiş piyasalara baktığımız zaman, gelişmenin para piyasalarında başladığını ve oradan da sermaye piyasalarına geçtiğini görürüz.

Para piyasalarında anahtar öneme sahip olan bankalardır. Türk mali piyasasının kuruluşunda, gelişmesinde ve bugününde de en önemli paya sahip olan kurum bankalardır. Dolayısıyla hane halkı tasarruflarında banka mevduatlarının halen çok büyük bir payı vardır. Türk mali piyasalarında özellikle bu piyasaların bir unsuru olan sermaye piyasalarında 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren oldukça büyük gelişmeler kaydedilmiştir. Özellikle sermaye piyasasının bir ikincil pazarı olan menkul kıymetler borsasından sermaye piyasalarının gelişiminde öncülük rolü yapıp lokomotif olması istenmiştir. Bu piyasaya gösterilen ilgi diğer tasarruf enstrümanlarına da gösterilebilirdi. Ancak günümüzde ülkemizde banka mevduatı, hisse senedi, tahvil, varlığa dayalı menkul kıymet, hazine bonosu ve devlet tahvili, finansman bonosu, yatırım fonu vb. pekçok tasarruf enstrümanı kullanılmaktadır. Bunlar tasarruf araçlarının çeşitliliği konularında atılan önemli adımlardır.

Her ne kadar Türk para piyasaları ile sermaye piyasaları 1980'li yıllardan bu yana bir gelişme sürecinde bulunmakla beraber, henüz istenen gelişmişlik düzeyini yakalayamamıştır. Bu piyasaların gelişmişliği düzenli bir trend takip etmeleri, aşırı dalgalanmalarda bulunmamaları ile ölçülür. Bu açıdan bakıldığında 1994 yılının başında yaşanan krizde; İMKB'nin, faiz hadlerinin, döviz kurlarının ne kadar büyük bir dalgalanma içine girdiği herkesce bilinmektedir. Yaşadığımız bu kriz, yıllardır yapılan yanlış borçlanma ve döviz kurlarının baskı altına tutulmasından dolayı mali piyasalarda başlamış, oradan reel kesime ve sonuçta da nihai tüketiciye yansımıştır. Bu da mali piyasaların sağlam bir zemine oturmamasından kaynaklanmaktadır. Mali piyasaların sağlam bir zemine oturtulamamasında en büyük etken, 1980'de Türkiye'de serbest piyasa ekonomisi diye çarpık bir düzenin Türkiye ekonomisine temel oluşturmasıdır. Bununla birlikte, pek çok konuda kat edilen mesafenin de unutulmaması gerekmektedir.

Altmış milyon insanın katkısı ve çabası ile oluşan bir ekonomiyi bütün gerçekleri ile kavramak çok zor bir iştir. Türkiye'de yaşanan terör ve tüm sınır komşularımızla aramızda mevcut olan sorunlar bunu daha da zorlaştırmaktadır. Bütün bunlara rağmen, ben karamsar olmamamız düşüncesindeyim. Bu kanaate ulaşmamda 1994 yılının başında yaşadığımız krizin çok büyük etkisi olmuştur. Çünkü bir ekonomiyi bunalım döneminde izlemek insana önemli ipuçları vermektedir. Olağan yıllarda, normal bir büyüme süreci içindeyken görülemeyen pek çok özellik bunalım sayesinde görünür-lük kazanabilmektedir. 1994 bunalımı bize bunu sağladı. Bence son altı - yedi ayda ekonomik alanda yaşanan olaylar, herkesce güçsüz olarak bilinen Türkiye Ekonomisi'nin aslında ne kadar güçlü olduğunu çok daha net bir biçimde görmemizi sağlamıştır.

Yukarıdaki cümleden olmak üzere, 1994 yılının ilk aylarında yaşanan o çılgın faiz hadlerinin, kur artışlarının - yan etkileri uzunca bir süre devam edecek olmakla beraber- 1994 yılının Haziran ayından itibaren nasıl düzene girdiğini gördük. Bu da, bence Türkiye'de mali piyasaların pek çok gelişmiş ülkedeki düzeyde olgunlaşmış olduğuna işaret etmektedir. Mali piyasa-



lardaki eksikliđimizin pek çok olmasına rađmen piyasalarımızın en fazla 10 - 12 yařında olduđunu dūřūnūrsek, sonuřlar bence tatmin edicidir.

