

T.C.
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ /

TÜRKİYE'DE
SERMAYE PİYASASI İLE
İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDAKİ
SORUNLAR
(İMKB'DE BİR PORTFÖY YÖNETİMİ ÖRNEĞİ)
(Doktora Tezi)
Yaşar UYSAL
ESKİŞEHİR-1994

ABSTRACT

It goes without saying that rising of living standarts in Turkey may only be realised through industrialisation. However industrialisation is a chain of institutions. A well established stock market is one of the most instrumental institutions which with its tools and brokers distributes the welfare of Turkish Nation to a wider population of the country, provides cheap funds to entrepreneurs and helps establishing new production facilities. By these functions, the stock market is a functional institution of daily life in the country.

Stock market may only provide these functions if a sufficient and reliable information flow is established. For this reason effective auditing of broker companies becomes instrumental.

At present banks are seen the most reliable brokers. However certain parties do not seem to be happy to have banks as brokers.

This thesis, rather than analysing the Turkish stock market in detailed historical background, attempts to shed light on certain problems on the basis of new investigations and pass information on some new analysis techniques. Whats more a precy of İstanbul Stock Market is presented and investors practical problems are attempted to be solved.

Technical and fundamental analysis techniques, that are most fundamental for investors are explained and on the basis of information gained a case study of a riabile portfolio is constructed. As a final word, a riabile Stock portfolios periodical gains are found to be much profitable compared to alternative investment possibilities, solution of administrative problems of the İstanbul Stock Market is found to be key to having a well working stock market in Turkey.

ÖZET

Bugün Türk toplumunun refahını yükseltmek ve yaşam düzeyini iyileştirmenin yolu kesinlikle sanayileşmeden geçmektedir. Sanayileşme ise bir müesseseler demetidir. Gelişmiş ve etkin bir sermaye piyasası bu müesseseler demetinin en önemli unsuru olup, araç ve kurumları ile refahın tabana yayılması, müteşebbislere düşük maliyetli fon yaratılması, işlemlere aracılık faaliyetleri ile yeni gelir ve iş sahalarının oluşması olgularıyla Türk toplumunun günlük hayatını yakından ilgilendiren bir konumdadır.

Sermaye piyasasının bu işlevini yerine getirebilmesi yeterli ve güvenilir bir bilgi akışının sağlanmasına bağlıdır. Bu arada sermaye piyasasında görev yapan aracı kuruluşların denetimi de önem kazanmaktadır.

Bankalar sermaye piyasasında faaliyet gösteren en güvenilir aracı kurumlar olarak görülmektedir. Ancak bankaların aracı kurum olarak çalışmalarını bazı yönlerden eleştirilmektedir.

Yapılan bu çalışmada Türk Sermaye Piyasası ve Borsası'nın ayrıntılı tarihsel bir anlatımını sunmaktan çok, yapılan araştırma ve düşüncelerin ışığında, gündemdeki bazı sorunları yeniden değerlendirmek ve bazı yeni teknikler hakkında bilgi vermek amaçlanmaktadır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası hakkında bilgiler verilmeye çalışılmış, özellikle pratikte yatırımcıların karşılaştıkları sorunlar ve bu sorunları aşma yolları çalışmanın amacını oluşturmaktadır. Yatırımcılar için önemli görünen temel ve teknik analiz hakkında açıklayıcı bilgiler verilmiş ve bu bilgiler ışığı altında hisse senetlerinden oluşan bir portföy örneği incelenmeye çalışılmıştır.

Sonuç olarak, hisse senetlerinden oluşan portföyün getirisi, alternatif yatırım araçlarının getirisinden yüksek bulunmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası sisteminden kaynaklanan sorunların çözümü sağlıklı bir sermaye piyasası ve borsası için ön koşul olarak saptanmıştır.

K I S A L T M A L A R

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri.
A.Ş.	: Anonim Şirket.
DHMI	: Devlet Hava Meydanları İşletmeleri.
DM.	: Alman Markı.
DPT.	: Devlet Planlama Teşkilatı.
EAÜİİBFD.	: Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi.
EBK.	: Et ve Balık Kurumu.
ELİT.	: İMKB'de Elektronik Alım Satım Sistemi.
EİTİA.	: Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi.
ESADER.	: Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi.
GOS.	: Gelir Ortaklığı Senetleri.
GSMH.	: Gayri Safi Milli Hasıla.
HDT.	: Hisse Senetleri ile Değiştirilebilir Tahvil.
IMF.	: International Monetary Found (Uluslararası Para Fonu).
İMKB.	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
KHK.	: Kanun Hükmünde Kararname.
KİS.	: Katılma İntifa Senetleri.
KİT.	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri.
KOB.	: Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi.
KOİ.	: Kamu Ortaklığı İdaresi.
Ltd.	: Limited.

Md.	: Madde.
MKEK.	: Makina Kimya Endüstrisi Kurumu.
No.	: Numarası.
OYHS.	: Oydan Yoksun Hisse Senetleri.
PTT.	: Posta, Telgraf, Telefon.
SPK.	: Sermaye Piyasası Kanunu.
TBMM.	: Türkiye Büyük Millet Meclisi.
TC.	: Türkiye Cumhuriyeti.
THY.	: Türk Hava Yolları.
TKİ.	: Türkiye Kömür İşletmeleri.
TL.	: Türk Lirası.
TMO.	: Toprak Mahsülleri Ofisi.
TPAO.	: Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı.
TSKB.	: Türkiye Sınai Kalkınma Bankası.
TTK.	: Türk Ticaret Kanunu.
TZDK.	: Türkiye Zirai Donatım Kurumu.
USAŞ.	: Türkiye Uçak Sanayi Anonim Şirketi.
USD.	: Amerikan Doları.
vb.	: Ve bunun gibi.
VDMK.	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler.
vs.	: Vesaire.

T A B L O L A R

Tablo No.	Tablo Adı	Sayfa No.
1	Bileşik Endeksi En çok Etkileyen 20 Hisse....	90
2	% Artışa Göre Endekste Puan Artışı Getiren Hisseler	91
3	Sanayi Endeksini En Çok Etkileyen Hisseler...	92
4	Mali Endeksi En Çok Etkileyen Hisseler.....	92
5	Arçelik A.Ş.'nin Mali Oranları.....	140
6	Bağfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş.'nin Mali Oranları.....	142
7	Ege Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.'nin Mali Oranları.....	144
8	Kordsa Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Mali Oranları.....	146
9	Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Mali Oranları.....	149
10	Arçelik A.Ş.'nin MACD'ye göre Alım-Satımı....	154
11	Bağfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş.'nin MACD'ye göre Alım-Satımı.....	158
12	Ege Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.'nin MACD'ye Göre Alım-Satımı.....	158
13	Kordsa Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin MACD'ye Göre Alım-Satımı.....	162
14	Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin MACD'ye Göre Alım Satımı....	166
15	Geleneksel Menkul Kıymetler Portföyü Yönetim Süreci.....	175
16	Hisselerin Portföy Yüzdeleri.....	183
17	Portföy Payları.....	186
18	Yıllar itibariyle Getiriler.....	194

İ Ç İ N D E K İ L E R

K I S A L T M A L A R	III
T A B L O L A R	V
İ Ç İ N D E K İ L E R	VI
G İ R İ Ő	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PİYASA KAVRAMI, PARA VE SERMAYE PİYASASININ TANITIMI

Birinci Kısım

PİYASA KAVRAMI VE PİYASA TÜRLERİ

I - GENEL OLARAK PİYASANIN TANIMI	5
1 - <u>PİYASA KAVRAMI</u>	5
A - TANIMI	5
B - TÜRLERİ	6
2 - <u>PARA PİYASASI</u>	6
3 - <u>SERMAYE PİYASASI</u>	7

İkinci Kısım

PARA PİYASASI İLE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİLER

I - GENEL OLARAK	9
II - PARA PİYASASI İLE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİLER	10
1 - <u>OLUMLU YAKLAŞIMLAR</u>	10
2 - <u>OLUMSUZ YAKLAŞIMLAR</u>	11

Üçüncü Kısım

TÜRK SERMAYE PİYASASI TARİHİNE BİR BAKIŞ

I - OSMANLI DÖNEMİ SERMAYE PİYASASI	12
II - CUMHURİYET DÖNEMİ SERMAYE PİYASASI	13

Dördüncü Kısım

ULUSLARARASI SEÇİLMİŞ SERMAYE PİYASALARINDAN ÖRNEKLER

I - PARİS BORSASI	15
II - VİYANA BORSASI	16
III - ZÜRİH BORSASI	17
IV - NEWYORK BORSASI	<u>17</u>

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE`DE SERMAYE PİYASASI KURUMLARI, ARAÇLARI VE ÖZELLEŞTİRME

Birinci Kısım

TÜRKİYE`DE SERMAYE PİYASASI KURUMLARI

I - GENEL OLARAK	19
II - ARACI KURULUŞLAR	20
1 - <u>BANKALAR</u>	20
A - Bankaların Aracı Kurum Olarak Çalışmalarının Olumlu Yönleri	20
B - Bankaların aracı Kurum Olarak Çalışmalarının Olumsuz Yönleri	23
2 - <u>ARACI KURUMLAR</u>	24
A - Aracı Kurumların Yapabilecekleri İşlemler	25
B - Aracı Kurumların Yapamayacakları İşlemler	26
3 - <u>YATIRIM ORTAKLIKLARI</u>	27
4 - <u>YATIRIM FONLARI</u>	29

İkinci Kısım

SERMAYE PİYASASINDA FAALİYET GÖSTEREN ARACI KURUMLARIN DENETİMİ

I - SERMAYE PİYASASI KANUNU YÖNÜNDEN DENETİM	31
II - İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB) `NİN DENETİMİ ..	34
III - ARACI KURULUŞLARIN İÇ DENETİMLERİ	35
IV - YAŞANAN SORUNLAR	36
1 - <u>SORUNLARIN KAYNAKLARI</u>	36
2 - <u>ÇÖZÜM ÖNERİLERİ</u>	37

Üçüncü Kısım

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

I - GENEL BİLGİLER	37
II - HİSSE SENETLERİ	38
1 - <u>HİSSE SENETLERİNİN TANIMI VE NİTELİKLERİ</u>	38
2 - <u>HİSSE SENEDİ ÇIKARABİLECEK KURULUŞLAR</u>	39
A - Anonim Şirketler	39
a) Halka açık anonim şirketler	39
b) Anonim şirketlerde kar dağıtımı	40
c) Yeniden değerlendirme fonu	41
d) Bankalarda sermaye artırımını	42
3 - <u>HİSSE SENEDİ TÜRLERİ</u>	43
A - Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri	43
B - Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri	44
C - Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri	44
4 - <u>HİSSE SENETLERİNİN PİYASA EKONOMİSİ İÇİN ÖNEMİ</u>	45
5 - <u>HİSSE SENEDİ SAHİPLERİNİN HAK VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ</u> ...	47
III - KAR VE ZARAR ORTAKLIĞI BELGELERİ	48
IV - KATILMA İNTİFA SENETLERİ	49
V - OYDAN YOKSUN HİSSE SENETLERİ	50
VI - TAHVİLLER	50
1 - <u>TANIMI</u>	50
2 - <u>TAHVİL TÜRLERİ</u>	51
A - Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri	51
B - Primli Tahviller ve Başabaş Tahviller	52
C - İkramiyeli Tahviller	52
D - Nama ve Hamiline Tahviller	53
E - Nakde Çevrilebilir Tahviller	53
F - Garantili ve Garantisiz Tahviller	53
G - Sabit ve Değişken Faizli Tahviller	54
H - Endeksli Tahviller	55
3 - <u>TAHVİL BENZERLERİ</u>	55
A - Rüçhan Haklı Tahviller	55
B - Kara İştirakli Tahviller	55
C - Hisse Senetleri İle Değiştirilebilir Tahviller ..	56

VII - GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİ (GOS)	56
1 - <u>TANIMI</u>	56
2 - <u>DOVİZE ENDEKSLİ GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİ</u>	57
3 - <u>GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİNE YATIRIM YAPILIRKEN</u> <u>DİKKAT EDİLMESİ GEREKEN HUSUSLAR</u>	58
VIII - BANKA BONOLARI VE BANKA GARANTİLİ BONOLAR	59
IX - FİNANSMAN BONOLARI	60
X - VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER (VDMK)	61

Dördüncü Kısım

TÜRKİYE`DE ÖZELLEŞTİRMEİN ALTYAPISI

I - ÖZELLEŞTİRME	61
1 - <u>ÖZELLEŞTİRMEİN AMAÇLARI</u>	62
A - Ekonomik Amaçlar	63
B - Mali Amaçlar	65
C - Toplumsal ve Siyasi Amaçlar	65
2 - <u>TÜRKİYE`DE ÖZELLEŞTİRMEİN KISA TARİHÇESİ</u>	66
II - ÖZELLEŞTİRMEYE OLUMLU YAKLAŞIMLAR	73
III - ÖZELLEŞTİRMEYE OLUMSUZ YAKLAŞIMLAR	74
IV - ÖZELLEŞTİRMEİN TÜRKİYE`DE BAŞARIYA ULAŞABİLMESİNİN KOŞULLARI	76
V - ÖZELLEŞTİRME BAĞLAMINDA ENDÜSTRİYEL DEMOKRASİ	77
VI - ÖZELLEŞTİRME YÖNTEMLERİ	77
1 - <u>KAMU ÖZEL SEKTÖR ORTAKLIĞI YÖNTEMİ</u>	78
2 - <u>YÖNETİMİN DEVRİ YÖNTEMİ</u>	78
3 - <u>FİNANSAL KİRALAMA YÖNTEMİ</u>	79
4 - <u>İHALE YÖNTEMİ</u>	79
VII - PAY SENETLERİNİN SATIŞI YOLU	79
1 - <u>BİRİNCİ EL PİYASADA PAY SENETLERİNİN SATIŞI</u>	80
2 - <u>İKİNCİ EL PİYASADA PAY SENETLERİNİN SATIŞI</u>	80
VIII - DİREKT SATIŞ YÖNTEMİ	80

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB), TEMEL VE TEKNİK ANALİZ

Birinci Kısım

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB)

I - İMKB`NİN TANITIMI	82
1 - <u>KURULUŞU</u>	83
2 - <u>AMACI</u>	84
3 - <u>SORUNLARI</u>	85
A - Fiziksel Sorunlar	85
a) ELİT sisteminden kaynaklanan sorunlar	86
b) İMKB endeksinden kaynaklanan sorunlar	87
B - Mali Sorunlar	96
C - Mevzuattan Kaynaklanan Sorunlar	97

İkinci Kısım

İMKB`DE YATIRIMCININ SORUNLARI

I - PİYASA EKONOMİSİNİ TANIMAMAKTAN KAYNAKLANAN SORUNLAR ...	97
II - MEVZUATTAN KAYNAKLANAN SORUNLAR	98
III - İMKB`Nİ TANIMAMAKTAN KAYNAKLANAN SORUNLAR	98
1 - <u>İMKB`NİN İŞLEYİŞİNİ BİLMEKEMTEN KAYNAKLANAN SORUNLAR</u>	98
2 - <u>ARACI KURUMLARDAN KAYNAKLANAN SORUNLAR</u>	99
IV - YATIRIMCININ DÜŞÜNCE YAPISINDAN KAYNAKLANAN SORUNLAR ..	101

Üçüncü Kısım

TEMEL VE TEKNİK ANALİZİN TANITIMI

I - TEMEL ANALİZ	101
1 - TANIMI	101
2 - <u>SEÇİLMİŞ TEMEL ANALİZ YÖNTEMLERİ</u>	102
A - Ekonomik Analiz	102
a) Gayri safi milli hasıla	102
b) Yatırımlar	102
c) İstihdam	102
d) Enflasyon ve faiz oranları	102
e) Bütçe açığı	102
f) Dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları ...	102
g) Parasal göstergeler	102
h) Öncü göstergeler	103
B - Sektör Analizi	103
a) Sektörlerin ekonomideki dalgalanmalar karşısındaki durumu	103
b) Sektörün hayat aşaması	103
aa) Kuruluş aşaması	103
bb) Büyüme ve gelişme aşaması	103
cc) Olgunluk ve doyum aşaması	103
c) Geçmiş dönemlerdeki satış hasılatları ve karlardaki büyüme	104
d) Sektörün gelecek dönemlerdeki arz ve talep durumu	104
aa) Mamüllerin özelliği ve teknolojik gelişme	104
bb) Talep esnekliği	104
cc) Rekabet koşulları	104
e) İşgücü durumu	104
f) Devlet müdahalesi	105
g) Sosyal yaşamdaki değişmeler	105
h) Sektördeki şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatları	105
C - Şirket Analizi	105
a) Şirket analizinde dikkate alınacak nitel faktörler	105
aa) Mamüllerin özellikleri	105
bb) Firma yönetimi	105

b) Şirket analizinde dikkate alınacak nicel faktörler	106
aa) Finansal tablolar	106
aaa) Bilanço	106
bbb) Gelir tablosu	112
c) Finansal tablolar analizi	116
aa) Oran analizi	116
bb) Kesit analizi	116
cc) Trend analizi	116
dd) Analizde kullanılacak Oranlar	116
d) Hisse senedi değerlemesi	118
II - TEKNİK ANALİZ	119
1 - <u>TANIMI</u>	119
2 - <u>SEÇİLMİŞ TEKNİK ANALİZ YÖNTEMLERİ</u>	120
A - Hareketli Ortalamalar Analizi	120
a) Basit ve ağırlıklı ortalamalar	121
b) Üslü hareketli ortalamalar	121
c) Çok sayılı hareketli ortalamalar	121
B - İşlem Miktarı Analizleri	122
a) Alım satım doyum zamanları	122
b) Net Alım satım işlem miktarları	122
c) Hareketler Prensibi	122