Tezin birřok yerinde belirtildiđi gibi; geliřme de, bozulma da mali piyasalarda bařlayıp oradan reel kesime intikal edecektir. Yukarıda belirtilen "Tūrkiye'de mali piyasaların aslında olgunlařmıř olduđu" gōrūřūmū burada da tekrarlıyor ve buna paralel olarak reel ekonominin uyum gūcūnū de etki-leyici bulduđumu ifade etmek istiyorum. Bu gōrūřūmū de řu řekilde desteklemek istiyorum. 1993 yılının ikinci řeyređinde milli gelirin būyūme hızı %11,1 iken 1994'ūn ikinci řeyređinde negatif %10,6 oldu. Yani, yıllık deđiřim %21,7. Aynı duruma yıllık olarak bakarsak, 1993 yılının %7'lik būyūmesine karřılık bu yılın %5'lik kūçūlmesi, toplamda %12'lik bir deđiřime karřılık geliyor. Pekřok geliřmiř ūlkede yıllık bazdaki milli gelir oynamaları %3-5 olduđu zaman ūlkeler resesyona giriyor ve uzun yıllar bundan kurtulamıyorlar. Tūrkiye'de ise %12'lik orana rađmen bōyle bir resesyon sōz konusu bile deđildir.

Tūm bu sōylenenlerin ıřığı altında, Tūrkiye'nin ekonomisinden oyle panik yařanacak řekilde bir korku duyulmamasından yana olduđumu sōylemek istiyorum. Mali piyasalarımız da aslında olgun bir yapıya sahip olup, daha da geliřtirilmesi gerekmektedir. Ancak bu ilerleme siyasi istikrarın sađlanması ile mūmkūn olabilecektir.

Mali piyasaların geliřmesi demek para ve sermaye piyasalarının birlikte geliřmesi demektir. Tūrkiye'de para piyasalarının lideri bankalardır. Sermaye piyasalarının ōncūlūđūnū ise hisse senetlerinin yapması beklenmektedir. Bunun iřin Tūrkiye'de řirketlerin halka ařılması desteklenmektedir. İstenecek ōzelleřtirme hedefinin gerřekleřtirilmesi halinde de hem ekonomimize būyūk bir kaynak aktarılmıř, hem de sermaye piyasalarımıza yeni bir kan gelmiř olacaktır. Tūm bunlar da; hisse senedi ve hisse senedi yatırımlarını dolayısıyla da hisse senedi deđerinin tespitini akla getirmektedir.

Hisse senedi değerleme ile sermaye piyasası arasında oldukça yakın

bir ilişki vardır. Çünkü piyasa koşulları değerlendirme sonucunu etkiler.

Genel olarak hisse senedi fiyatını etkileyen unsurların ve hisse senedi değerlendirme modellerinin ele alındığı bu çalışmada, Türkiye koşullarına göre uygulamada kullanılan yöntemlerle hisse senedi fiyatı tahmini yapılmıştır.

Değerleme konusunda pek çok yol izlenebilmekte, fakat bu yolların hepsinin ya da herhangi birinin tam olarak gerçeği yansıttığı söylenememektedir. Çünkü değerlendirme yapılırken çeşitli varsayımlardan hareket edilmektedir. Ekonomik şartlardaki değişiklikler hem bu varsayımları, hem de kişilerin tasarruf eğilimlerini etkilemektedir. Doğal olarak değerlendirme modelleri koşullara göre değişik sonuçlar vermektedir. Bu farklılığın nedenlerinden başlıcaları aşağıdaki şekilde sıralanabilir.

– Şirketlerle ilgili bilgiler doğru ve zamanında sağlanmalı ve geçmiş bilgilerle ilgili tereddütler olmamalıdır. Tüm bu sorunlar ancak gelişmiş bir sermaye piyasasında elemine edilebilir.