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE HİSSE SENETLERİNE YATIRIM VE BİR ÖRNEK

Birinci Kısım

TÜRKİYE`DE HİSSE SENETLERİNE YATIRIMIN İŞLEYİŞİ

I - HİSSE SENETLERİNE YATIRIM HAKKINDA GENEL BİLGİLER	123
II - ANONİM ŞİRKETLER HAKKINDA GENEL BİLGİLER	124
III - INSIDER TREADING(İÇERİDEN BİLGİ ALMA) İŞLEMLERİ	126
IV - KAYIT DIŞI EKONOMİNİN BORSA ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	126
V - RESMİ AÇIKLAMALARIN BORSA ÜZERİNE ETKİLERİ	129
VI - MEDYANIN BORSA ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	130

VII - TAHTA BAZINDA ETKİLİ OLMANIN BORSA ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	132
1 - SERMAYE BÜYÜKLÜĞÜ	133
2 - AÇIĞA ALIM-SATIMIN YOĞUNLUĞU	134
3 - TAVAN-TABAN İLE KAĞIT BAZINDA ETKİLER	134
4 - KADEME KURULARAK KAĞIT BAZINDA ETKİLER	135
5 - ELİT SİSTEMİNİN İŞLEYİŞİNDEKİ ETKİLER	136
A - Satıcı Çokluğu	137
B - Alıcı Çokluğu	137
6 - DEĞİŞİK ARACI KURUMLAR KANALI İLE KAĞIT BAZINDA ETKİLER	137

İkinci Kısım

SEÇİLMİŞ ŞİRKET HİSSELERİNE YATIRIM

I - SEÇİLMİŞ BEŞ ŞİRKETİN TEMEL ANALİZ YÖNTEMLERİ KULLANILARAK İNCELENMESİ	138
1 - ARÇELİK A.Ş.	138
2 - BAĞFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	141
3 - EGE BİRACILIK VE MALT SANAYİ A.Ş.	143
4 - KORDSA KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	145
5 - SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	147
II - SEÇİLMİŞ BEŞ ŞİRKETİN SEÇİLMİŞ TEKNİK ANALİZ YÖNTEMLERİ İLE İNCELENMESİ	150
1 - ARÇELİK A.Ş.	150
2 - BAĞFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	154
3 - EGE BİRACILIK VE MALT SANAYİ A.Ş.	158
4 - KORDSA KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	162
5 - SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	162

Üçüncü Kısım

PORTFÖY YÖNETİMİ

I - PORTFÖY YÖNETİMİ	171
1 - TANIMI	171
2 - SEÇİLMİŞ PORTFÖY YÖNETİMİ TEKNİKLERİ	173
A - Geleneksel Portföy Yönetimi	173

B - Modern Portföy Teorisi	175
a) Modern portföy teorisinde temel varsayımlar .	175
b) Morkowitz yaklaşımında temel varsayımlar	177
c) İki menkul kıymetten oluşan bir portföyde çeşitlendirme	184
d) Üç menkul kıymetten oluşan bir portföyde getiri	187
e) N sayıda menkul kıymet ve etkin sınır	188
C - Yatırımcı Tercihleri	190
II - TÜRKİYE`DE HİSSE SENETLERİNE YATIRIMIN VERİMLİLİĞİ	192
SONUÇ	195
EKLER	1
YARARLANILAN KAYNAKLAR	11

GİRİŞ

Dünya ticaretine ve dünyadaki sanayi üretimine ilişkin sayılara bakarak dünya ekonomisindeki artan dokulaşma ve sarmaş dolaşı kavramının olanağı kalmamış durumdadır. Dünya ticareti, bugün tüm dünyaya yayılmış bulunan bir ve aynı firmanın çeşitli şube işletmeleri arasındaki artan mal trafiğini andırıyor. Tek tek firmaların girişimleriyle örgütlenen bu uluslararası işbölümü, pek mükemmel olmasa bile, ifadesini dış yatırımlarda bulmaktadır.

Yeni iş bölümü, sermaye birikiminin hızlandırılması amacıyla yönelik olarak gelişmiştir. Meta(mal) piyasalarındaki bu hızlı gelişme ve sermaye birikimi çabaları, kendi üst organlarının ve yeni gelişmiş piyasaların oluşmasına olanak sağlamıştır.

Yeni gelişmiş piyasaların diğer piyasalardan bağımsız olarak gelişmesi şu görüşü de doğrulamaktadır; Dengesiz kalkınma tezi, gelişmişlik düzeyi düşük olan ülkelerin genellikle tümünde görülen teknoloji düzeyinin düşük olması, sermaye yetersizliği ve gerekli sayıda girişimcinin bulunmaması gibi olgular nedeniyle, ekonominin tüm sektörlerinin aynı anda geliştirilemeyeceği görüşünden kaynaklanmıştır. Gelişmekte olan ülkelere sayılan ülkemizde de ekonomi dengesiz gelişen piyasalar bütününden oluşmaktadır. Doğaldır ki, dengesiz gelişme yasası çerçevesinde bazı piyasalar daha çok gelişirken bazı piyasalar da geri kalmaktadır.

Dengesiz gelişme, Türkiye ekonomisinde de son yıllarda giderek derinleşen bir ekonomik bunalıma neden olmaktadır. Türkiye ekonomisinde bir bunalımın yaşandığı genel kabul gören bir değerlendirmedir. Ekonomik bunalımın yarattığı sorunlar politik ve ideolojik düzeydeki gelişmelere de eşitsiz bir biçimde yansımaktadır. Belirtmek gerekir ki, yaşanan ekonomik bunalım bugünün sorunu değildir. Türkiye bu bunalımı 1950'lerden beri sürekli yaşamaktadır.

Bu arada Türkiye'de kara paranın ekonomideki ağırlığı ve bu miktarın büyüklüğü hakkında değişik görüşler olmakla birlikte, ekonomideki dengeleri belirlemesi ve bu belirleyiciliğin öneminin bir alt bölüm olarak ele alınması gereklidir. Bu konuya da ayrıca değinilmiş, yatırımcılar ve sermaye piyasası açısından önemi açıklanmaya çalışılmıştır.

Bugün Türk toplumunun refahını yükseltmek ve yaşam düzeyini iyileştirmenin yolu kesinlikle sanayileşmeden geçmektedir. Sanayileşme ise bir müesseseler demetidir. Gelişmiş ve etkin bir sermaye piyasası bu müesseseler demetinin en önemli unsuru olup, araç ve kurumları ile refahın tabana yayılması, müteşebbislere düşük maliyetli fon yaratılması işlemlere aracılık faaliyetleri ile yeni gelir ve iş sahalarının oluşması olgularıyla Türk toplumunun günlük hayatını yakından ilgilendiren bir konumdadır.

Sermaye piyasası analizleri; yatırımcıların bilinçlenmelerini sağlayarak ekonomide kaynakların etkin dağılımına katkıda bulunmak, menkul kıymetlerin değer kazanmasında etkili unsurları belirleyecek yatırımcıları başarılı sonuçlara ulaştırmak gibi yararlar sağlarlar.

Finansal pazarlarda fon arz ve talebinin karşılanmasında bazı aracı kuruluşlar da rol oynarlar. Tasarruflar, fon gereksinimi olanlara finansal varlık alımı yoluyla doğrudan aktarılabilir gibi alıcı ve satıcıyı karşı karşıya getiren finansal aracılar yoluyla dolaylı olarak da aktarılabilir. Finansal pazarlarda asıl aracılık fonksiyonu, aracı kuruluşların kendileri tarafından çıkarılan finansal varlıkları satıp fon toplamaları ve bu fonları fon gereksinimi duyanların çıkardıkları menkul kıymetlerin alımında kullanmalarıyla gerçekleşir. Bu yolla tasarruf fonları asıl fon gereksinimi duyan en uçtaki kullanıcılara aktarılmış olmaktadır.

Finansal pazarların ülke ekonomisi bakımından en önemli fonksiyonlarından birisi, ülkedeki sermaye birikimini arttırmasıdır. Biriken sermayenin en verimli üretim alanlarına yönelmesini sağlayarak, ülke gelirinin artmasına olanak verir ve bunun sonucu tasarruflar da artmaktadır.

Finansal pazarların kurulması, şirketlerin mali durumu ve menkul kıymetlerin hangi fiyatlarla alınıp satıldığı konusunda bilgi vererek, itimatsızlığı azaltıp, alıcı sayısını arttırır. İşletmeler en iyi işletmecilik ve muhasebe ilkelerini uygulamak zorunda kalırlar. Yaygın ve işlek bir pazar, fon, arz ve talebinin en etkin bir biçimde karşılaşmasını sağlar, ülke fonlarının etkin kullanımını olanaklı kılarak hızlı ve sağlıklı bir ekonomik büyümeyi gerçekleştirir. Finansal pazarların ülke ekonomisine yararlı olabilmeleri için ekonomik, politik ve psikolojik ortamın elverişli olması ön şartı oluşturmaktadır.

Sermaye piyasasında yeterli ve güvenilir bir bilgi akışının sağlanmasının önemli olduğu vurgulanmaya çalışılmıştır.

Günümüzde, işletmelerin sürekli büyüme çabasında oldukları gözlenmektedir. Bu çabanın nedenleri, gelişen ekonomik koşullar, artan toplum gereksinimleri, uluslararası pazarları ele geçirebilecek oranda üretim, teknik alanda yaratılan yeniliklerin kullanılmasının büyük sermaye gerektirmesi olarak sıralayabiliriz. Bu özetlenen nedenler, işletmelerin büyüme gereksinmelerini doğurarak şirketleşmeyi gerekli kılmıştır. Gereksinim duyulan büyük sermayenin işletmede toplanabilmesi ise, şirketleşmeyi kişi veya kapalı sermaye şirketlerinden çok, ortak sayısının fazla olduğu halka açık şirket biçimini gerektirmiştir. Bu nedenle oluşturulan sermaye şirketleri halkın elindeki tasarrufları işletmelerine çekme arzu ve gereksinmesi duyarak halka menkul değerler arz etmek durumunda kalmışlardır. Bu olgu da sermaye piyasası kavramını doğurmuştur.

Diğer taraftan, şirketlerin uzun vadeli fon sağlayabilmesi şirketlerce satışa arz edilen menkul kıymetlerin halk tarafından satın alınmasını gerektirerek yatırımcı kavramının ortaya çıkmasına da neden olmuştur. Elindeki tasarrufları sermaye piyasasında değerlendirecek olan yatırımcı, ülke ekonomisinin gelişmesine katkıda bulunur.

Yatırımcının bu ekonomik işlevini yerine getirebilmesi, sermaye piyasalarının gerçek ve yeterli finansal bilgi ile beslenebilmesine bağlıdır. Bu arada, sermaye piyasasında görev yapan aracı kuruluşların denetimi de önem kazanmaktadır. Yatırımcının bu piyasadaki sorunları da sırasıyla; piyasa ekonomisini tanımamaktan kaynaklanan sorunlar, mevzuattan kaynaklanan sorunlar, sosyal psikolojik durumundan kaynaklanan sorunlar ve İMKB'ni tanımamaktan kaynaklanan sorunlar olarak incelenmeye çalışılacaktır.

Sermaye piyasasının sağlıklı gelişebilmesi alınacak ek tedbirler ve tanıtım çalışmaları ile mümkündür. Özellikle sermaye piyasasında ağırlıklı olarak işlem yapma yetkilerinin aracı kurumlara verilmesi sırasında son derece titiz ve seçici davranılmasının gereği ortadadır. Özellikle 1993 yılı sonu ve 1994 yılı başlarında yaşanan döviz krizine bağlı olarak, aracı kurum krizi de yaşanmış, küçük ve orta ölçekli yatırımcılar mağdur edilmiş ve Türk Sermaye Piyasası onarılması güç yaralar almıştır. Ülkemizde bu seçiciliğin olmaması dolayısıyla yaşanan sorunlar ele alınacak ve bu sorunların tekrarlanmaması için önerilere yer verilecektir.

Bir ülkede sermaye piyasaları alanında aracılık faaliyetlerinin hangi birimler tarafından yerine getirileceği öncelikle ülkenin tarihsel koşullarına bağlı olmaktadır. Sermaye piyasaları, finansal piyasaların bir alt birimini oluşturmaktadır. Bu nedenle finansal piyasaların diğer alanlarında faaliyet gösteren birimler yani bankalar sermaye piyasalarında faaliyetlerin yerine getirilmesinde en güvenilir kurumlar olarak görünmektedirler. Bankaların aracı kurum olarak çalışmalarının olumlu ve olumsuz yönleri ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Yapılan bu çalışmada Türk Sermaye Piyasası ve Borsasının ayrıntılı tarihsel bir anlatımını sunmaktan çok, yapılan araştırma ve düşüncelerin ışığında, gündemdeki bazı sorunları yeniden değerlendirmek ve bazı yeni teknikler hakkında bilgi vermek amaçlanmaktadır.

Bu amaçla, birinci bölümde para ve sermaye piyasasının tanımları, aralarındaki ilişkiler verilmeye çalışılmış, sermaye piyasası tarihi kısaca incelenmiş ve seçilmiş uluslararası sermaye piyasalarından örnekler verilmiştir.

İkinci bölümde, sermaye piyasası kurumları ve araçları tanıtılmaya çalışılmış, aracı kurumlar üzerindeki denetime değinilmiştir.

Türkiye'nin uzun zamandan beri gündeminde olan özelleştirme konusu ayrıca ele alınmış ve özelleştirmenin sermaye piyasasındaki yeri açıklanmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde sermaye piyasamızın gözde kuruluşu İstanbul Menkul Kıymetler Borsa'sı (İMKB) hakkında bilgiler verilmeye çalışılmıştır. Özellikle pratikte yatırımcıların karşılaştıkları sorunlar ve bu sorunları aşma yolları çalışmanın amacını oluşturmaktadır. Bu arada tamamen elektronik sisteme geçen İMKB'de sözkonusu sistemden kaynaklanan sorunlar ayrıca incelenmiştir. Yatırımcılar için önemli olan temel ve teknik analiz hakkında açıklayıcı genel bilgiler verilmeye çalışılmıştır.

Dördüncü bölümde Türkiye'de hisse senetlerine yatırımın işleyiş mekanizması hakkında aydınlatıcı bilgiler verilmiştir. Dördüncü bölümün ikinci kısmında ise tarafımızdan seçilmiş beş hisse senedi üzerinde çeşitli analizler yapılmış, son kısımda ise portföy yönetimi hakkında teorik bilgiler verilmeye çalışılmış ve bu teorik bilgiler ışığında sözkonusu hisse senetlerine yatırımın verimliliği incelenmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmanın temel amacı, gelişmekte olan ülkemizde doğru seçim yapılarak, yatırım yapılan hisse senetleri getirisinin uzun dönemde alternatif yatırım araçları karşısında rakipsiz olduğunun kanıtlanmasıdır. Sermaye Piyasası uzun dönemli bir piyasadır ve uzun dönemde getirisi alternatif yatırım araçları karşısında yüksek olmaktadır. Bu çalışmada da bilinçli bir yatırımcının davranış kalıplarına uyularak hisse senetlerine yapılacak yatırımın alternatif yatırım araçları karşısında getirileri incelenmeye çalışılacaktır. Bu arada seçilen şirketlerin 1989-1993 yılları arası temel ve teknik analizlerine yer verilecek, tezimizi güçlendiren bu analizlerin ışığında incelemeler yapılmaya çalışılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PİYASA KAVRAMI, PARA VE SERMAYE PİYASASININ TANITIMI

Birinci Kısım

PİYASA KAVRAMI VE PİYASA TÜRLERİ

I - GENEL OLARAK PİYASANIN TANIMI

1 - PİYASA KAVRAMI

A - TANIMI

İktisadın temelindeki davranışsal varsayım insanı piyasa ilişkileri içinde ele alıyor ve ekonomiyi bu ilişkilerden oluşan bir alan olarak tanımlıyor. Burada ekonomi, piyasaya indirgenerek algılanıyor ve toplumun bütününden böyle ayrıştırılıyor. Borsa da piyasa ekonomisi düzeninde gelişen, modern ve mükemmel örgütlenmiş bir pazar tipidir(1). Piyasa, insanların alışveriş amacıyla bir araya geldikleri yer demek. Piyasada bir araya gelen insanların kim oldukları hiç önemli değil. Sosyal statüleri, dini veya sosyal görüşleri, birbirlerine duydukları sevgi veya nefret hiç önemli değil. Aralarındaki bağ, değiş tokuş ettikleri nesnelere aracılığıyla kuruluyor. Önemli olan, birbirlerinden alıp verecekleri şeyler. Yani piyasa, insanların, kim olduklarından bağımsız olarak, herhangi bir kurumsal zorlamanın dışında, kendi özgür iradeleriyle karşı karşıya geldikleri bir yer(2) olarak düşünülebilir.

-
- (1) BERBEROĞLU, C.Necat, Sanayi Öncelikli Ekonomik Gelişmede Türkiye Tarımının Finansmanı ve Tarımsal Kredi Uygulaması, EİTİA Yay.No: 235/156, Eskişehir 1981, sy.192.
(2) BUĞRA, Ayşe, İktisatçılar ve İnsanlar, İstanbul 1989, sy.14.