– Hisse senedi değerlemesi yaparken hisse senedi fiyatını etkileyen pek çok faktör saptanamamakta, saptansa bile bunların matematiksel modellere sokulması mümkün olmamaktadır. Borsanın şiştiği çeşitli sebeplerle iyi getiri getirdiği bir dönemde halka açılacak bir şirketin hisse senedi matematiksel metodlar sonucunda bulunan değerden daha fazlasına bile rahatlıkla halka arz edilebilmektedir. Bunun tersi de doğrudur.

Buna örnek olarak USAŞ'ı, İhlas Holding'i gösterebiliriz. Borsanın çok iyi gittiği 1993 sonlarında -1994 yılının hemen başında- İhlas Holding'in birim nominal hisse değeri 100.000 TL. olarak belli edilmiş ancak borsanın kötü gittiği dönemde halka bu senet 50.000 TL.'na ancak arz edilebilmiş, sonra da değeri 38 - 40 bin TL.'lara kadar düşmüştür.

Bu da subjektif değerlerin matematiksel modellere sokulamadığı sonucunu verir.

– Genellikle modeller ileriki yıllar tahminlerine dayanmaktadır. Bu tah-



minlerdeki değişiklik hesapları doğal olarak etkileyecektir.

– Değerleme modellerinin uygulanmasındaki sorunlar aynı zamanda değerlemeye konu olan Şirketin yapısından da kaynaklanmaktadır. Şirketin nasıl bir Şirket olduğu, hangi holdinge bağlı olduğu vb. Şartlar, yani peştemalitesi'de önemli rol oynamaktadır. Bu değerin çok iyi tahmin edilerek matematiksel modeller sonucu elde edilen değere ilave edilmesi gerekir.

Hisse senedi değerleme modellerinin tek başına yeterli olmadıkları açıktır. Bunu önlemek için çalışmada da görüldüğü gibi mümkün olduğunca fazla modelle değerleme yapılmalı, en uç noktadaki fiyatlar elemine edilerek bir ortalama değerden hareket edilmelidir. Bulunan bu ortalama değerin de halka arz fiyatını oluşturması mümkün değildir. Ancak bu değere; ekonominin o anki durumuna göre, borsadaki genel eğilim, borsadaki benzer Şirketlerin fiyatlarının seyri, Şirketin pestemalitesi vb. gibi subjektif değerlerin matematiksel bir ifadesi eklenebilirse anlamlı olacaktır.

## TABLULAR

	<u>Sayfa No.</u>
Tablo-1 Sanayi Kuruluşlarının 1993 Sonu Finansal Değerleri	36
Tablo-2 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Rasyoları ( 1993 )	37
Tablo-3 500 Büyük Sanayi Kuruluşu İçinde Yeralan Özel Sektör Kuruluşlarının Rasyoları ( 1993 )	37
Tablo-4 Hane Halkının Varlık Kompozisyonu	50
Tablo-5 Tasarrufların Tasarruf Araçları Arasındaki Dağılımı	52
Tablo-6 Ardem A.Ş. Hissesi Değerlendirme Fiyatları	114
Tablo-7 Ardem A.Ş. İMKB Kapanış Fiyatları ( 19 Mayıs-21 Temmuz )	117



## ŞEMALAR

	<u>Sayfa No.</u>
Mali Piyasa Enstrümanları	11
Fonların Kapalı Ekonomilerdeki Akışı	12
Uluslararası Ekonomilerde Fon Akışı	14