Bir mal veya hizmeti satmak arzusu ile arz edenlerle, sözü edilen mal veya hizmeti satın almak için talep edenlerin tümü piyasayı oluşturur. Bu yüzden piyasayı kısaca bir malın veya hizmetin arz ve talebinin karşılaştığı yerdir biçiminde tanımlayabiliriz(3).

B - TÜRLERİ

Ekonomik liberallerin en tanınmış Adam Smith'tir. Bir düşünür ve profesör olan Smith, günümüzde modern ekonominin kurucusu olarak kabul edilir. Adam Smith her insanın kendi çıkarı peşinde koşmasına ve onu artırmak için çaba sarfetmesine olanak tanıyan "doğal özgürlük sistemini" savunur. Ona göre ancak böyle bir sistemde birey ve toplum en büyük serveti edinebilir. Smith'e göre ekonomik gelişmenin en büyük engeli devletin kendisidir(4). Dolayısıyla piyasa ekonomisi kavramı daha o zamanlarda kendisini kabul ettirmiştir.

Gelişmiş piyasa türlerine sahip olduğumuz günümüzde, piyasa türlerinin çok çeşitli kategoriler ile ayrıştığını görüyoruz. Ancak temel piyasa türleri mal(emtea) piyasaları, para piyasaları ve sermaye piyasaları olarak gelişimini sürdürmektedir.

Tüm piyasa türlerinde geçerli olan temel kurallar vardır. Bunlar arz ve talep, fiyat, fayda ve maliyet arasındaki ilişkiler ve bunlar arasında kurulacak olan somut ve soyut dengelerdir. Somut dengeler daha çok matematiksel olmakla birlikte, soyut dengeler daha çok kişisel tatmin ve tatminsizlik ile ilgilidir.

Genellikle arz ve talep, piyasada ortaya çıkacak fiyatı belirleyen iki temel etkidir(5).

2 - PARA PİYASASI

Bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya mali piyasa denilebilir. Tanımdan da anlaşılacağı gibi, mali piyasa para ve sermaye piyasalarından daha geniş ve bu piyasaları da kapsamına alan bir kavramdır.

-
- (3) BERBEROĞLU, C.Necat, Mikro Ekonomik Analiz, Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yay.No:60, Eskişehir 1980, sy.47.
- (4) SEZGİN, Orhan, Çağdaş İktisadi Düşüncenin Gelişimi, Daniel R.Fusfeld'den çeviri, İstanbul 1988, sy.36.
- (5) ÜLKEN, Yüksel, Fiyat Teorisi, İstanbul 1984, sy.25.

Mali piyasa beş ana unsurdan oluşmaktadır. Bu beş unsur;

- Tasarruf sahipleri(fon arz edenler),
- Yatırımcılar(fon talep edenler),
- Yatırım ve finansman araçları,
- Yardımcı kuruluşlar,
- Hukuki ve idari düzen olarak sıralanabilir.

Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya "para piyasası" denir. Para piyasasının tipik özelliği kısa vadeli fonlardan oluşmasıdır. Para piyasasında vade genellikle bir yılı aşamaz.

Günümüzde paranın klasiklerin iddia ettiği gibi ekonominin reel değişkenlerini etkilemediği inancı ortadan kalkmıştır. Gerçekten bugün paranın sadece bir değişim aracı olmayıp, harcamaları, üretimi, istihdam düzeyini, fiyatlar genel seviyesini ve gelir dağılımını etkilediği herkesçe kabul edilmektedir(6).

Para piyasasından sağlanan fonlar kredi olarak işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılır. Para piyasasının araçlarını ticari senetler, kaynaklarını çeşitli mevduat oluşturmaktadır.

Para piyasasının kendi içinde örgütlenmiş ve örgütlenmemiş para piyasası olarak da bir ayırım yapılabilir. Örgütlenmiş para piyasası bankalar sistemidir. Çünkü işletmelerin nakit ihtiyacı çoğunlukla ticari bankalar tarafından karşılanmaktadır. Örgütlenmemiş para piyasası banka sisteminin dışında kalan bir piyasadır. Bankalar dışındaki kişi ve kuruluşlar da bazen işletmelere kısa vadeli fon sağlarlar. Bu piyasa örgütlenmediği için bazen yasal düzenlemenin dışında kalmaktadır. Para fonksiyonlarını, satın alma kudretinin verdiği ekonomik geçerliliği nedeni ile yerine getirebilir(7).

Para piyasası çoğu kez iç kaynaklardan karşılanır. Fakat bazen para piyasası dış kaynaklarla da beslenebilmektedir(8).

3 - SERMAYE PİYASASI

Sermaye piyasası genel olarak, uzun süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır(9). Daha ayrıntılı bir tanıma göre

-
- (6) BERBEROĞLU, C.Necat, Makro Ekonomik Analiz, Eskişehir 1986, sy.108.
- (7) DİRİMTEKİN, Halil, Genel İktisat-Makro, EİTİA Yay.No:135, Eskişehir 1985, sy.18.
- (8) SERMAYE PİYASASI VE BORSA TEMEL BİLGİLER KILAVUZU, İMKB Eğitim Yay.No:1, İstanbul Ekim 1994, sy.1.
- (9) AKGÜÇ, Öztin, Finansal Yönetim, İstanbul 1976, sy.471.

sermaye piyasası, tasarruf edenlerin likiditeden vazgeçmeleri ve risk üstlenmeleri karşılığı faiz, temettü, kar payı gibi gelir elde etmek amacıyla yatırımcılara ve girişimcilere yatırım faaliyetlerini gerçekleştirmeleri için uzun vadeli verdikleri birikmiş fonların kullanımını sağlayan, bunun için iki grubu bir araya getiren oluşum ve örgütlerdir(10).

Geniş anlamlı olan bu piyasanın içine her türlü sermaye hareketleri girer. Örneğin; para, kredi, döviz, altın, tahviller, hisse senetleri gibi bütün alışverişler sermaye piyasasını oluşturan unsurlardır.

Ülkemizde sermaye piyasası ile menkul değerler piyasası bazen eş anlamlı olarak kullanılsa da, menkul değerler piyasasının anlamı daha dar olup hisse senetleri, tahvil ve diğer menkul değerler piyasasını ifade etmektedir. Esasen sermaye piyasası öncelikle ekonomik ve mali bir olay olup, ülkenin ekonomik gelişmişliği ile bağlantılıdır(11).

En genel tanımıyla sermaye piyasası orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Sermaye piyasası mali piyasa kavramından daha dar ve teknik bir nitelik taşır ve genellikle mali piyasa kavramı içinde yer alır.

Sermaye piyasasının tipik özelliği ve para piyasasından ayrıldığı en belirgin niteliği bu piyasanın orta ve uzun vadeli fonlardan oluşmasıdır. Bu vade bir yıldan fazla olmalıdır. Sermaye piyasasından sağlanan krediler işletmelerin bina, makina ve teçhizat gibi duran varlıklarının finansmanında kullanılır. Yani sermaye piyasasından sağlanan fonlar sabit sermaye ihtiyacının karşılanmasında yararlı olur.

Para piyasasında olduğu gibi, sermaye piyasasının kaynakları da tasarruf sahiplerinin birikimleridir. Sermaye piyasasının en önemli ve yaygın araçları hisse senetleri ve tahvillerdir.

Sermaye piyasasının bir bölümlendirmesini yapmak gerekirse aşağıdaki gibi bir ayırım yapılabilir.

- Birincil Piyasa: Hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler ile alıcıların yani tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır.
- İkincil Piyasa: Menkul kıymetleri ihraçtan alanlar, bunları tekrar paraya çevirmek istediklerinde, hisse senetlerinde hiçbir zaman, tahvillerde ise vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa müracaat edemezler.

(10) DEMİRKAN, Uçar, Sermaye Piyasaları ve Türkiye'deki Uygulamaları, Başbakanlık Basımevi, Ankara 1981, sy.10.

(11) İNAM, Mehmet, Türkiye'de Menkul Kıymetler Piyasası ve Yatırım Alternatiflerinin Genel Analizi, Ankara 1987, sy.7.

İkincil piyasa, menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasaya talep yaratır ve gelişmesini sağlar. İkincil piyasanın en iyi örgütlenmiş bölümü menkul kıymet borsalarıdır. Bunun haricinde sermaye piyasası iyi gelişmiş ülkelerde bir de "over the counter"(tezgah üstü) borsa dışı piyasa vardır.

Birincil piyasa daha çok sermaye piyasası bilinciyle, ikincil piyasa ise menkul kıymetler piyasası bilinciyle çalışır. Birincil piyasada uzun vadeli fonların tasarruf sahibinden firmalara intikali söz konusudur ve birincil piyasada yapılan tahvil ve hisse senedi satışları sonucunda firmaya yeni sermaye girer. Oysa ikincil piyasada el değiştiren menkul kıymetlerden sağlanan fonların bunları çıkaran şirketle bir ilgisi yoktur(12).

İkinci Kısım

PARA PİYASASI İLE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİLER

I - GENEL OLARAK

Fon arz edenler, kendi yatırım politikalarını ve elde etmeyi umdukları gelire bağlı olarak yatırılabilir fonları bu piyasalardan birine veya her ikisine yönlendirebilirler.

Fon talep edenler de, ihtiyaç duydukları kredinin türüne göre her iki piyasadan borçlanabilirler.

Bazı aracı kuruluşlar, özellikle bankalar hem para hem de sermaye piyasası işlemleri yapabilirler ve her iki piyasada çalışabilirler.

Para piyasası ile sermaye piyasasında cari faiz hadleri değişik olmakla birlikte birbirleriyle ilişkilidir. Fonlar genellikle düşük faiz haddinden yüksek olana doğru kayar. Para piyasasında meydana gelen bir faiz oranı artışı, sermaye piyasasına da etki eder(13).

(12) SERMAYE PİYASASI ..., sy.2.

(13) SERMAYE PİYASASI ..., sy.3.

II - PARA PİYASASI İLE SERMAYE PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Geniş anlamda sermaye piyasası kavramına, para piyasası da dahil olmaktadır. Bu durumda gerek kredi arzı ve gerek kredi talebi para piyasasından sermaye piyasasına, ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir. Faiz haddi iki piyasa arasındaki fon akımını ayarlayan bir düzenleyici olmaktadır.

Uygulamada para ve sermaye piyasalarını birbirlerinden kesin çizgilerle ayırabilmek öyle kolay bir şey değildir. Bugün finansal kurumların çoğu her iki piyasada birden faaliyette bulunmaktadır. Buna örnek olarak; para piyasasının en önemli kurumu olan "ticari bankaların" sermaye piyasasında önemli fonksiyonlar üstlenmesi gösterilebilir.

Yukarıda bahsettiğimiz gibi fonların iki piyasa arasında gidip gelmesi de mümkündür. Örneğin, devlet vadesi gelen kısa vadeli borçlarını uzun vadeli borçlarla değiştirebilir veya bir banka vadesi gelen tahvil gelirini bir işletmeye kısa vadeli borç vermek üzere kullanabilir(14).

1 - OLUMLU YAKLAŞIMLAR

Türk mali piyasalarının temel özelliği, bankaların mali piyasaların her alanında serbestçe faaliyet gösterebilmesi anlamına gelen "Evrensel Bankacılık" sistemini benimsemiş olmasıdır. Başka bir deyişle, Türkiye'de bankacılık lisansına sahip olan herhangi bir kuruluş, ek bir yükümlülük üstlenmeksizin, mali piyasaların her alanında faaliyet gösterebilmektedir. Banka dışı mali aracı kuruluşlar ise, gerekli izinleri almak koşuluyla, yalnızca sermaye piyasalarında işlem yapabilmektedirler.

Bankaların sermaye piyasalarındaki fiili ağırlığının temelinde yatan unsurlara bakıldığında ilk göze çarpan, bazı gelişmiş ülkelerde de gözlemlendiği gibi, bankaların mali piyasalardaki tarihsel üstünlükleridir. Sermaye piyasalarının geliştirilmesi yolundaki kapsamlı çalışmaların başlangıcı 1981 yılıdır. Bu nedenle sermaye piyasaları ve bu piyasalarda aracılık faaliyetini üstlenen banka dışı mali aracı kuruluşlar Türkiye için oldukça yenidirler. Bu durumda, bu yeni piyasaların, araçların tasarruf sahibine tanıtılması ve banka dışı mali aracı kuruluşlarla tasarruf sahipleri arasında güven ilişkilerinin oluşturulması zaman almaktadır. Halbuki bankalar uzun bir süredir mali piyasalarda faaliyet göstermektedirler ve faaliyetlerinin niteliği tasarruf sahibi tarafından bilinmektedir(15).

(14) "Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye'de Hisse Senetleri Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi", BERBEROĞLU, C.Necat, ARSLAN, Sadık, AFŞAR, Muharrem, EAÜİİBFD, C.X, S.1-2, sy.3.

(15) AKBANK Dahili Yayını.

2 - OLUMSUZ YAKLAŞIMLAR

Sermaye Piyasası Kanunu'nda sermaye piyasası kurumlarına dahil edilmeyen bankalar da sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunurlar. Bankalar faaliyetlerinde sınırlı olarak Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabidirler. Bankalar kuruluş, denetim, gözetim, muhasebe, mali tablo ve rapor standartları konularında Bankalar Kanunu'na tabidirler(16).

Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmesinde tasarruf bonoları, yatırım holdingleri, işçi ve hemşehri şirketleri, T.Sınai Kalkınma Bankası'nın çalışmaları başlıca kilometre taşlarını teşkil eder. Bu arada, bankacılık sistemi dışında oluşan Bankerlik sistemi de bankacılık faaliyetlerinin bir kısmını üstlenmiştir. Özellikle 1979-1982 yıllarına damgasını vuran bankerler olayı önemlidir.

Bankerler olayı aslında bir gelişme basamağı değil, suni bir olaydır. Halkın ilgisini bankacılık sektörü dışına ve faize dönük menkul kıymetlere çekmiş, fakat sonuçları itibariyle sermaye piyasasına önemli zararlar vermiştir.

Bankerler olayının başlıca sebebi o yıllarda görülen hiper enflasyondur. Yüksek enflasyon, mevduat ve tahvil faizlerini negatif hale getirmiştir. Zamanın mevzuatı, mevduat ve tahvil faizlerinin enflasyon düzeyine çıkarılmasına engel olduğu ve birincil satışları daima gelir yönünden enflasyonun gerisinde bıraktığı için tahvil ve mevduat sertifikası satışları ikincil piyasaya intikal etmiş ve ikincil piyasada mantar gibi bankerlerin bitmesine sebep olmuştur. O dönemde tahvil ihracına ilişkin esasları Merkez Bankası belirliyordu. Bankalar Merkez Bankası'nın sıkı denetimi altında bulunduğundan, belirli faiz oranlarının üstüne çıkamıyordu. Enflasyonun % 60'ı aştığı sıralarda resmi tahvil faiz oranı brüt % 28'de kalmıştır. O dönemde henüz Sermaye Piyasası Kanunu mevcut olmadığından bankerler gayet serbest şekilde çalışabiliyorlardı. Bankaların tahvil ve mevduat sertifikalarına uygulayabilecekleri faiz oranının, hükümetçe belirlenmesi, fakat bankerlere bu tip kısıtlamalar uygulanmaması bankalarla bankerler arasında ikinciler lehine haksız rekabet yaratmıştır. Kendi gişelerinden hiçbir zaman bu kadar büyük mevduat toplayamayacak olan bazı küçük bankaların bankerler eliyle sertifika satışı suretiyle bünyelerinin kaldırabileceğinden çok fazla mevduat yükü altına girmelerine yol açmıştır(17).

(16) SPK., Md.50.

(17) SERMAYE PİYASASI ..., sy.5.

Üçüncü Kısım

TÜRK SERMAYE PİYASASI TARİHİNE BİR BAKIŞ

I - OSMANLI DÖNEMİ SERMAYE PİYASASI

Osmanlı iktisat düşüncesinin batı kaynaklı iktisat fikirleri ile temasa geçmeden çok evvel III. Selim, hatta Tanzimat'a gelinceye kadar üzerinde tutarlı bir çözümlemeye varılan iktisat politikası aletleri sayıca pek az fakat güçlü olan tedbirlerdir. Bunlar toprak rejimi, vergileme, sikke taşıması ve narh sistemidir. Piyasa muamelesi devletin pazar üzerinde kurduğu hegemonya ile sürdürülmekteydi.

Osmanlı insanını ekonomik uygulamada en fazla etkisi altına alan mesele para ile ilgili konulardır. Bilhassa klasik çerçeveyi ayakta tutmak için para ile yakından ilgilenilmesi, teorik olarak, Osmanlı insanı ile para arasında sağlıklı köprülerin atılmasına sebep olmuştur(18).

Ülkemizde sermaye piyasasının geçmişi sanıldığından daha eskidir.

Avrupa'da yaşanan sanayi devrimi ve sömürgecilik hareketleri büyük anonim şirketlerin ortaya çıkmasına ve bunların halka açılmasına yol açtığından, Türkiye'de yaşayan yabancı tacirler ve azınlıklar bu şirketlerin tahvil ve hisse senetleriyle ilgilenmeye başlamışlar, tedavül eden paranın altın para olması, kambiyo kontrolünün bulunmaması ve kapitülasyonların kendilerine sağladığı serbesti sayesinde dışarıya para çıkararak alım-satım yapmışlardır. Daha sonra Tanzimat hareketinin de etkisiyle Türkler de bu konuya ilgi göstermişlerdir. Dışarıdan alınan kıymetlerin el değiştirmesi kısa zamanda bizde de bir piyasa oluşturmuş, buna da Galata Bankerleri ön ayak olmuşlardır(19).