## KISALTMALAR

PSP : Para ve Sermaye Piyasaları

SP : Sermaye Piyasaları

SPE : Serbest Piyasa Ekonomisi

MP : Mali Piyasalar

MKP : Menkul Kıymetler Piyasası

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

SPKa : Sermaye Piyasası Kanunu

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

TTK : Türk Ticaret Kanunu

KVK : Kurumlar Vergisi Kanunu

TEFE : Toptan Eşya Fiyat Endeksi



## KAYNAKÇA

### Kitaplar ve Makaleler

1. A.DEMİRÇELİK, G.SAK, Resource and Credit Custs in the Turkish Banking System, CMB-RD Research Report No: 8707, 1987
2. A. GERSHENKRON, Economic Backwardness in Historical Perspective, Cambridge - Mass, 1962
3. A.SAİT YÜKSEL, Para Bulma ve Yatırım, 2. Baskı, Fatih Yayınevi, İstanbul, 1977
4. Adam Smith, The Money Game, Random House, New York, 1967
5. AHMET DEMİREL, Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi ve Türkiye, İstanbul, 1970
6. ALPASLAN PEKER, Türk Bankacılığında Maliyetler, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Bankacılık Enstitüsü Dergisi, Sayı: 1, 1981
7. AKİF ERGİMAY, Kamu Maliyesi, 12. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara, 1987
8. ASLAN YÜZGÜN, Türk Bankacılığının Tarihsel Gelişimi, Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ansiklopedisi, İletişim Yayınları, İstanbul, 1983
9. ATILLA GÖNENLİ, İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul İşletme Fakültesi Yayın No:170, 5.Baskı, İstanbul, 1985
10. B.GRAHAM, D.L.DODD, S.COTTLE, C.TATHAM, Security Analysis-Principles and Techniques, Mc.Graw Hill Book, New York, 1989
11. B.H.BECKHART, Criteria of a Well-Functioning Financial Market, Brisbane, Queensland - Australia, 1961
12. BEN BRANCH, Common Stock Performance and Inflation: An International Comparison, Journal of Business, Vo: 47, Number:1, The University of Chicago Press, January 1974
13. BERRA ALTINTAŞ, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi Ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasasına Etkileri, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:8, Ankara, 1988

14. BERTIL WALSTEDT, State Manufacturing Enterprise in a Mixed Economy: The Turkish Case, A World Bank Publication, Washington D.C., 1980
14. BERY SPRINKEL, Money and Markets: A Monetetarist View, Home-wood, 1971
15. BROKER, GUNTHER, Index-Linked Financial Assets: The Experience of OECD Countries, Inflation and Capital Markets OECD-CMB Conference Bolu, Ağustos 1986
16. BÜLENT GÜLTEKİN, Money Market Mutual Fonds: US. Experience, International Capital Markets and Turkey Conference Notes, İstanbul, Mayıs 1986
17. C.CAN AKTAN, KİT'lerin Serbest Piyasa Ekonomisine Entegrasyonu: Özelleştirme, Ekonomik Olaylara Çözüm, İstanbul, Ekim 1986
18. CELAL KEPEKÇİ, Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 1983
19. CEVAT SARIKAMIŞ, Sermaye Pazarları, İstanbul Üniversitesi Yayın no: 2743, Fatih Matbaası, İstanbul, 1980
20. CHARLES T. HORNGREN, Introduction to Financial Accounting, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1981
21. D.DIAMOND, Asset Services and Financial Intermediation, Graduate School of Business Publish WP 182, The University of Chicago, 1986
22. DIETER BÖS, Public Enterprise Economics, Elsevier Science Publishers, Amsterdam, 1986
23. DYCKMAN, THOMAS R.DOWNOS, DAVID H, MAGEE, ROBERT D., Efficient Capital Markets and Accounting A Critical Analysis, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1975
24. EDWARD E.WILLIAMS, M. CHAPMAN, Investment Analysis, Prentice-Hall Inc, Englewood Cliffs, new Jersey, 1974
25. EKREM PAKDEMİRLİ, Ekonominin 1980'den 1990'a Siyasal Görünümü, Milliyet Yayınları, İstanbul, 1991



26. ENVER ÇAPÇI, Menkul kıymetler Yatırım Fonu Uygulamaları Üzerine Bazı Düşünceler, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ekim 1989
27. ERCÜMENT KONUKMAN, Çağ Atlayan Türkiye, Özel Baskı, 1991
28. ERDOĞAN ALKİN, KİT'lerin Genel Sorunları ve Öneriler, Yeni İş Dünyası KİT Özel Sayısı, İstanbul, 1982
- 28A. ERDOĞAN ALKİN, Sigorta Kesiminin Fon Yaratma Gücü, Türkiye'de Sigorta Kesiminin Ekonomik Gücü Semineri, İstanbul, 1983
29. ERSİN GÜREDİN, Denetim, Formül Matbaası, İstanbul, 1983
30. ETHEM TOLGA, Tesis Tasarımında Mühendislik Ekonomisi, İstanbul Teknik Üniversitesi Yayınları No: 1297, İstanbul, 1984
31. EUGENE, M.LERMER, WILLARD, T.CARLETON, A Theory of Financial Anlysis, New York, 1971
32. EUGENE M.LERNER, Managerial Finance: A Systems Approach, Harcourt Brace & Jovanovich Inh., New York, 1971
33. F.WILLIAM SHARP, Investments, Prentice Hall, New Jersey, 1978
34. F.WILLIAM SHARP, Portfolio Theory and Capital Markets, Mc. Graw Hill Book, New York, 1971
35. FREDERİCK AMLING, "Investments - Introduction to Analysis and Managament", 6. Edition, Prentice Hall, Nev Jersey, 1989
36. G.FOSTER, Security Price Revaluation Implications of Sub-Earnings Disclosure, Journal of Accounting Research, Number:13, Sonbahar 1975
37. GEORGE C.PHİLLİPATOS, Financial Management: Theory and Techniques, Holden day Inc, San Fransisco, 1973
38. GUN-HO JOH, CHI-WEN JEVONS LEE, Stock Price Response to Accounting Information in Oligopoly, Journal of Business, Vol: 65, Number: 3, The University of Chicago Press, Temmuz 1992
39. GUNTER DUFHEY, IAN H. GIDDY, The International Money Market, Prantice Hall, New Jersey, 1978

40. GUTTENTAG, HERNING, Competitive Capital Markets, Economic Journal, No:106, Temmuz 1984
41. GÜLTEKİN KARAŞIN, Sermaye Piyasası Analizleri, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın. No:4, Ankara, 1987
42. H.A. KNOW, Stock Market Behavior: The Technical Approach to Understanding Wall Street, Random House, New York, 1969
43. H.E.DOUGAN, W.E.GAUMNITZ, Capital Markets and Institutions, Prentice Hall, 5th. Edition, New York, 1986
44. H.ERSEL, G.SAK, Ownership Structure of Public Corporations in Turkey, Yapı Kredi Economic Review, Vo:1, No:2, January 1987
45. H.J. TREUTLER, JURG FRANICE, The Relationship Between the Money and Capital Markets in the Federal Republic of Germany, Proceeding of the OECD-CMB Conference, Capital Market Road PublicationsNo:10, Bursa, Ağustos 1987
46. HANS W. WOLPER, Changes in International Correspondent Banking, The Bankers Magazine, April 1982
47. HARRY ROBERTS, Stock Markets and Financial Analysis: Methodical Suggestions, Journal of Finance, Mart 1959
48. HASAN ERSEL, MEHMET COŞAN, Turkish Financial System- It's Evolution and Performance 1980-1986, Araştırma Raporu, Ankara, 1986
49. HELEN O'BANON, DAVID BOND, RUNALD SHEARER, Money and Banking: Theory, Policy and Institutions, Harper and Row, New York, 1975
50. HENRY C.WALLICH, Monetary Policy and Practice, Dr. Health and Company, Letington, 1982
51. HORNE V.JAMES, Fundamentals of Financial Management, Prentice Hall Inc. New Jersey, 1971
52. HORNE V.JAMES, Financial Management and Policy, Prentice Hall Inc., New Jersey, 1972