Osmanlı döneminde bu konudaki ilk mevzuat 1867 tarihli kararnamedir. Bu kararname ile İstanbul'da "Dersaadet Tahvilat Borsası" kurulmuştur(20).

Ondokuzuncu yüzyılın başına kadar Türkiye çağdaş düşünce ve görüşlere büsbütün kapalı idi. İmparatorluk sınırlarının dışındaki olaylara karşı hükümetin ilgisizliği o derece fazla idi ki, kendisini yabancı ülkelerde temsil etmeye tenezzül etmezdi.

(18) SAYAR, A.Güner, Osmanlı İktisat Düşüncesinin Çağdaşlaşması, İstanbul 1986, sy.63.

(19) SERMAYE PİYASASI ..., sy.4.

(20) YASAMAN, Hamdi, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1982, sy.14.

İlk önce Sultan Mahmut yabancı devletlere delegeler göndermiştir. İstanbul'daki Avrupa elçilerinin Türk Dışişleri Bakanları ile görüşmeleri aşırı protokole tabi olduğundan, bu görüşmeler pek seyrek yapılırdı. Siyasal ilişkiler Avrupa devletlerinin ilişkilerini, Türkiye'de oturan uyruklarının korunması ilgilendirirdi. Bir yandan ticaret anlaşmaları, öte yandan eski taahhütler-kapitülasyonlar-ticaret işlemlerini sağlar, uyruklarını yeterli güvenlik altında bulundururdu.

Sultan Mecit tahta çıkışının başında 3 Kasım 1839 tarihinde "Gülhane Hattı Şerifi" adı ile çıkardığı Hattı Hümayununda (padişah buyruktusu) Osmanlı Devletinin ilk yenilik reform programını saptamıştır.

Tanzimat hareketinin önderi olan Büyük Reşit Paşa, illerde Defterdarlıklar ve tahsildarlıklar kurduktan sonra bir hükümet bankası kurmak amacıyla harekete geçmiştir.

1853 yılından 1856 yılına kadar süren Kırım Savaşı sırasında ıslahat hareketi zorunlu olarak durmuştur. Bu savaş, Osmanlı Maliye Tarihi'nde önemli rol oynamıştır. İlk olarak Türkiye bu savaş sırasında yabancılarla ilk kez borçlanma anlaşmaları yapmıştır(21).

Ondokuzuncu yüzyılın ikinci yarısında Avrupa'daki sanayi devrimi, ticaret hayatını geliştirmiş ve anonim ortaklıklar çoğalmıştır. Avrupa'daki hisse senetleri ve tahvillere gösterilen ilgi Osmanlı'ları da etkilemiş ve daha çok musevi, ermeni ve rum asıllı Osmanlı'lar bu konu ile ilgilenmeye başlamışlar ve yurt dışındaki menkul kıymetlere araçlar vasıtasıyla yatırımlar yapmışlardır.

Osmanlı Borsa'sı işlem hacmi bakımından 1895'li yıllarda Avrupa'nın sayılı borsaları arasına girmiştir(22).

Birinci Dünya Savaşı ve Kurtuluş Savaşı piyasayı etkilemekle beraber, Cumhuriyetin ilanından sonra kapitülasyonların kaldırılması, yabancı şirketlerin millileştirilmesi, kambiyo kontrolünün getirilmesi ve İstanbul Esham ve Tahvilat Borsası'nın Ankara'ya taşınması bu ilk sermaye piyasamızın sonu olmuştur(23).

II - CUMHURİYET DÖNEMİ SERMAYE PİYASASI

Türkiye tam anlamı ile çağdaş bir ülke durumuna gelmek için kendisini bağlayan tüm kayıtları yırtıp atmış ve halifeliği kaldırarak laik bir devlet olmuştur. Cumhuriyetin ilanı, ülkenin yönetimi üzerinde olduğu gibi maliye yöntemi üzerinde de aydınlatıcı etkilerini göstermiştir(24).

(21) BATUMLU, Ragıp, Osmanlı Dönemi Borsa ve Mali Sistemi, BORSA TARİHİ ARAŞTIRMALARI(2), İstanbul 1990, sy.6.

(22) KARSLI, Muharrem, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul 1989, sy.219.

(23) SERMAYE PİYASASI ..., sy.4.

(24) BATUMLU, sy.17.

Cumhuriyetin kuruluş yıllarında ekonomik alt yapının oluşturulmaya çalışıldığına, devletin sanayileşmeye öncülük etmeye çaba harcadığına tanık olmaktayız. Büyük yatırımları gerçekleştirilebilecek özel sermaye birikiminden henüz söz edemeyeceğimiz bu dönemde bunların sanayileşme çabalarına aktarılmasını sağlayacak aracı kurumların gelişmesi için de henüz bir kıpırdanma yoktu. /

Araya giren İkinci Dünya Savaşı Türkiye'nin sanayide ciddi atılımlarını öngören İkinci Beş Yıllık Sanayi Planının uygulanmasını engelleyerek, dolaylı olarak sermaye piyasasının gelişim sürecini de olumsuz yönde etkilemiştir.

1950'li yıllarda bir yandan sanayileşme çabalarında özel sektörün de aktif görevler üstlenmesi dönemi başlatılmış, öte yandan tasarruf ve finansman konuları yavaş yavaş ülke ekonomisine yön verenlerin gündemine gelmeye başlamıştır.

Bu arada, 1936 yılında çıkarılan Türk Parasını Koruma Kanunu döviz üzerindeki işlemler ile yabancı sermayeli ortaklıklar üzerinde yapılan işlemleri engellemiş ve bu kanunun borsanın gelişmesi üzerinde olumsuz etkilerinden de(25) bahsetmekte yarar olduğu görüşündeyiz.

Türkiye'de sermaye piyasasının yasal olarak düzenlenmesi çalışmaları Planlı dönemin başlangıcına rastlayan 1960'lı yılların başında başlamıştır(26).

Ülkemizde sermaye piyasalarının yeniden doğuşu 1960'lı yıllarda Hürriyet tahvilleri ve tasarruf bonoları ile başlar. Tasarruf bonoları tamamen, Hürriyet tahvilleri ise kısmen mecburi tasarruf mahiyetinde olduğu için, kısa zaman sonra bunları alanlar paraya çevirme imkanı aramaya başladılar. Piyasada bazı işbilir kimseler de bunları faiz oranlarına ve vadelerine göre kırarak satın aldılar. Zamanla ara simsarlar da türedi ve bu iş arzuhalcilere kadar indi. Alıcılar, üstüne belli bir kar koyarak bunları parasını değerlendirmek isteyenlere sattılar. Böylece ilk defa ikinci el menkul kıymetler piyasası doğmuş oldu. Bu piyasanın doğuşunun asıl önemli nedeni, birinci el olarak devletçe çıkarılan tasarruf bonolarının faiz oranlarının cari piyasa faizinin çok altında oluşu idi. (%6) Cari faiz oranı ise o günlerde %12'nin üzerindedir. İkinci el alım ve satımlarda fiyat, faiz randımanı %12 olacak şekilde ayarlanıyordu.

Tasarruf bonoları 1980'lerde tamamen piyasadan çekildi. Fakat menkul kıymetler piyasası artık kurulmuştu. Başlangıçta halka açık olarak kurulan, ya da sonradan halka açılan şirketler başarı kazanıp güçlendikçe, bunların hisse senetleri piyasada aynı esnaf tarafından alınıp satılmaya başlandı.

(25) YASAMAN, sy.15.

(26) SAĞCAN, Mustafa, Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir 1987, sy.14.

Bu arada Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın da hisse senedi piyasasının oluşmasına katkısını unutmamak gerekir. Bu banka, kuruluşta iştirak ettiği ve dış kredi sağladığı şirketler kuruluş dönemi tamamlanıp kara geçtikten sonra, portföyündeki hisse senetlerini primli fakat makul bir fiyatla halka satmak suretiyle hem sermaye piyasasına kaynak sağlamış, hem de zaman zaman likidite ettiği fonlarla yeni kuruluşları desteklemiş ve kendisi de kar sağlamıştır(27).

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasası yeniden düzenlenirken Menkul Kıymetler Borsası'na yeni bir şekil ve içerik verilmek istenmiş ve 1929 tarih ve 1447 Sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu yürürlükten kaldırılmış, bunun yerine 6.10.1983 gün ve KHK/91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname getirilmiştir. Kısa bir çerçeve yasası olan bu düzenleme ile borsaya yeni bir hareket ve canlılık kazandırılmak istenmiş ve bu amaçla Sermaye Piyasası Kurulu bu konuda ciddi çalışmalara girmiştir(28).

Türk hukuk literatüründe menkul kıymet kavramının geniş bir muhtevaya sahip ilk kanuni tarifi 30 Temmuz 1981 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu'nda görülmektedir(29).

Dördüncü Kısım

ULUSLARARASI SEÇİLMİŞ SERMAYE PİYASALARINDAN ÖRNEKLER

I - PARİS BORSASI

Fransa'da borsanın kuruluşu her yerde olduğu gibi, ülkenin geçirdiği çeşitli ekonomik gelişmeleri izlemiş ve hükümetin buradaki rolü borsanın gelişmesinden çok, kurma ve düzenleme ile sınırlı kalmıştır. Fransa'da borsaya benzeyen bir teşkilat hakkındaki ilk buyruk, 1304 yılında Kral Phillippe de Bel tarafından çıkarılmış ve Paris'de alış-veriş pazarı olarak bugün "Pont de Change" adıyla tanınan köprüyü belirleyip buradan başka yerde alınıp satılacak mallara zor alım uygulanması emredilmiştir. Ondan sonra yine aynı Kral tarafından iki buyruk çıkarılarak işlemlere diğer bazı sınırlamalar getirilmiştir.

(27) SERMAYE PİYASASI ..., sy.5.

(28) 6.10.1983 tarihli KHK/91 Sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkındaki Kanun Hükmünde Kararname.

(29) ÜNAL, O.Kürşat, Menkul Kıymetler, Ankara 1988, sy.17.

1724 yılında Paris Borsası, şimdiki Ulusal Kütüphane'nin bulunduğu "Vivienne" sokağında kurulmuştur. Sözü edilen yıl içinde yayınlanan bir yasa, poliçe, emre yazılı senet gibi dolaşabilen ticari kağıtlar ile mal ve eşya alım-satımı işlemleri yapmak üzere Paris'te bir borsa kurulmasını buyuruyordu.

O zamana kadar yayınlanan yasalar, tüzükler ve buyrultular, salt hazineye gelir sağlamak amacını izlemiş iken, bu son yasa, gerçek bir borsa yasası biçiminde çıktı. Bundan sonra 1801, 1802, 1807, 1816 yıllarında yayınlanmış olan yasalar ve tüzükler 1795 yasasının çerçevesi içinde kalmakla beraber Paris ve taşra borsaları ile ticaret piyasalarının bağlı olduğu esasları birer birer güçlendirip düzene koymuştur.

II - VIYANA BORSASI

Avusturya'da ilk borsa, 1755 yılında Trieste'de açılan Ticaret Borsası olmuştur. Viyana'da ise, 1762 yılından beri herkese açık bir borsa kurulması girişimi sonuçsuz kaldıktan sonra, ancak 1771 yılında İmparatoriçe Marie Therese'in buyruğu ile Viyana'da bir borsa açılmıştır.

Viyana Borsası'nın tarihi, her biri yeni bir yasaya dayanan üç döneme ayrılabilir; 1771 yasası, bütün Avusturya piyasalarının aslını oluşturur ki, bununla Avusturya'da ilk kez kambiyo satışları ve bütün senetlerin alım-satım biçimleri düzene konmuştur. Bu yasa gereğince hükümet tarafından atanıp Aşağı Avusturya Genel Valisi'ne bağlı olan bir komiser, borsayı gözetim altında tutmak ve tüm işlemleri denetlemekle görevli idi. Aynı yasa ile Borsa Acentaları memur sayılmış ve işlemlerini yalnız borsa içinde yapmakla zorunlu kılınmışlardı. Senetler ve tüm hisselerin dolaşımı 19. yüzyılın başlarında epeyce işlem yaratmışsa da, gerçek fiyatları gösteren resmi cetvel üzerinde yine nispeten az sayıda hisse senedi adı görülürdü.

İkinci dönem 1854 yasası ile başlar. Bu yasa, resmi imparatorluk borsası durumundaki Viyana Borsası'na yeni bir düzen vermiş ve borsa işlemleri ile daha çok uğraşmaya başlamış olan ticaret çevrelerine geniş bir çalışma alanı açmıştır. 1863 yılında yayınlanan bir yasa ile ticaret borsa dışında yapılırsa bile hisse senetleri üzerinde yapılan işlemlerin hepsini borsa işlemleri içine alınması sağlandı ve borsa kuruluna, bu işlemlerden doğan anlaşmazlıklarda hakem olarak karar alma yetkisini verdi. Bu yasa, sonradan yayınlanan 1895, 1896 ve 1903 yasaları ile tamamlandı.

III - ZÜRİH BORSASI

İsviçre'de kambiyo için borsa yoktur. İşlemler, sadece serbest piyasada ve doğrudan doğruya bankalar arasında yapılmaktadır. Alınan emirler, komisyonuz olarak, emrin alındığı dakikadaki fiyat üzerinden yerine getirilir. İsviçre Frank'ı karşılığı vadeli işlemler son derece sınırlıdır. Tersine, yabancı kambiyo üzerine pek çok işlem yapılır. Bu hususlarda esas alınan fiyatlar, Londra piyasasının fiyatlarıdır. İsviçre'de kambiyo ticareti hükümet tarafından hiç bir kayıt ve koşula tabi tutulmamıştır. İskonto hesapları Paris'de olduğu gibidir. Yani, yabancı ülkeye ait olan resmi fiyat dikkate alınır(30).

1885 yılından beri yürürlükte olup tüm İsviçre'yi kapsayan Tahviller Yasası "Oyun"dan doğan bir borcun veyahut "Oyun ve Bahis" niteliğinde bulunan her türlü anlaşmanın hisse senedi üzerine olamayacağını kabul etmiştir(Md.52). Böyle olmakla beraber fark ödenmesi sureti ile sonuçlandırılan vadeli işlemler meşrudur(31).

IV - NEW YORK BORSASI

New York Borsası'nın kuruluşunun başlangıcını, Kuzey Amerika'nın İngiltere'ye karşı açtığı bağımsızlık savaşları dolayısıyla aldığı borçların ödenmesi için, Filadelfiya'da Kuzey Amerika ve New York bankalarını kurarak, Birleşik Hükümetler Kongresi'nin, yapılmasını emreylediği borçlanma dönemine bağlamak gerekir. 1792 yılında "Wall Street"de 22 numarada hisse senetleri ve diğer menkul kıymet satışı için açılmış bir yer vardı ki, temeli, bugün aynı sokakta 60 numaralı binanın bulunduğu yerdeki bir ağacın altında toplanan yirmi beş sarrafın yaptıkları işlemlerden yüzde bir çeyrek komisyon almaya ve işlemleri aralarında yapmayı tercih ettiklerine dair verdikleri kararla atılmıştır.

1812 yılında İngiltere'ye karşı açılan savaş ve Amerika limanlarının ablukası bir çok spekülasyon işlemlerine ve ülkede büyük bir yoksulluğun ortaya çıkmasına neden olmuş iken, savaş harcamalarına karşılık olmak üzere hükümetin piyasaya bir de 16 milyonluk hazine bonusu ile 109 milyonluk borçlanma senedi çıkarması mali durumu zorlaştırmıştı. Bu zor zamanların yarattığı etkilerden ders alan bankerler, 1817 yılında birleşerek "New York Stock Exchange Bureau" adı ile bir borsa derneği oluşturup alıcı ve satıcıların adlarının gizli tutulmasına karar verdiler. 1820 yılında "Stock Exchange" örgütü yeniden gözden geçirildi ve yedi yıl sonra da Borsa'ya maddi varlık verilerek bir bina tutuldu(32).

(30) BATUMLU, sy.212.

(31) BATUMLU, sy.229.

(32) BATUMLU, sy.7-139.

Dünyanın en önemli hisse senedi ve tahvil borsası New York Borsası'dır. Amerikalılar kendi borsalarına "Wall Street" derler. Wall Street, borsa binasının, en önemli bankaların, tröstlerin bulunduğu büyük bir caddenin adıdır. Bu suretle sokağın adı borsaya simge olmuştur. Menkul Kıymetler Borsası'nın yakınında bir tahıl borsası vardır. Bundan başka sırasıyla, madenler, şeker, kahve, petrol ve daha başka mallar için de borsalar vardır.

Borsa kendi kurallarının tümüyle uygulanmasına son derece dikkat eder ve özen gösterir. Hilesi görülen üye hemen borsadan çıkarılır. Tüzüğe aykırı her hareket hile sayılır.

Borsaya kayıt ve tescil olunmayan hisse senetleri ve tahviller üzerine hiç bir işlem yapılmaz. Hisse senetleri ve tahvillerin kabulü Avrupa borsalarında olduğu gibi bazı kayıtlara ve koşullara tabidir. Herhangi bir şirket kendi hisse senetlerini borsaya tescil ettirmek istediği takdirde, borsanın beş kişiden oluşan kayıt ve tescil Kurulu'na şirketin mali durumu, hisse senetlerinin sayısı, geliri v.s. hakkında bir rapor vermek zorundadır. Bu Kurul'un vereceği karar, borsa Müdürler Kurulu'nun oluru alındıktan sonra uygulanabilir.

New York Borsası'nda Amerika Birleşik Devletleri'nin tüm hisse senetleri ve tahvilleri alınıp satıldığı için borsanın üyeleri de bu mahalli devletlerin her birinin halkından olabilirler.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE`DE SERMAYE PİYASASI KURUMLARI, ARAÇLARI VE ÖZELLEŞTİRME

Birinci Kısım

TÜRKİYE`DE SERMAYE PİYASASI KURUMLARI

I - GENEL OLARAK

Miktarı belirli parayı veya menkul bir kıymeti hedef almak üzere çıkarılan kıymetli kağıtlara hisse senedi ve tahvil adı verilir ki, bunların başlıcaları hisseler, hisse senetleri, tahviller, kurucu hisse senetleridir. Bunlar hükümet veya il idareleri veyahut sınai, ticari veya mali şirketler tarafından dolaşıma çıkarılırlar. Bunların mülkiyeti gerek teslim etme ve teslim alma ve gerek satış ve devir suretiyle bir kişiden ötekine geçer.

Hisse senetleri ve tahvillerin esası, pek eski zamanlara; İbraniler, Yunanlılar, Romalılar dönemine kadar gider. Ancak, bunların önemli surette genişlemesi, büyük teşebbüslerin hızla gelişmeye başladığı, hükümetlerin vazgeçilmez acele ihtiyaçları için kolay borçlanmalar yapmayı başarabildikleri son yüzyıla rastlar.

Bu hisse senetleri ve tahviller sayesinde ki, sermaye sahibi kişiler sermaye ve parasının tümünü yalnız bir işe bağlamak zorunda kalmaksızın istediği miktar sermaye ile herhangi sınai ve ticari bir işe katılarak bundan yararlanabiliyorlar.

Hisse senetleri ve tahvillerin en önemli yararı, gerçek değerlerinin her zaman bilinerek istenildiğinde borsada paraya çevrilebilmeleridir. Hisse senetleri ve tahvillerin değerlerinin her zaman bilinmesi sayesinde ki, borsa işlemleriyle hiç ilgilenmeyen kişiler bile bunları bazen gerçek değerleri üzerinden satmayı veya gerektiğinde teminat göstererek borç para almayı başarabilirler.

Hisse senetleri ve tahviller, bunları dolaşıma koyanlarla alanlar arasında mevcut koşullara göre ikiye ayrılır ki, birine, sabit gelirli hisse senetleri ve tahviller ve ötekine değişen gelirli hisse senetleri ve tahviller adı verilir(33).

Türkiye'de sermaye piyasasında faaliyet gösterebilecek olan Yardımcı Kuruluşlar Sermaye Piyasası Kanunu'nun 30. maddesinde yerini bulmuştur. Bu Kanuna göre faaliyette bulunabilecek Yardımcı Kuruluşlar şöyle tanımlanmıştır:

- Aracı Kurumlar,
- Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları,
- Menkul Kıymetler Yatırım Fonu.

Bu arada Bankalar ile 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu'na göre borsalarda faaliyette bulunanların haklarının saklı olduğu da belirtilmiştir(34).

II - ARACI KURULUŞLAR

1 - BANKALAR

A - Bankaların Aracı Kurum Olarak Çalışmalarının Olumlu Yönleri

Önceki bölümde de değindiğimiz gibi bankaların aracı kurum olarak çalışmalarında tarihlerinden gelen bir üstünlükleri sözkonusudur. Bankaların sermaye piyasalarındaki bu tarihsel avantajı yalnızca Türkiye için söz konusu değildir. Mali piyasalar içinde sermaye piyasalarının bankacılık kesiminden sonra gelişmeye başladığı her ülke için aynı durumdan bahsedilebilir. ABD ve Japonya gibi, mali piyasalarının bankacılık ve sermaye piyasası işlemlerinin ayrımı ilkesine göre örgütlendiği ülkelerde bile, başlangıçta aynı olgunun varlığından söz edilebilir. Ancak, anılan ülkelerde, düzenleyici otoriteler bir seçim yaparak bankaları tarihsel avantajlarına karşın, sermaye piyasası faaliyetlerinin dışında tutmayı seçmişlerdir.

Bankalar, ellerindeki parayı saklarken bunu güvenli bir biçimde gerçekleştirmek ve bu paradan kazanç sağlamak isteyenlerle, borç para almak isteyenler arasında aracılık görevini üstlenen kurumlardır.

Bankaların müşterilerinin paralarını kabul etme faaliyetine mevduat işlemi, borç para isteyenlere para vermesine de kredi işlemi denilmektedir.

(33) BATUMLU, sy.237.

(34) DPT, Ekonomik İstikrar Tedbirleri-3, Nisan 1982, sy.78.

Ekonomik açıdan kredi işlemleri daha önemli fonksiyonlara sahiptir. Ancak mevduatlarda kredilerin kaynağını oluşturduğu için önem taşımaktadır.

Kredi kelimesi itimat, güvenmek veya inanmak anlamlarını taşımaktadır. Krediler, bankalar tarafından güvenilen kişilere ileride geri ödemek koşuluyla belirli bir faiz karşılığında verilen para veya satın alma gücü olarak tanımlanabilir(35).

Türkiye'de ise düzenleyici otoritelerin bu seçme hakkını tamamen tersi bir yönde kullanmış oldukları ilgili mevzuattan çıkarılabilmektedir. 1981 yılında kabul edilen 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun gerekçesinde bankaların mali piyasalarda birer güven müessesesi oldukları vurgulanmaktadır. Bu vesile ile, Kanun, sermaye piyasalarının sağlıklı gelişmesi için bankaların bu alana girmelerine olanak tanımıştır. Böylece bankaların yukarıda değinilen tarihsel avantajlarını değerlendirebilmelerinin yolu açılmıştır.

Yine anılan Kanun ile bankalara, menkul kıymetler yatırım fonu kurmak konusunda da bir ayrıcalık tanınmıştır.

Bankaların sermaye piyasalarındaki bu imtiyazlı ve avantajlı konumu, ilgili mevzuatın, banka dışı mali aracı kuruluşlar ile ilgili hükümleriyle de güçlenmektedir.

Bu arada bankaların Türk Mali Piyasalarındaki rolleri üzerinde de durmakta fayda olacağı kanaatindeyiz.

Mali piyasalar ile ilgili mevzuata göre Türkiye'de bankalar;

- Mevduat toplayıp, kredi açabilmekte,
- Menkul kıymetlerde aracılık yüklenimi yapabilmekte ve menkul kıymetleri pazarlayabilmekte,
- İkincil menkul kıymet piyasalarında işlem yapabilmekte,
- Menkul kıymetler yatırım fonu kurup, yönetebilmekte,
- Bireysel menkul kıymetler portföyü işletmeciliği yapabilmekte,
- Yatırım danışmanlığı yapabilmekte,
- Kendi adlarına menkul kıymetler portföyü kurup, işletebilmekte,
- Mali ve mali olmayan kuruluşlara iştirak edebilmektedirler.

Bu kapsamlı faaliyet listesi, bir önceki bölümde değinilen konuları somutlaştırmaktadır. Yalnızca sermaye piyasalarında aracılık faaliyetinde bulunan kuruluşların güçlü olmamaları, bankaların sermaye piyasası alanında etkin bir rekabetle karşılaşmalarını önlemektedir. Bu durum sermaye piyasasındaki gelişmelerin de bankacılık kesimindeki rekabet dinamiği ile açıklanması gerektiğini düşündürmektedir.

Bankaların sermaye piyasalarındaki bu üstünlükleri yanında, bankaların bu piyasadan yeterince yararlanmadığı hakkında görüşler de vardır. Bankaların işlevleri yanında esas olgunun para kazanmak olduğu şeklinde kendisini gösteren bu görüşlere yer vermenin doğru olacağı kanaatindeyiz.

Bankalar üç şekilde para kazanırlar:

- Para alıp satmak, ki ülkemizde enflasyon olgusuyla beraber topladığı tasarrufları sanayiye ucuz bir şekilde aktarması şansı yoktur. Genel idare masraflarının da yüksekliği göz önüne alınırsa bankaların para ticaretinden para kazanmaları ihtimali zayıftır.
- Dış ticaret bankacılığı; bu piyasayı yabancı bankalarla paylaşmak durumunda olan Türk Bankacılığı kendisine bu sahada rant yaratmanın güçlüğü içindedir.
- İtibar ticareti (teminat mektubu ticareti); Dış ülkelere yönelik teminat mektubu temininde risk faktörü ağır basmaktadır. İç piyasaya dönük teminat mektubu sağlanmasında da büyüme sürecinin başlangıcında olduğumuz için yüksek rantlar sağlamak ihtimali düşüktür.

Bu durumda bankacılık sektörü kendisini ayakta tutacak yeni rant sahaları aramak durumundadır.

Bankacılık sektörünü ayakta tutacak yeni rant sahaları bankaların sermaye işlemlerinden aracılık vasıtasıyla kazanılan komisyon gelirleri olacaktır. Bu gelirlerin boyutu sermaye piyasalarının gelişmesi, çeşitliliği ve büyümesi ile doğrudan orantılıdır. Bugün Türk toplumunun refahını yükseltmek ve yaşam düzeyini iyileştirmenin yolu kesinlikle sanayileşmekten geçmektedir. Sanayileşme bir müesseseler demetidir. Gelişmiş ve etkin bir sermaye piyasası bu müesseseler demetinin en önemli unsuru olup, araç ve kurumları ile refahın tabana yayılması, müteşebbislere düşük maliyetli fon yaratılması ve bu işlemlere aracılık faaliyetleri ile yeni gelir ve iş sahalarının oluşması olgularıyla Türk toplumunun günlük hayatını yakından ilgilendiren bir konuma gelmelidir.

Türkiye'de işlem gören menkul kıymetlerin tasarrufçular ve yatırımcılar tarafından birbirine satılıp-alındığı ikinci el piyasalarda işlem hacmi 1991 sonunda 326.5 trilyon TL. olarak gerçekleşmiştir. Bu ticarete aracılık eden sermaye piyasası kuruluşlarının 1991 sonunda adedi 172'dir. Bunun 60 adedini bankalar, 112 adedini de aracı kurumlar oluşturmaktadır.

Genelde ikinci piyasa işlemlerinin % 90'ı bankalar, % 10'u ise aracı kurumlar tarafından yapıldığı halde, hisse senedi alım-satımındaki aracılığın % 27'si bankalar, % 73'ü ise aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır. Bankalar kamu kesimi menkul kıymetlerinin aracılığına önem vermiş, hisse senedi operasyonlarında ise aracılık hizmetlerini 112 aracı kuruma bırakmıştır(36).

Bankaların sermaye piyasasındaki paylarının yeterli görülmediği ve bu payın artırılması için çalışmalar yapılması gerektiği savunulmaktadır. Bankaların bir aracı kurum olarak çalışmalarının yukarıda sayılan olumlu yönleri yanında, bunu olumsuz gören görüşler de mevcuttur.

B - Bankaların aracı Kurum Olarak Çalışmalarının Olumsuz Yönleri

Bilindiği üzere Mali piyasa üçe ayrılmaktadır; Para Piyasası, Sermaye Piyasası ve Kambiyo Piyasasıdır.

Mali kurumların hesaplarında her an çift yönlü ve yoğun bir likidite akımı vardır(37). Mali piyasada en büyük kuruluşlar bankalar olduğundan dolayı bu piyasadan en büyük payı almak istemeleri de doğaldır. Bankaların kısa dönemli sorunu, likiditedir. Uzun dönemli sorunu ise fon kullanım riskinin sınırlanması ve kar maksimizasyonudur(38).

Bankalar, sermaye piyasasını iyi tanırlar ve firmaların gerçek durumlarını öğrenebilirler. Bankalar ellerindeki serbest fonların bir kısmını devlet ve özel sektör tahvillerine yatırırlar.

Hisse senedi işlem hacminde 1991 sonundaki duruma göre ilk 10 aracı kurum tüm piyasada % 25 paya sahiptir. Daha sonraki 20 aracı kurumun herbiri % 1 paya sahiptir. Geri kalan 140'dan fazla aracı kurum kalan % 55'lik piyasadan çok küçük oranlarda pay almaktadırlar(39).

Bu kadar dar bir piyasada asıl işi şirketlere kredi sağlamak ve halkın mevduatına uygun faiz vermek olan bankaların, kendi alanlarına çekilmeleri ve sermaye piyasalarında bir aracı kurum gibi rol almamaları genel bir istek olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu arada yatırım fonları kurma imtiyazının da sadece bankalara verilmesi de ayrı bir rahatsızlık nedeni olmaktadır.

(36) KARAHAN, Hakan, "Menkul Kıymetler Borsasının Türk Ekonomisindeki Yeri" hakkındaki Seminare sunulan tebliğ, İstanbul 1982, sy.20.

(37) ERGİN, Feridun, Kredi Sistemi, İstanbul 1988, sy.39.

(38) ERGİN, sy.120.

(39) KARAHAN, sy.20.

Ayrıca, kamu sektörünün para ve sermaye piyasalarında kalabalıklaşma meydana getirmek suretiyle faiz oranlarını yükseltmesi, fon aktarma maliyetinin yüksekliği nedeniyle reel kredi faizlerinin yükselmesine neden olmaktadır. Kredi faizlerinin yüksekliği ise enflasyonu etkilemektedir(40) şeklinde görüşler de mevcuttur.

Sermaye piyasası içinde büyük bir ağırlığa sahip olan bankaların, bu ağırlıklarının kaldırılması istenmekte, bu arada kendi iştiraklerinin bilançoları üzerinde önceden bilgi sahibi olan bankaların, insider-trading(içerinden bilgi alma) yolu ile hisse senedinin fiyatı üzerinde karar vererek piyasanın şeffaflığını bozduğu yönünde bazı eleştiriler de getirilmektedir. İleride ele alacağımız pratikten örnekler bölümünde bu konuda daha ayrıntılı bilgi verilecektir.

2 - ARACI KURUMLAR

14.1.1993 tarihli 21465 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği'ne göre, aracı kuruluşların, aracılık kapsamında olmak üzere yapabilecekleri faaliyetler;

- Sermaye piyasası araçlarının halka arzına aracılık,
- Sermaye piyasası araçlarının ikinci el piyasada alım satımına aracılık,
- Müşteri portföyü yönetimi,
- Yatırım danışmanlığı,
- Menkul kıymetlerin geri alım satım taahhütü ile alım satımını içerir.

Aracılık faaliyetini yürütecek olan kuruluşlar yukarıda sayılan faaliyetlerden en az biri için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurmak zorundadır.

Aracı kurumların faaliyet konusuna göre, yönetmelikte öngörülen şartları yerine getirip her bir faaliyet konusu için Kuruldan izin almaları gerekir. Faaliyet izni alması uygun görülen aracı kurumlara icra edecekleri sermaye piyasası faaliyetini gösteren "Yetki Belgesi" verilir.

Aracı kurumların kurulmalarına Kurul tarafından izin verilebilmesi için;

- Anonim ortaklık şeklinde kurulmuş olmaları,
- Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,

(40) TÜSİAD, "İstikrarlı Kalkınma ve Yeniden Sanayileşme İçin Ekonomik Çözümler", İstanbul Temmuz 1989, sy.50.

- Sermayelerinin yapacakları aracılık faaliyetlerinin türüne göre 14.1.1993 tarihinde 21465 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği'nde belirtilen miktardan az olmaması,
- Esas sözleşmelerinin Kanun hükümlerine ve Kurul düzenlemelerine uygun olması,
- Kurucuların müflis olmadığına veya yüz kızzartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığına tespiti gereklidir(41).

A - Aracı Kurumların Yapabilecekleri İşlemler

Sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılıkta bulunacak aracı kurumların;

- Ödenmiş sermayelerinin en az 5 milyar TL. olması(daha sonra yükseltildi),
- Elverişli mekan, teknik donanımın yanısıra yeterli sayı ve nitelikte personeli sağlamış bulunmaları gereklidir.

Halka arza aracılıkta bulunacak aracı kurumların;

- Ödenmiş sermayelerinin en az 10 milyar TL. olması,
- İlgili birimde yüksek öğrenim görmüş, sermaye piyasası, mali tahlil, işletme ve finansman konularında mesleki tecrübesi bulunan bir kadro oluşturmaları,
- Yeterli mekan, yeterli sayı ve nitelikte eleman ve organizasyon ile teknik donanımı sağlamış olmaları gerekmektedir.

Aracı kurumlar, halka arza aracılık edebilir, alım satım aracılığı faaliyetinde bulunabilir, yurtdışı piyasa işlemlerinde aracılık yapabilir, müşteri portföyü yönetimi faaliyetinde bulunabilir, yatırım danışmanlığı hizmetlerinde bulunabilir, repo ve ters repo işlemleri yapabilirler.

Aracı kuruluşlar, faaliyet konularıyla ilgili olarak yapacakları sözleşmeler çerçevesinde, müşteri nam ve hesabına, kendilerine emaneten bırakılan sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz, temettü vb. gelirlerinin tahsili, ödenmesi, opsiyon hakları ile hisse senetlerinden doğan oy haklarının kullanılması veya sadece saklanması hizmetlerini de verebilirler.

Ayrıca, Kurulun isteği ile, ortaklığın ve tasarruf sahiplerinin haklarını korumak amacıyla yeni pay alma haklarının kullandırılmasına aracılık yapabilirler.

(41) SPK., Md.33.