53. I.R.AMPBELL, R.B.LOW, N.V. MURRANT, The Vakation and Pricing of Privately Held Business Interests, Canadian Cataloging in Publication Data, Toronto - Canada, 1990
54. IGNO WALTER, Country Risk, Portfolio Decisions and Regulation in International Bank Lending, Journal of Banking and Finance, March 1981
55. IRWIN FRIEND, MARSHALL BLUM, Measurement of Portfolio Performance Under Uncertainty, American Economic Review, Vol: 40, September 1970
56. İ.ÖZER ERTUNA, Türkiye'de Mali Piyasalar-Sorunlar ve Çözümler, İstanbul Ticaret Odası Yayın No:6, İstanbul, 1987
57. İHSAN AKKÖY, Hisse Senedi Değerlemesi, Vergi Dünyası Sayı: 113, Ocak 1991
58. İSMAİL TÜRK, Maliye Politikası, 6. Baskı, S Yayınları, Ankara, 1985
59. JACQUEZ LECALLION, Çev. Selçuk Abaç, Mikroekonomik Analiz, İTÜ no:1201, İstanbul 1981
60. J.DERMİNE, Money and Capital Markets Regulatory Perspective, Proceeding of the OECD-CMB Conference Notes, Bursa, Ağustos 1987
61. J.I. FRANCIS, Investments: Analysis and Management, 2nd Edition, Mc Graw Hill Brok, New York, 1976
62. J. KENNETH GALBRAITH, Ekonomi Kimden Yana, Altın Kitaplar, İstanbul, 1988
63. J.STİGLİTZ, A.WEISS, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economic Preview, New York, 1981
64. J.VAN HORNE, Capital Market Rates and Flows, Finglewood Cliffs, New Jersey, New York, 1984
65. JAMSHED GHANDI, Reflection On The Operation Of Capital Markets, The Interrelationship Between Money and Capital Markets, OECD-CMB Conference, Bursa, Ağustos 1987

66. JOHN D. FINNERTY, Corporate Financial Analysis, Mc. Graw-Hill Book Company, New York, 1986
67. JOHN FREEAR, "The Management of Business Finance", Pitman Publishing, London, 1988
68. JOHN W. LOWE, Financial Markets in Developing Countries, Finance and Development, December 1977
69. LATİF ÇAKICI, Türkiye'nin Ekonomik Gelişmesinin Sûratlandırılması için Sermaye Piyasası ve Bankalardan Beklenen Fonksiyonlar, Uluslararası Sermaye Piyasası ve Bankacılık Semineri, Türkiye Tütüncüler Bankası Yayını, İzmir, 1983
70. LATİFE BABAYİĞİT, Finansal Varlık Performans Ölçüleri ve Hesaplama Şekilleri, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Eylül 1987
71. LEPOLD A. BERNSTEIN, Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation, The City University of New York, 3th Edition, Richard D.Irwin Inc., Humewood-Ilinois, 1983
72. M.FIRTH, The Impact of Earnings Announcements On The Share Price Behavior of Smilar Type Firms, Economic Journal, Number: 86, Haziran 1976
73. MEHMET TOPÇU, Türk Banka Sisteminin Özellikleri, Para, Eylül 1981
74. MEHMET BOLAK, Sermaye Piyasası - Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, Beta Basım, İstanbul, 1991
75. MERTUN H.MİLLER, Inflation adn Capital Markets: Some New Approaches, Inflation and Capital Markets OECD-CMB Conference, Bolu, Ağustos 1986
76. MICHAEL C. JENSEN, Capital Markets: Theory and Evidence, Bell Journal, Autumn 1972
77. MILTON FRIEDMAN, Kapitalizm ve Özgürlük, Altın Kitaplar, İstanbul, 1988
78. MUHARREM KARSLI, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, SPK Yayınları, İstanbul, 1989



79. MUSTAFA SAĞCAN, Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir, 1987
80. MYRON GORDON, The Investment Financing and Valuation of Corporation, Homewood, 1968
81. N.CHARLES FREEDMAN, Micro Theory of International Financial Intermediation, The American Economic Review, Şubat 1977
82. NAZIM EKREN, Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları No:282, Ankara, 1986
83. NEJAT MUALLİMOĞLU, Herkes İçin Ekonomi, 2. Baskı, Avaol Matbaası, İstanbul, 1992
84. NEVZAT AYPER, Kollektif Yatırım Kurumlarının Türkiye Uygulaması: Menkul Kıymetler Yatırım Fonu, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ekim 1989
85. NORMAN G.FOSBACK, Stock Market Logic, The Institute For Economic Research, Florida, 1985
86. NURİ UMAN, Bağımsız İşletme Dış Denetiminin Ekonomilerdeki Özellikle Sermaye Piyasalarındaki Rolü ve Önemi, İşletmelerde Bağımsız Dış Denetim Semineri, Ankara, 1985
87. O. KÜRŞAT ÜNAL, Menkul Kıymetler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1988
88. ÖMÜR Ş. BABAOĞLU, Sigortacılığa Giriş, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Sigortacılık Bölümü, İstanbul, 1989
89. ÖZCAN ERTUNA, Finansal Kurumlar, 2. Baskı, Teori Yayınları, Ankara, 1986
90. ÖZTİN AKGÜÇ, 1988 Yılında Bankalar, Mevduat ve Krediler, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Temmuz 1989
91. ÖZTİN AKGÜÇ, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Bugünkü Sorunları ve Çözüm Yolları, KİT Paneli, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları, İstanbul, 1981
92. ÖZTİN AKGÜÇ, Özelleştirme, Serbestleştirme, Milliyet Gazetesi, İstanbul, Eylül 1986