B - Aracı Kurumların Yapamayacakları İşlemler

Bankalar ve aracı kurumlar;

- Sermaye piyasası araçlarının, normal getirilerinin üzerinde bir getiri sağlayacağı yolunda herhangi bir yazılı veya sözlü taahütte bulunamazlar.
- Müşterilerini veya kamuoyunu yanıltıcı bilgileri içeren herhangi bir ilan, reklam ile diğer yazılı ve sözlü açıklamalarda bulunamazlar.
- Sermaye piyasası araçlarının vadesi gelmemiş kuponlarını, senetlerinden ayrı olarak alıp satamazlar.
- Yanlarında çalıştırdıkları kişilerin aracı kuruluşun imkanlarından yararlanmak suretiyle kendi nam ve hesaplarına işlem yapmalarına olanak sağlayamazlar.
- İhraç ettikleri hisse senetlerini kendi nam ve hesaplarına alıp satamazlar.
- Yetkileri çerçevesinde emanet ve saklamaya aldıkları sermaye piyasası araçlarını, fiziken merkez veya şubeleri saklamaya yetkili diğer aracı kuruluşlar ile takas ve saklama merkezi dışında bir yerde tutamazlar.
- Emanet ve saklama amacı ile uhdelerinde bulunan sermaye piyasası araçları ve nakit üzerinde, hak ve yetkileri olmaksızın kendileri veya üçüncü şahıslar lehine herhangi bir tasarrufta bulunamazlar.
- Sermaye piyasası aracının fiyatının, yapay olarak yükseltilmesi, düşürülmesi, belli bir seviyede tutulması vb. amaçlarla:
 - * Sermaye piyasası aracının mülkiyetinde gerçek anlamda değişme yaratmayan alım - satım işlemi yapamazlar.
 - * Sürekli olarak kendisiyle veya aynı kişilerle, aynı miktar ve tutarda, ve aynı fiyattan sermaye piyasası aracı alım - satımında bulunamazlar.
 - * Yapay fiyat veya pazar oluşturacak, yatırım kararlarını etkileyecek asılsız, yanlış, yanıltıcı veya yetersiz beyan, açıklama ve öngöründe bulunamazlar.

* Müşterilerinin piyasa hakkındaki tecrübe ve bilgisizliklerinden yararlanıp bunların alım satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlayamazlar ve komisyon gelirlerini arttırmak amacıyla müşterilerin gereksiz alım satım yapmalarına ortam hazırlayamazlar.

* Yasaklanan fiil ve işlemlerin, kendileri dışında üçüncü şahıslar tarafından gerçekleştirilmesine herhangi bir şekilde yardımcı olamazlar.

Sadece aracı kurumlar için yukarıda sayılan faaliyetlere ek olarak şunların da yapılması yasaktır:

- Aracılık amacıyla alıp sattıkları belgelere ilişkin olarak kendi mali taahhütlerini tazammun eden (öngören) evrak çıkaramazlar ve üçüncü şahıslara veremezler.
- Mali taahhütlerini tazammun eden belge (tahvil dahil) ihdas edip halka arz edemez ve bunların alım satımında bulunamazlar.
- Aracılık faaliyetleri yanısıra hiçbir ticari, sınai ve zirai faaliyette bulunamazlar.
- Mevduat toplayamazlar, mevduat toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar, altın ve döviz işlemleri ile uğraşamazlar, ödünç para verme işleriyle iştigal edemezler.
- İlgili mevzuatta belirtilmedikçe bir başka şirkete iştirakte bulunamazlar.
- Kendi hisse senetlerini temsil eden depo edilen menkul kıymet sertifikaları ihraç edemezler(42).

3 - YATIRIM ORTAKLIKLARI

Yatırımda bulunmak isteyen tasarruf sahibi rizikosuz veya az rizikolu, en iyi verimi sağlayan ve gerektiğinde en az zararlar veya en fazla karla elden çıkarabileceği yatırımlara veya değerlere yönelmek ister. Ancak, tasarruf sahibinin tek başına ne bilgi ve tecrübesi buna yeterlidir, ne de yeterli araştırma ve işlemleri yapacak zamanı vardır.

Öte yandan küçük tasarruflar tek başlarına fazla önem taşımaz ve verimli bir alana yatırılabilmesi, bir araya getirilmedikleri sürece, her zaman mümkün olmaz. Dolayısıyla, küçük tasarruf sahiplerine ait birikimlerin emin ve verimli bir şekilde

(42) SERMAYE PİYASASI ..., sy.23.

yatırımlara yönettirebilmesi, devamlı izlenebilmesi, tasarruf sahiplerine yeterli bilgi ulaştırılabilmesi ve buna bağlı diğer hizmetlerin görülebilmesi, bu konularda uzmanlaşmış, bazı teminatları beraberinde getiren, gerekli kadroya sahip kuruluşlarla gerçekleştirilebilir(43).

Bir uzmanın bilgisinden yararlanmak da her zaman mümkün olmaz. Ayrıca, bir uzman danışmanın da kendisine danışan hemen herkese tavsiye ettiği belli kalburüstü menkul kıymetler vardır. Böylece belli tip portföyler meydana gelir(44).

İşte yatırım kuruluşları veya ortaklıkları bu ihtiyaçları karşılamak üzere ortaya çıkmışlardır. Bu tür kolektif yatırım kuruluşlarının esası; uzmanlar eliyle oluşturulacak ve uzmanlar eliyle yönetilecek bir büyük portföye küçük tasarruf sahipleri ortak edilerek, hem onların uzmanlık hizmetlerinden yararlandırmak, hem de herkes için aynı tip portföyü defalarca tekrarlamamanın anlamsızlığını gidermiştir. Yine portföyden azami randıman sağlamak ve portföyün riskini enaza indirmek de yatırım kuruluşlarının işlevleri içindedir(45).

2499 sayılı yasa ile değişik 3794 sayılı yasanın 35. maddesine göre Yatırım Ortaklıklarının tanımı şöyledir: Sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim şirketlerdir. Bu portföyler, bağımsız unsurlardan oluşacağı gibi karma da olabilir.

Yatırım Ortaklıkları, ulusal borsalarda olduğu gibi uluslararası borsalarda veya borsa dışı örgütlenmiş piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü oluşturabilirler.

Yatırım Ortaklıkları, pay senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemazler. Ana sözleşmelerinde hüküm olmak koşuluyla, portföy değerinin en az %25'ini devamlı olarak, özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Teşebbüsleri (K.İ.T.) dahil olmak üzere Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların pay senetlerine yatırmış, "Yatırım Ortaklıkları A tipi Ortaklık" olarak adlandırılırlar.

(43) AYTAÇ, Zühtü, "Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi Seminerine sunulan tebliğ, İstanbul 1984, sy.3.

(44) KARSLI, Muharrem, "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", PARA VE SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, Eylül 1986, sy.38.

(45) SAĞCAN, sy,20.

Yatırım ortaklıklarının birikimcilere sağladığı hizmetler şöyle ifade edilebilir:

- Portföy çeşitlendirmesi yaparak küçük birikimcilerin riskini azaltmak,
- Bilinçli bir biçimde ortaklık portföyünü oluşturmak ve gerektiğinde değişiklikler yapmak,
- Taşınır değerler, finansal piyasalar, kurumlara, ortaklıklara ilişkin bilgileri sürekli olarak izlemek ve sonuçlarına göre gerekli önlemleri almak,
- Portföy değerini korumaya ve arttırmaya ilişkin araştırmalar yapmak ve gerekli önlemleri almak,
- Danışmanlık giderlerini en az düzeye indirmek,

Sistemin önemli bir halkasını oluşturan yatırım ortaklıklarının Türkiye'deki gelişimi hızlı olmamıştır. Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunabilmek için yatırım ortaklıklarının S.P.K. 35. maddesi hükümlerine göre S.P.Kurulu'na olumlu görüş almak üzere başvurması zorunludur(46).

4 - YATIRIM FONLARI

Yatırım fonları ortaklığı oluşturan kişiler arasında yapılmış bir anlaşma niteliğindedir. Finans dünyasının yatırım kurumlarından biri olarak kabul ettiği yatırım fonları ilk kez 1868 yılında Londra'da kurulmuştur. Yatırım fonlarının hızla ilerlediği ülkelerin başında Amerika ve ikincisinin de Japonya olduğunu görmekteyiz. Amerika'daki gelişimin başlangıcı 1919 ve 1920'li yıllardır(47).

Ülkemizde ise sermaye piyasası kuruluş çalışmalarının yapılmaya başlandığı 1965'li yıllardan sonra, planlı kalkınma dönemine girildiğinde, yalnızca adından söz edilmeye başlanmıştır. 1982 yılına gelindiğinde 2499 sayılı sermaye piyasası Kanununun 30. maddesinde "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu" Sermaye piyasasının bir yardımcı kuruluşu olarak yer almıştır.

(46) RODOPLU, Gültekin, Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, İstanbul 1993, sy.84.

(47) KEYDER, Beysan, Teşekkül Edecek Sermaye Piyasasının Mali Aracı Müesseselerimiz ve Yatırım Strüktürünün Tahlili, İTO Yayınları Sermaye Piyasasının Teşekkülü ve Menkul Kıymetler Kambiyo Borsasının Rolü, İstanbul 1968, sy.87.

Bu yatırım kurumları "güven (itimat) birliği" veya "yatırım birliği" diğer bir deyişle taşınır değerlerin bir güvenilir ele yalnızca yönetilmek üzere emanet edilmesi olarak da tanımlanmaktadır. Çeşitli şirketlerin paylarına sahip olup, bunları kendi çıkaracakları belgelerle değerlendiren ve bu belgeleri doğrudan doğruya küçük birikimlere satan kuruluşlar veya girişimciler olarak kabul edilmektedir.

Yatırım kurumlarının Yasal düzenlenme biçimi ortaklık anasözleşmesi biçiminde olmayıp fonu oluşturan bireyler arasından yapılmış bir anlaşmaya dayanmakta ve kurucu kurum fonu güvenilir kişi sıfatı ile yönetir. Bu ortaklık kendi nam ve hesabına çeşitli ortaklıkların taşınır değerlerini alır ve aldığı değerleri işletir.

Bir yatırım fonunda işleyiş yönünden üçlü bir ilişki söz konusudur;

- Fon kurucusu (yönetici),
- Fonun mal varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişi,
- Belge sahipleri.

Uygulamada fon yöneticisi ile fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişinin aynı olduğu gözlenmektedir.

Gerçek ve tüzel kişilerin fondaki ortaklık haklarını gösteren belgelere katılma belgesi adı verilmiştir. Anonim şirketlerdeki hisse senetlerine benzeyen bu belge nama ve hamiline yazılı olabilir ve nitelikleri ile bir tür kıymetli evrak sayılmaktadır(48).

Yatırım fonları açık sonlu veya değişken sermayeli yatırım kurumlarından bir diğeridir. Bu kurumlara ait katılma belgelerinin sermaye pazarlarında alınıp satılmaları söz konusu değildir. Bu fonlara ait katılma belgeleri yalnızca sözü edilen fon tarafından satılır ve alınır. Katılma belgeleri alış ve satış fiyatları piyasadaki sunu ve isteme göre oluşma yerine, fonun o günkü net aktif değerine göre oluşur. Fonun aktifini oluşturan portföy değerinin katılma belgesi sayısına bölünmesi bir katılma belgesinin değerini vermektedir. Katılma belgesindeki değer değişimleri fonun portföyünde bulunan taşınır değerlerin günlük kur değişimlerinden ileri gelmektedir. Katılma belgelerinin fiyatları, fon tarafından hesaplanarak kamuya açıklanır ve alım satım o gün açıklanan fiyat üzerinden yapılır(49).

(48) TUNCER, Selahattin, "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi Seminerine sunulan tebliğ, İstanbul 1984, sy.6.

(49) RODOPLU, sy.90.

S.P.Kanunu'na göre; halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralar, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına "Yatırım Fonu" adı verilir(50).

İkinci Kısım

SERMAYE PİYASASINDA FAALİYET GÖSTEREN ARACI KURUMLARIN DENETİMİ

I - SERMAYE PİYASASI KANUNU YÖNÜNDEN DENETİM

Türkiye'de sermaye piyasasının oluşumunu hazırlayan gelişmeler, piyasanın hukuki düzenini de gündeme getirmekte gecikmemiştir. Gerçi, piyasanın ikinci el bölümü -Osmanlı Devleti'nden intikal eden Menkul Kıymetler Borsası nedeniyle- daha Cumhuriyet'in ilk yıllarında düzenlenmişti(51). Fakat menkul kıymetlerin ihraç ve pazarlamasını kapsayan birinci el bölümü değişik mevzuat birimlerindeki hükümlere göre yürütülmek zorunda idi.

Birinci el sermaye piyasasını kendi hukuki düzenine kavuşturma yolunda ilk önemli çalışma 1962 yılında başlatılmıştır(52). Konuyla yakından ilgili üç kuruluşun işbirliği altında bir çalışma grubu oluşturulmuş ve grubun çalışmaları 1964 yılında yayınlanmıştır(53). Bu çalışmadan hareket eden bir kanun tasarısı 1967 yılında TBMM'ne verilmiştir. Ancak, süresi içinde görüşülemeyerek 1969 yılında kadük olmuştur. Hükümet 1970 yılında aynı konuda bir kanun tasarısı daha vermiştir. Ancak bu tasarı da yasama dönemi içinde görüşülememiş ve kadük olmuştur. R.Poroy'a göre(54), bu tasarıların ilkinde teşvik unsurunun ağır basmasına karşılık, ikincisinde denetim kaygısı ön plana geçmiştir.

(50) SPK., Md.37.

(51) 16.5.1929 tarih ve 1447 Sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu.

(52) Bu konuda tarihi bakımdan ilk çalışma 1953 yılında Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın öncülüğünde gerçekleştirilmiş olup, hazırlanan rapor, "Sınai Teşebbüslerin Finansmanına Hadim Olmak Üzere Bir Sermaye Piyasasının Tesis ve Teşviki Şart ve Usülleri" adını taşımaktadır. (N.EDİZDOĞAN, "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Tarihsel Gelişimi", Bursa İTİA İşletme Fakültesi Dergisi, S.1, Mart 1982, sy.40.

(53) TOBB, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Tedbirler, Ankara 1964.

(54) POROY, Reha, "Türkiye'de Sermaye Piyasası Alanındaki Gelişmelerin Hukuki Veçheleri", Vergi Dışı Kaynakların Mobilizasyonu Seminerine sunulan bildiri, İstanbul 1971, sy.138.

Gerçekten de, denetim sorununun gündeme gelmesiyle birlikte 14.1.1970 tarih ve 1211 S. TC.Merkez Bankası Kanunu da sermaye piyasasını düzenleyen mevzuat arasına katılmıştır. Kanun, Merkez Bankası'na özel kesim teşebbüslerinin çıkaracakları tahvillerin miktar, faiz ve satış şartlarının tesbitine yönelik kararlar alma görevini vermiştir(55). Merkez Bankası, tahvillerle sınırlı olan görevini, çıkarmış olduğu tebliğlerle yerine getirmeye çalışmıştır.

Maliye Bakanlığı 1976 yılında da konuyla ilgili yeni bir kanun tasarısı daha hazırlamışsa da bu tasarı TBMM'ne sunulamamıştır. Nihayet 1981 yılında 28.7.1981 tarih ve 2499 S.SPK'nun kabulü ile birinci el sermaye piyasası hukuki bir bütünlüğe kavuşmuştur.

SPK'nun kabulünden sonra, bu kanunla getirilen sermaye piyasası düzenine uygunluk sağlamak amacıyla ilgili bazı kanunlarda da değişiklik yapılması gerekmiştir. Bu münasebetle, bankerlik kuruluşlarının faaliyetlerini disipline etmek amacıyla 2279 S.Ödünç Para Verme İşleri Kanunu'nda(56) ve Borsa'nın işleyişiyle ilgili olarak da 1447 S.Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu'nda(57) gerekli değişikliklere gidilmiştir.

Yapılan bu çalışmada Sermaye Piyasası Kanunu'nun tamamını ve denetim ile ilgili maddelerini vermekten çok, 13 Mayıs 1992 tarihli 21227 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan değişiklikleri ele almayı uygun gördük.

Buna göre getirilen yeni düzenlemeleri şöyle sıralayabiliriz;

- Yeni SPK ile, yeni borsaların ve teşkilatlanmış diğer piyasaların da teşekkül ettirilebileceği belirtilmiş, Kanunda yer alan bazı deyimlere yenileri eklenmiştir. Bunlar sermaye piyasası araçları, ihraç, halka arz, halka açıklık, ihraççı olarak belirtilmiştir.
- Yeni SPK ile, halka arzlarda izin kaldırılmış, halka arz edilecek sermaye piyasası araçları için Kurula kayıt zorunlu hale getirilmiştir(SPK. Md.4).
- Ayrıca halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının Borsada kote ettirilmesi zorunluluğu kaldırılmıştır(SPK. Md.8).
- Tahvil ve diğer borçlanma senetleri ihracında, asgari ihraç rakamının tespiti için kullanılan mali tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması şartı konmuştur(SPK. Md.13).

(55) 1211 Sayılı Merkez Bankası Kanunu, Md.4, 40.

(56) 11.1.1981 tarih ve 2520 Sayılı kanun ile.

(57) 2.10.1981 tarih ve 2529 sayılı kanun ile.