93. ÖZTİN AKGÜÇ, Mali Tablolar Analizi, İstanbul Üniversitesi Muhasebe Enstitüsü Yayınları No: 51, 7. Baskı, İstanbul 1987
94. ÖZTİN AKGÜÇ, Bankaların Denetimi ve Uluslararası Karşılaştırma, Bankacılık Kesiminin Türkiye Ekonomisine Etkisi Semineri, İstanbul Ticaret Odası, İstanbul, 1984
95. ÖZTİN AKGÜÇ, Cumhuriyet Döneminde Bankacılık Alanında Gelişmeler, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Ankara, 1975
96. P.H.SMITH, Money and Financial Intermediation, Prentice Hall, New York, 1878
97. R.GORDON, Why Stopping Inflation May be Costly: Evidence from Fourteen Historical Episodes: Inflation-Causes and Effects, Robert Hall, Chicago, USA., 1982
98. R.ROBINSON, D.WRIGHTSMAN, Financial Market-The Accumulation of Wealth, Mc. Graw Hill Book, New York, 1974
99. REX PINGLE, Financing Privatization, 11th. Annual Conference of The International Association of Securities Commissions, Paris, July 1986
100. RICHARD BREALEY, STEWART MYERS, Principles of Corporate Finance, Second Edition, Mc. Graw Hill Brok, New York, 1984
101. SADIK BAKLACIOĞLU, KİT'lerin Halka Açılmasında Değerleme Sorunları, Ankara, 1986
102. SELAHATTİN TUNCER, Sermaye Piyasasında Yeni Bir Araç: Finansman Bonosu, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Şubat 1987
103. SELAHATTİN TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası: Teori-Uygulama, Okan yayıncılık, İstanbul, 1985
104. SELÇUK ABAÇ, Mikroekonomik Analiz, İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği Yayın No: 1201, İstanbul, 1981
105. SEMİH BÜKER, Hisse Senedi Değerleme Yöntemleri, Eskişehir İktisadi Ticari İlimler Akademisi Yayın No: 156/98, Eskişehir, 1976
106. SIDNEY ROBBİNS, The Securities Markets, The Free Press, New York, 1966



107. STIGLITZ, J.E ad WEISS A, Credit Rationing in Markets With Imperfect Information, American Economic Review, Number: 71, Haziran 1981
108. SURURI KOÇALMAMOĞLU, Bankacılık Ansiklopedisi, Ankara, 1983
109. T.GÜNGÖR URAS, Ekonomi'de Özal'lı Yıllar 1980-1990. Afa Yayınları, İstanbul, 1993
110. T.M. OHASHI, T.P. ROTH, Privatization Theory and Practice, The Fraser Institute, Canada, 1980
111. T.Q. COOK, SUMMERS, Instruments of the Money Market, Federal Reserve Bank of Richmond, 1981
112. TANSU ÇİLLER, MURAT ÇİZAKÇA, Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri, İstanbul Sanayi Odası Araştırma Dergisi No:7, İstanbul, 1989
113. TUNCAY ARTUN, İşlevi-Gelişimi- Özellikleri ve Sorunlarıyla Türkiye'de Bankacılık, Tekin Yayınevi, İstanbul, 1983
114. TULİN ÇAĞLAR, Hisse Senedi Şeklinde Dividant Dağıtımı ve Türkiye'deki Uygulaması, Muhasebe Dergisi
115. ÜMİT ATAMAN, Hisse Senetleri Değerleme Yöntemleri, Marmara Üniversitesi Muhasebe Araştırma ve Uygulama Merkezi Muhasebe Dergisi, Yıl: 2, Sayı:2 İstanbul, Aralık 1986
116. ÜMİT ATAMAN, Menkul Değerler, Muhasebe Dergisi, Sayı:2, Yıl:2, 1986
117. ÜNAL BOZKURT, Menkul Değer Yönetimi, İstanbul, 1987
118. ÜNAL BOZKURT, Hisse Senedi Yatırımlarında Risk, Kârlılık ve Değerleme, Doçentlik Tezi
119. ÜNAL BOZKURT, Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İktisat Bankası Eğitim Yayınları No:4, Yön Ajans, İstanbul, 1988
120. ÜNAL BOZKURT, Hisse Senedi Değerlemesi (Ekonomik Analiz), Muhasebe Dergisi Sayı: 42, Kasım 1976
121. VURAL GÜNAL, Sermaye Piyasası Hukuku, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:5 İkinci Baskı, Ankara, 1987

122. YILMAZ ULUSOY, Sermaye Piyasası Araçları, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi Semineri Tebliği, Ankara, 1984
123. ZEYYAT HATIPOĞLU, Türkiye Ekonomisinin Geleceği-Fakirleşmeye Devam Edecek miyiz? İstanbul, 1987
124. ZEYYAT HATIPOĞLU, Türkiye İktisadına Güncel Bir Yaklaşım, İşletme Yönetimi İhtisas Dizisi No:4, İstanbul, 1986
125. ZÜHTÜ AYTAÇ, Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1988





### **Ansiklopedi, Yıllık Raporlar**

1. Ana Britannica Ana Yıllık 1994, Ana Yayıncılık A.ş ve Encyclopaedia Britannica, 1994
2. Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Muhtelif Sayılar
3. Dış Borçlar Bülteni 1993, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü, 1993
4. Ekonomi Ansiklopedisi, Milliyet Yayınları, İstanbul, 1991
5. Gelir Vergisi Kanunu
6. Hazine Aylık Göstergeleri, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü, Aralık 1993, Mart 1994
7. Inflation And Capital Markets, Proceedings of the OECD-CMB Conference, Capital Market Board Publications No: 7, Bolu, Ağustos 1986
8. Kurumlar Vergisi Kanunu
9. Mali Aracı Kuruluşlar, TÜSİAD, İstanbul, 1982
10. Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Muhtelif Sayılar
11. Recent Developments In Capital Markets In Turkey, Proceedings of the OECD-CMB Conference, Capital Market Board Publications No:2, İzmir, Temmuz 1985
12. The Interrelationship Between Money and Capital Markets, Proceedings of the OECD-CMB Conference, Capital Market Board Publications No: 10, Bursa, Ağustos 1987
13. Türkiye'de Bütçe ve Maliye Politikaları, İstanbul Ticaret Odası Yayın No:1, İstanbul, 1994
14. Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu, İstanbul Sanayi Odası Dergisi Yayın No: 342, İstanbul, Eylül 1994
15. Türk Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler, OECD-SPK Konferans Tebliğleri, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 6, İzmir, Temmuz 1985
16. Türk Ticaret Kanunu

17. 1980'den 1990'a Makroekonomik Politikalar-Türkiye Ekonomisindeki Gelişmelerin Analizi ve Bazı Değerlendirmeler, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, 1990
18. 1993 Faaliyet Raporu, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği, İstanbul, 1994





### **Değerlendirme Raporları**

- TAT Konserve Sanayii A.Ş. Hisse Senedi Değerlendirme Raporu, Koç Amerikan Bankası A.Ş, Kasım 1990
- BEKOTEKNİK Sanayi A.Ş. Hisse Senetlerinin Halka Arzı Değerlendirme Raporu, Koç Amerikan bankası, Şubat 1992
- TOFAŞ OTOMOBİL FABRİKALARI A.Ş. Hisse Senedi Değerlendirme Raporu, Citibank, 1989
- TOFAŞ OTO TİCARET A.Ş. Hisse Senedi Değerlendirme Raporu, Citibank, 1989
- MİGROS A.Ş. Değerlendirme Raporu
- ARDEM A.Ş. Değerlendirme Raporu, Koçbank, Kasım 1994