- Kurulun halka arzda, kayıtlı sermaye sistemine geçişte, ortaklıkların tasfiyesi, birleşmesi ve nevi değiştirmeleri durumlarında bağımsız denetim raporu isteyebileceği ve ayrıca raporlardaki yanıltıcı, yanlış bilgi ve kanaatlerden doğabilecek zararlardan bağımsız denetim kuruluşunu hukuken sorumlu tutabileceği bildirilmiştir(SPK. Md.16).
- Ayrıca Kurulca belirlenecek esaslar dahilinde, ulusal veya uluslararası piyasalarda tedavülü kolaylaştırmak amacıyla depo edilen menkul kıymetlerin verdiği hakları aynen sağlayan, onlara özdeş hamiline yazılı "depo edilen menkul kıymet sertifikaları" çıkartılabilecektir(SPK. Md.11).
- Alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler" ihraç edilebilecek. Bunları ihraç edecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilebilecek alacak ve varlık türleri, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri Kurul tarafından çıkarılacak tebliğlerle düzenlenecektir(SPK.Md.13/a).
- Anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, kar payı imtiyazı sağlayarak, oy hakkından yoksun paylar ihraç edebilecek ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebilecekler.

Oydan yoksun payların ihracı ve bunların sermaye içindeki oranı bu payları temsil eden hisse senetlerine kar payı dağıtımında tanınacak imtiyazın mahiyeti ve oranı, senetlerin şekil, kapsam ve türü, kar payı imtiyazı dışındaki pay sahipliği haklarına da tanınabilecek diğer imtiyazlar ve bunların kullanım esasları ile bu senetlerin halka arz satış şartı ve usulleri Kurul tarafından belirlenecektir(SPK. Md.14).

- Kanun'da, ilgili Bakanlık'ın kambiyo ve kıymetli madenlerle ilgili borsaları kurmaya, bunların çalışma esaslarını tespiti, bu borsalarda faaliyet gösterecek aracılarda ilgili esasları belirleyerek bu borsaların ve aracılardan izleme ve denetimi ile ilgili düzenlemeleri yapmaya yetkili olduğu belirtilmiştir(SPK. Md.40/A).

Konu ile ilgili, 3 Nisan 1993 tarihli 21541 Sayılı Resmi Gazete'de "Kıymetli Madenler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" yayımlanmıştır. Buna göre, bu borsalarda faaliyet gösteren aracı kurumların kuruluş ve faaliyet şartları ile Borsa üyelik belgesi verilme esasları, işlem görecektir madenlerin standartları Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından çıkarılacak yönetmelikle tespit edilecek, Borsa ve üyelerinin her türlü işlem, hesap, kayıt ve defterleri Kurul'un gözetim ve denetimine tabi tutulurken, ilgili Bakanlık da gerekli denetlemeyi yaptırabilecektir(58).

Bu arada SPK'nun yeterli açıklayıcı bilgilerden yoksun bir Kanun olduğu şeklinde görüşler de mevcuttur.

SPK'nun menkul kıymet tarifi de, doktrinde "eksik, yetersiz ve bilimsel ölçülere uymayan bir tarif" olarak nitelendirilmektedir(59).

SPK menkul kıymetleri sınırlayıcı bir tarif getirmemektedir. Gelişen menkul kıymetler piyasası içinde değişik özellikleri haiz, değişik haklar temin eden yeni tip menkul kıymet yaratılmasına açıkça izin vermektedir. Bu bakımdan Türk doktrinindeki ilk menkul kıymet tarifinde yer alan "sahip veya hamiline, zilyedi olmadığı bir mal üzerinde hak veya hükmi şahıslardan bir alacak temin eden"(60) şeklindeki ifade tarzını oldukça isabetli bulmaktayız.

II - İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB) NİN DENETİMİ

91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname (Resmi Gazete 6.10.1983 - 18183) menkul kıymetler borsalarının özel bütçeli ve tüzel kişiliğe sahip kamu kurumu niteliğini muhafaza etmekle birlikte, dünya borsa sistemleri içinde evvelce Fransız/Alman ağırlıklı olan borsa sistemimizi daha liberal karakterli Anglo-Sakson borsa tipine bir bakıma yaklaştırmış, buna karşılık borsayı Sermaye Piyasası Kurulu'nun gözetim ve denetimi altına koymuştur. Borsada işlem yapmaya yetkili kişiler, SPK tarafından işlem yapmalarına izin verilen gerçek ve tüzel kişiler olarak ifade edilmiştir. Bunların nitelikleri ve çalışma kuralları yönetmeliğe bırakılmıştır.

Bir çerçeve mahiyetinde olan bu yönetmelik (Resmi Gazete 6.10.1984-185537) menkul kıymetler borsalarının kuruluş ve çalışma esaslarını genel olarak düzenlemektedir. Burada, yönetmeliğin Borsanın iç idari yapısını ilgilendiren ayrıntıların dışında, bu çalışmada önemli görülen noktaları açıklamaya çalışacağız.

91 Sayılı KHK'nin 11. maddesi, "menkul kıymetler borsasındaki alım-satım işlemlerine ilişkin kurallar Borsa Yönetim Kurulu'nca bir yönetmelikle tespit olunur" denilmektedir. Buna göre, Türkiye'de kurulacak her borsa kendisi için bir iç yönetmelik hazırlayacaktır. İç yönetmelikler borsaların yönetim kurullarınca hazırlanır, genel kurullarınca karara bağlanır ve SPK'nın onayı ile yürürlüğe girer. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği, İMKB'nin çalışma esas ve kurallarını belirlemiştir.

İMKB, bir Genel Kurul, Yönetim Kurulu ve Denetim Kurulu, Başkanlık Teşkilatı ve Teknik ve İdari üyelerden oluşmaktadır.

(59) TEKİNALP, Ünal, "Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Menkul Kıymetleri Halka Arzolunan Anonim Ortaklık İle Hisse Senetleri Halka Arzolunan Anonim Ortaklık Farklılığı ve Sonuçları", İKTİSAT VE MALİYE DERGİSİ, Ekim 1981, C.28, S.7, sy.301

(60) TOLUN, Osman, Banka ve Borsa Hukuku, Ankara, sy.114.

Borsa üyelerinin denetimi; Borsa üyeleri yıllık faaliyet sonuçları ile yıl sonu bilanço ve kar zarar cetvellerini borsaya vermek zorundadırlar. Ayrıca, hesap ve işlemleri Borsanın yetkili elemanlarınca her zaman incelenebilir. Üyeler, bu incelemelere müsaade etmek, kolaylık göstermek ve istenene her türlü bilgiyi vermekle yükümlüdürler.

Borsaların gözetim ve denetimi; Borsaların işlem ve hesapları SPK tarafından denetlenir. Bakanlık da gerekli gördüğü borsalarda denetleme yapabilir.

Teknik Yönetmeliğin 87. maddesi de aynı hükmü içermektedir. Bu hükümlere dayanılarak Teftiş ve Kontrol Kurulu Yönetmeliği çıkarılmış ve faaliyetine 1990 yılında başlamıştır.

Teftiş Kurulu Borsa üyeleri nezdinde iki tip inceleme ve denetim yaparlar:

- Kurul Başkanı'nın önerisi ve Borsa Başkanı'nın onayıyla yürürlüğe giren yıllık denetim programına göre, üyelerin hesap ve işlemlerinin, Sermaye Piyasası Kanunu, ilgili tebliğ ve yönetmelikler ile Borsa tarafından yayınlanan genelgelere uygun olup olmadığı şeklindeki mutad denetimlerdir.
- Belli bir olay ya da durumun ortaya çıkarılmasına yönelik olarak yapılan araştırma, soruşturma, inceleme şeklindeki "sınırlı denetim"dir(61).

III - ARACI KURULUŞLARIN İÇ DENETİMLERİ

Birikimcilerin taşınır değerlere yatırım yapması bu taşınır değerleri ve onu çıkaran kurumları tanımaları ve bilgi almalarına bağlıdır. Gerçek biçimde hazırlanan doğruluğu denetlenmiş mali tablolar rapor ve bilgiler ihracı yapan kuruluşun iç yüzünün açıklığa kavuşturulması yönünden birikimciye güven verecektir. Birikimcinin aldanması veya aldatılması halinde, birikimlerin taşınır değerlerden çekilmesi, sermaye piyasasının gelişimini engelleyici yönde gelişecektir.

Önceki bölümlerde de açıklandığı üzere, sermaye piyasasında denetim tamamen Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakılmıştır. Bu arada aracı kurumlar üzerindeki denetimi zaman zaman yeterli olmamaktadır.

Bu yüzden aracı kurumlar yasa gereği olan bağımsız dış denetime önem vermektedirler. Bağımsız dış denetimden geçmiş bilanço ve kar zarar tablolarını düzenlemeyi yeterli görmektedirler.

(61) SERMAYE PİYASASI ..., sy.60.

Ancak ülkemizde 1994 Nisan krizinde bir çok aracı kurumun, yatırımcıları mağdur ederek piyasadan çekilmeleri artık iç denetimi de kendiliğinden zorunlu kılmıştır. Artık yatırımcı da, iç denetçi bulunduran aracı kurumları tercih eder olmuştur.

İç denetçi, denetim işini işletmenin kadrolu bir elemanı olarak yapan uzman kişidir. İç denetçiler, bu nedenle, işletme politikalarının ve prosedürlerinin takip edilip edilmediği ile işletme varlıklarının korunup korunmadığını belirlemekle, yani uygunluk denetimi yapmakla veya faaliyet prosedürlerinin etkinlik ve verimliliğini belirlemekle, yani faaliyet denetimi yapmakla yükümlüdürler(62).

IV - YAŞANAN SORUNLAR

1 - SORUNLARIN KAYNAKLARI

Anonim ortaklık şeklinde aracı kurumun zorunlu organlarından birisi denetim kuruludur(63). Ticaret Kanunu'nda denetçi olmak için özel bir şart öngörülmemiştir. Türk Ticaret Kanunu'nun 347. maddesinde bir denetçi varsa onun, birden fazla denetçi varsa yarıdan bir fazlasının T.C. vatandaşı olması gerekir. Bundan başka denetçinin, yönetim kurulu üyelerinden usul ve furuundan biri, eş veya üçüncü dereceye kadar kan ve sıhri hısımlı olmaması gerekir.

Denetim kurulu genel kurul tarafından seçilir. Genel kurul pay sahibi olan veya olmayanlar arasından denetçileri seçer. Genel kurul bu konuda tam bir serbestiye sahiptir. Ancak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri X, 12. Tebliğine göre(64) aracılık faaliyetlerine münhasır olmak üzere bankalar ve aracı kurumlar "Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetim Hakkında Yönetmelik" in (65) 8. maddesinde tanımlanan sürekli denetlemeye tabidirler. Bu nedenle aracı kurum dilerse iç denetimi bağımsız denetim kuruluşuna verebilir ve genel kurul bu yönde karar alırsa ortaklık özel denetimini, sürekli denetimi üstlenmiş bulunan bağımsız denetim kuruluşuna yaptırabilir.

Esasen sorun da bu noktada düğümlenmektedir. Bağımsız dış denetim esasları tamamen söz konusu kuruluşu bağlamaktadır. Bu konuda herhangi bir yasal kovuşturmayla şimdiye kadar rastlanılmamıştır.

(62) ÇÖMLEKÇİ, Ferruh, KEPEKÇİ, Celal, ERDOĞAN, Melih, Muhasebe Denetimi, Eskişehir 1993, sy.7.

(63) TTK., Md.347.

(64) Resmi Gazete, 18.10.1987 tarih ve 19668 sayı ile.

(65) Resmi Gazete, 13.12.1987 tarih ve 19663 sayı ile.

2 - ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Yatırımcının aydınlatılması ilkesi esas alındığında, ülkemizdeki uygulamanın yatırımcı yararına olduğu inancında olmadığımızı belirtmekte yarar görmekteyiz.

Bunun yanında aracı kurumların yeterince açıklıkla denetlenmemiş olması zaman zaman yatırımcıların mağduriyetiyle sonuçlanan olayların da yaşanmasını gündeme getirmiştir. 1994 yılındaki yaşadığımız aracı kurumların kapanması örnekleri acı birer hatıra olarak sermaye piyasası tarihine yazılmıştır.

Tüm olumsuzlukların yanında yeterli ve güvenli denetimin, açıklık politikasının hayata geçirilmesi ile yaşanan sorunların çok büyük bir kısmının ortadan kalkacağı tabiidir. Bu arada çalışmanın ilerideki bölümlerinde ele alacağımız gibi ülkemizde kayıtlı olmayan ekonominin varlığı ve büyüklüğü bu açıklık politikalarının önündeki en önemli engel olarak görülmektedir.

Üçüncü Kısım

SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

I - GENEL BİLGİLER

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır. Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurul'ca belirlenen kıymetli evraktır. Diğer sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen evraktır. Çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır(66).

Menkul kıymetlerin özelliklerini sayacak olursak;

- Menkul kıymetler hukuken kıymetli evrak niteliğindedir.
- Standart ve yuvarlak meblağlı, misli nitelikte, belli şekil şartlarını haiz kıymetlerdir.
- Çok sayıda ihraç edilip, halka arz edilen kitle senetleridir. Bono, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmezler.

(66) SPK., Md.3.

- Az veya çok devamlılık arz eder, alacak, ya da ortaklık haklarını temsil ederler.
- Periyodik (dönemsel) gelir sağlarlar.
- Her birinin itibari (nominal, üzerinde yazılı) değeri, bir de piyasada arz ve talebin oluşturduğu piyasa değeri vardır. Tahviller, ihraç eden tüzel kişi tarafından vade sonunda nominal değer üzerinden ödendikleri için piyasa değerleri genellikle nominal değerinin fazla altında veya üstünde oluşmaz.
- Menkul kıymetler nama ve hamiline yazılı olabilirler. Hamiline yazılı kıymetler para gibidir, kimin elinde ise onun malı sayılır, sadece teslimle sahip değiştirir. Nama yazılı kıymetlerde ise ciro hanesi vardır, buraya ciro işlemi kaydedilir.
- Yatırım amacı ile kullanılır(67).

II - HİSSE SENETLERİ

1 - HİSSE SENETLERİNİN TANIMI VE NİTELİKLERİ

Literatürde esham, aksiyon, pay senedi veya sadece hisse adı altında kullanılan hisse senetleri, anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan ve belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraktır.

Türk Ticaret Kanunu'nun hisse senetleri ile ilgili 399 ve devamı maddeleri içinde hisse senetleri tanımlanmamış sadece nitelik ve özellikleri belirlenmiştir. Geniş ve bilimsel bir tanımlama şöyle yapılabilir;

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde hisse senedi çıkarabilen anonim ortaklık veya sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir(68).

(67) SERMAYE PİYASASI ..., sy.40.

(68) ULUSOY, Yılmaz, "Hisse Senetleri", 20-21 Nisan 1984 tarihli Sermaye Piyasası Seminerine sunulan tebliğ, İstanbul 1984.

2 - HİSSE SENEDİ ÇIKARABİLECEK KURULUŞLAR

A - Anonim Şirketler

Anonim şirket, sermayesi paylara bölünmüş ticari bir sermaye şirkettir. Ticaret Kanunu, anonim şirketi "bir ünvana sahip, esas sermayesi muayyen(belli) paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız mal varlığı ile sorumlu bulunan bir şirket" olarak tarif etmektedir.

Anonim şirketin kendisine ait bir ünvanı ve tüzel kişiliği vardır. Sermayesi paylara bölünmüştür ve bu payları kıymetli evrak hükmündeki hisse senetleri temsil eder. Sermaye paylarının devri hisse senetlerinin devri ile olur(69).

a) Halka açık anonim şirketler

Hisse senetlerini halka arz etmek anlamına gelen halka açılma Sermaye Piyasası Kanunu'na uygun olarak çeşitli tebliğlerle düzenlenmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun kapsamına giren şirketler, Kanunun 2. maddesinde "menkul kıymetleri halka arzolan anonim şirketler" ve "ortak sayısı 100'den fazla olan anonim şirketler" olarak ikiye ayrılmıştır.

Bir aile şirketinin menkul kıymetlerini halka arz etmesi, Sermaye Piyasası Kanunu'nun kapsamına girip girmemeyi değerlendirerek, sonuçta kendi iradesiyle verebileceği bir karardır. Kuşkusuz, şirketin bu yolda karar almasının başlıca nedeni, küçük tasarrufları toplayarak, bunların şirket bünyesinde öz veya yabancı kaynak niteliğinde "fon" oluşturmaktır. Esasen, SPK'nun burada devreye sokulmasının nedeni de, halka müracaatın bir disipline bağlanması ve tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunması, düzenlenmesi ve denetlenmesidir.

Ortak sayısı 100'den fazla olan anonim şirketler, menkul kıymetlerini halka satmadıkları halde, ortak sayıları 100'ü aştığı için menkul kıymetlerini halka arzemiş sayılmakta ve bu nedenle de aynen "menkul kıymetleri halka arzolan" şirketler gibi SPK'nun hükümlerine tabi olmaktadır. Böylece Kanunun temel amacı olan "tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak" gerçekleştirilmek istenmiştir(70).

(69) TTK.'nın ilgili değişik maddelerinde anonim şirketler hakkında bilgiler mevcuttur.

(70) SAĞCAN, sy.62.

Halka açılmanın şirketler açısından ana amacı, çalışma sermayesi sağlamak veya vadesi gelen borçları ödeme olanağına kavuşmaktır(71).

b) Anonim şirketlerde kar dağıtımı

Sermaye Piyasası Kanunu'muzun halka açık şirketlerle ilgili olarak getirdiği ve sonuçları itibariyle çok önemli yeniliklerden biri de kar dağıtım esaslarında kendisini göstermektedir.

Anonim şirketlerde bilanço karının dağıtımı konusunda Türk Ticaret Kanunu bazı esaslar koymuştur. SPK ise halka açık şirketlerde kar dağıtımında ortaklar lehine bazı yeni hükümler getirmiştir. Her iki kanuna göre de kar dağıtılması için önce bilançoda kar oluşması gerekir. Genel Kurul karar verirse, her iki halde de şirketler bilançoda kar gözükmese bile birikmiş ihtiyatlardan temettü dağıtabilirler. Ancak bu hususta hiçbir kanun şirketleri zorlayamaz.

Bilançoda kar gözükyorsa;

- Türk Ticaret Kanunu'na tabi anonim şirketlerde genel kurul kar dağıtım dağıtmama konusunda dilediği gibi karar alabilirler.
- Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi şirketlerde genel kurulun böyle bir serbestisi yoktur. Kar varsa dağıtım mutlaka yapılacaktır. Ancak bilançoda eski yılların birikmiş zararı varsa bu zarar kapatılmadıkça şirket kar dağıtmaya zorunlu değildir(72).

Bu arada kar dağıtımı konusunda değişik görüşlere de yer vermeyi uygun görüyoruz. Kar dağıtım politikasının sermaye maliyeti üzerindeki etkileri konusunda da kuramsal düzeyde ve uygulamaları çalışmalara dayanılarak farklı görüşler ileri sürmüştür. Modigliani ve Miller yayınladıkları bir makalede kar dağıtım politikasının cari pay senetleri fiyatları üzerindeki etkilerini, sermaye piyasasında tam rekabet koşullarının geçerli olduğu, geleceğe ilişkin tam bir belirliliğin bulunduğu, kişilerin rasyonel davrandıkları varsayımları altında incelemiştir. Bu varsayımlar altında kar payı

(71) TENKER, Nejat, Şirketlerin Halka Açılmasında Finansal Tabloların ve Dış Denetimlerin Önemi, Ankara 1982, sy.19.

(72) SERMAYE PİYASASI ..., sy.36.

ödemeleri ile sermaye kazançları toplanarak belirlenen karlılık oranları piyasadaki tüm pay senetleri için aynı olmalıdır. Aksi halde, düşük karlılık oranı olan(fiyatı yüksek) pay senetlerine sahip olanlar bu senetlerini satacaklar, daha yüksek karlılık oranı olan(fiyatı düşük) pay senetlerine yatırım yapacaklardır. Böylece düşük karlılık oranına sahip işletmelerin pay senetlerinin fiyatı düşecek, diğerlerinin yükselecek ve karlılık oranları arasındaki fark ortadan kalkacaktır. Pay senetlerinin, dolayısıyla işletmenin piyasa değeri mevcut varlıklar üzerinden sağlanan karlılık oranı ile belirlenmektedir. Kar dağıtım politikasına bağlı olarak öz sermaye tutarındaki değişmelerin işletmenin piyasa değeri üzerinde bir etkisi olmayacaktır. Yönetim, karları dilediği biçimde dağıtabilir. Onlara göre, yüksek kar payı ödemelerinin ortakların parasal gelirlerini artırıcı yönde olumlu etkileri olurken, böyle bir politika işletmenin, yatırımları için gerekli fonları sağlamak üzere sermaye piyasasına başvurması sonucunu doğurur. Yeni çıkarılan pay senetleri piyasa fiyatının düşmesine yol açacaktır(73).

c) Yeniden değerlendirme fonu

Yeniden değerlendirme (revaluation) kısaca şirketlerin aktifinde bulunan bina, demirbaş, makina, nakil vasıtası gibi sabit kıymetlerin defter değerlerinin enflasyon vesair sebeplerle farklılaşmış gerçek piyasa değerlerine eşitlenmesidir. Vergi kanunlarımız eskiden beri yeniden değerlemeye cevap vermekteydi, ancak değer farkları üzerinden vergi ödendiği için hiçbir şirket buna yanaşmamaktaydı.

21.1.1983 tarihinde yürürlüğe giren 2791 sayılı "Vergi Usul Kanunu ile Değerli Kağıtlar Kanununda Değişiklik Yapılması Hakkındaki Kanun" yeniden değerlemeyi vergiden muaf tutmak suretiyle fiilen uygulanabilir hale getirmiştir. Yeniden değerlendirme 1972 ve 1982 yılları arasındaki 11 yıllık süreyi kapsamaktaydı. Daha sonra 2791 ve 3094 sayılı kanunlarla güncelleştirilmiştir.

Değer artış fonunun sermayeye eklenmesi kar sayılmaz ve vergilenmez. Ancak söz konusu fonun sermayeye ekleme dışında herhangi bir surette bir başka hesaba aktarılması veya işletmeden çekilmesi halinde, bu işlemin yapıldığı dönemin kazancı sayılarak vergiye tabi tutulur.

(73) TECER, Meral, İşletmelerde Sermaye Maliyeti, Ankara 1980, sy.138.

Yeniden değerlemenin sermaye piyasasının gelişme çizgisindeki önemi, yeniden değerleme sonucunda elde edilecek kıymet artışıının bir fonda toplanarak bilançoların pasifinde gösterilmesi ve istendiği takdirde bu fonun şirket sermayesine kaydedilmesi suretiyle yeni hisse senetleri bastırılarak ortaklara bedelsiz olarak dağıtılabilmektedir. Bilançonun pasifinde özel bir fon hesabında tutulan değer artışları TTK 422. maddenin uygulamasında ödenmiş sermaye Bankalar Kanunu'nun uygulamasında ise ihtiyat addolunur.

Yeniden değerlemenin sermaye piyasasına en olumlu etkisi, tahvil ihraç imkanlarını genişletmek olmuştur. Yeniden değerleme fonunun sermaye yada ihtiyatlara etkilenmesiyle sermaye ve ihtiyatları ölçü alan tahvil ihraç sınırları genişlemiştir.

Yeniden değerleme, defterlerini bilanço esasına göre tutan Gelir ve Kurumlar Vergisi yükümlüleri için geçerlidir. İmtiyazlı şirketler (Çukurova Elektrik, Kepez Elektrik), defterlerini bilanço esasına göre tutmuş olsalar dahi yeniden değerleme yapamazlar(74).

d) Bankalarda sermaye arttırımı

Bankalar, sermaye arttırımında TTK hükümlerine tabidirler. Sermaye artışında taahhütlerinin % 100 ödenmesi zorunlu değildir. Banka hisse senetlerinin bedelleri tamamen ödenmedikçe, genel kurul sermaye arttırımına karar veremez.

Bankalar, yeniden değerlemeyi sermayelerine eklemek isterse, aynı miktarda nakit karşılığı sermaye arttırımına da gitmek zorundadır. Uygulamada, bankanın nakit karşılığı sermaye arttırımına katılmayan ortağın, yeniden değerlemeden de istifade etmediği görülür. Bankanın taahhüt edilen sermayesinin tamamı henüz ödenmemiş olsa bile, yeniden değerlemenin sermayeye katılması suretiyle sermaye arttırımı mümkündür(75).

(74) SERMAYE PİYASASI ..., sy.38.

(75) SERMAYE PİYASASI ..., sy.39.

3 - HİSSE SENEDİ TÜRLERİ

A - Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri

Anonim ortaklık bedelleri tamamen ödenmeden ancak nama yazılı hisse ihraç edebilir. Kuruluştaki oluşan payları temsil etmek üzere kıymetli evrak niteliğinde nama yazılı hisse senedi ihraç edilir. Anonim ortaklığın hisse senedi ihraç etme zorunluluğu yoktur. Hisse ihraç etmeksizin de varlığını sürdürebilir. Ancak, bu paya tedavül kabiliyeti kazandırmak, halka bunları arz etmek, hisse senetlerini borsaya kote ettirmek vb. sebeplerle hisse senedi ihraç edilir.

Kuruluştaki, bütün kurucular pay defterine yazılır. Bundan sonra nama yazılı hisse senedinin devri halinde, devir yönetim kuruluna bildirilir ve devir ortaklığa karşı ancak pay defterine kayıpla hüküm ifade eder(76).

Anonim ortaklıkta sermaye tamamen ödendikten sonra hamiline yazılı hisse senedi çıkarılabilir(77). TK'nun hamiline yazılı senetler hakkında verdiği tanım şu şekildedir: "Senedin metin veya şeklinden, hamili kim ise o kimsenin hak sahibi sayılacağı anlaşılan her kıymetli evrak, hamile (hamiline) yazılı senet sayılır"(78).

Bu tanıma göre, senedin zilyedi pay sahibi sıfatını haizdir. Anonim ortaklık pay sahiplerini tanımaz. Ortaklık sıfatının kazanılması için pay defterine kayıt gerekmez. Oransal hakların kullanılabilmesi için, hamiline hisse senedinin ortaklığa ibrazı gerekir. Senedi kim ibraz ederse, genel kurula o katılır, kar payı ona ödenir.

TK'nun 415. maddesine göre, hamiline yazılı hisse senetlerinin devri ortaklık ve üçüncü şahıslar hakkında ancak teslim ile hüküm ifade eder.

Nama yazılı hisse senetlerinin yerini tutmak üzere çıkarılan nama yazılı ilmühaberler nama yazılı hisse senetlerinin devrine ait hükümlere tabidirler. Buna karşılık, hamiline yazılı senetleri yerini tutmak üzere çıkarılan nama yazılı ilmühaberler alacağın devri hakkındaki hükümlere göre devredilebilir(79).

(76) TTK., Md.416/2.

(77) Buna aykırı çıkarılan senetler geçersizdir(Carry, Hamiline Yazılı Hisse Senetleri, sy.157.).

(78) TTK., Md.570.

(79) YASAMAN, sy.50.

B - Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Hisse senetleri ana sözleşmede aksine hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlarlar. Bu gibi hisse senetlerine adi hisse senetleri denir. Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine nazaran kara iştirak veya Genel Kurulda oy kullanma bakımından sahiplerine imtiyazlar sağlarlar ki buna da imtiyazlı hisseler denir.

Bir şirketin kurucuları ileride şirketin halka açılması veya sermaye arttırımı yoluyla yeni ortakların katılmasını düşünüyorlarsa, kuruluşta emeği geçenlerle sonradan katılanların aynı haklara sahip olmaması için genellikle kuruluş sermayesini temsil eden hisse senetlerine ana sözleşme ile bazı imtiyazlar tanırlar. Veya Şirketler kuruluşta adi ve imtiyazlı olmak üzere iki tip senet ihraç ederler. Bu imtiyazlar genellikle oy hakkı ve kar dağıtım konularında olur. Bu tür hisseler kardan özel temettü dağıtımını öngörülebilir. Böylece, bu ortaklar adi senet ortaklarıyla beraber kar dağıtımına girebildikleri gibi kardan ayrıca pay da alırlar.

Günümüzde halka açık olarak kurulan Anonim Ortaklıklar, imtiyazlı hisse senedi ihraç etmekten kaçınmaktadırlar. Fakat, daha evvel kurulmuş olan Aile Şirketleri halka açılmada eski ortakların yenileriyle aynı oranda kar almalarını istememektedirler. Bu durumda ya bedelsiz sermaye arttırımı ile "sermayenin sulandırılması" yada imtiyazlı hisseler ortaya çıkmaktadır.

C - Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Kurucu hisseler belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi şirketin yönetimine katılma hakkını da vermez. Kuruluş hizmeti karşılığı olarak ana sözleşme hükümleri gereğince şirket karının bir kısmına iştirak hakkı verirler ve kurucuları adına tanzim edilirler.

İntifa hisse senetleri ise, Genel Kurulun alacağı kararlarla bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluşta sonra verilen ve şirket payını temsil etmeyen hisse senetleridir. Bedeli itfa edilen hisse senetleri de intifa hisse senedi niteliğindedir. Az rastlanmakla birlikte bir kısım hisselerin geri ödenmesi sermaye azaltılması niteliğindedir.

Ana sözleşmede hüküm olmasa bile sonradan ana sözleşme değişikliği ile intifa hisse senedi ihdas edilebilir.

Kuruluşta kurucu hisse senedi verilmemiş kuruculara, alacaklılara, kuruluşta sonra hizmeti geçenlere her zaman intifa hisse senedi verilmesi mümkündür.

Şirket karından önce Türk Ticaret Kanunu'nun 466. maddesinde zikredilen Kanuni Yedek Akçeler ayrılıp sonra bütün hisselerle ödenmiş sermayenin % 5'i oranında Kanuni birinci temettü ödenmeden, gerek imtiyazlı hisselerle, gerek kurucu hisselerle, gerekse de intifa hisselerine özel temettü ödenmez. Ödenecek miktar da kalan karın 1/10'unu geçemez(80).

4 - HİSSE SENETLERİNİN PİYASA EKONOMİSİ İÇİN ÖNEMİ

Günümüzde, işletmelerin sürekli büyüme çabasında oldukları gözlenmektedir. Bu çabanın nedenleri, gelişen ekonomik koşullar, artan toplum gereksinimleri, uluslararası pazarları ele geçirebilecek oranda üretim, teknik alanda yaratılan yeniliklerin kullanılmasının büyük sermaye gerektirmesi olarak sıralanabilir.

Bu özetlenen nedenler, işletmelerin büyüme gereksinimlerini doğurarak şirketleşmeyi gerekli kılmıştır.

Gereksinim duyulan büyük sermayenin işletmede toplanabilmesi ise, şirketleşmeyi kişi veya kapalı sermaye şirketlerinden çok, ortak sayısının fazla olduğu halka açık şirket biçimini gerektirmiştir.

Bu nedenle, oluşturulan sermaye şirketleri halkın elindeki tasarrufları işletmelerine çekme arzu ve gereksinmesi duyarak halka menkul değerler arz etmek durumunda kalmışlardır. Bu olgu sermaye piyasası kavramını doğurmuş ve bu piyasada şirketlerin uzun vadeli finansman gereksinimleri karşılanabilmiştir.

Diğer taraftan, şirketlerin uzun vadeli fon sağlayabilmesi şirketlerce satışa arz edilen menkul kıymetlerin halk tarafından satın alınmasını gerektirerek yatırımcı kavramının ortaya çıkmasına da neden olmuştur.

Elindeki tasarrufları sermaye piyasasında değerlendirecek yatırımcı, ülke ekonomisinin gelişmesine katkıda bulunur.

Sermaye piyasası, menkul değerlerin alım-satımlarının yapıldığı bir piyasa değil, kapitalist ve karma ekonomik sistemlerin bir gereği olduğu yönünde görüşler de mevcuttur. Sermaye piyasası, yeni gelişmeleri sağlamakta ve üretimi arttırmakla görevli olan fonların, işletmelere yönelmesini sağlayarak tüketicilerin gereksinimlerinin karşılanmasına olanak verir. Fonların kaynaklarından kullanım alanlarına yönelmesinin sağlanması, sermaye piyasalarının ekonomik işlevi olmaktadır. Bu işlem ne ölçüde etkin bir biçimde yerine getirilebilirse, toplumun yaşam düzeyi o ölçüde yüksek olabilecektir.

Sermaye piyasasını besleyen tasarruflar, kişisel tasarruflar, devlet tasarrufları ve özel sektör tasarruflarıdır. Bu tasarruflardan, kişisel ve özel sektör tasarruflarının sermaye piyasasına yönelmesi veya yönelmemesinin birçok nedeni bulunmaktadır.

Bu nedenlerin en önemlisi kuşkusuz, bir ekonomideki enflasyonun şiddetidir. Çünkü, enflasyon tasarrufları eritici bir etki yaratarak, tasarrufları tüketime dönüştürmektedir(81).

Sermaye piyasası denilince akla daha çok halka açık şirketler ve hisse senetleri gelmektedir. Hisse senetlerinin ekonomik işlevlerini şıklar halinde şöyle özetlemek mümkündür;

- Hisse senetleri, geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlar.
- Hisse senetleri, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar, daha dengeli bir gelir dağılımı sağlarlar.
- Hisse senetleri, halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.
- Hisse senetleri, halkın tasarruflarına ek gelir sağlarken bunu faiz yoluyla değil, enflasyona karşı dayanıklı, enflasyonla birlikte değerlenen bir yatırım yoluyla sağlar, hem yatırım, hem de gelirlerinin değerini enflasyona karşı korur.
- Hisse senedi, aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır. Bir şirket, yatırım veya işletme sermayesi olarak büyük meblağlı fonlara ihtiyaç duyduğu zaman, bu fonları hisse senedi ihracından başka bir yoldan sağlarsa, bunun bir aracılık maliyeti vardır ve aracılık maliyetinin en yüksek olduğu finansman türü de banka kredisidir. Bankalar mevduat toplarken, mevduat sahibine verdikleri mevduat faizinin çok üstünde bir faizi kredi işlemlerinde alırlar(82).

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasası, ilerideki bölümde de ele alacağımız özelleştirme çalışmalarının başarısı için de son derece önemlidir.

(81) TENKER, sy.7.

(82) SERMAYE PİYASASI ..., sy.44.

5 - HİSSE SENEDİ SAHİPLERİNİN HAK VE YÜKÜMLÜLÜKLERİ

Hisse senetlerinin türleri ve biçimleri hakkında yapılan açıklamalardan sonra bunların sahiplerine sağladığı haklar ve yüklediği ödevler hakkında bilgi verilmesi gerekir diye düşünüyoruz. Bu haklar ve ödevler, hisse senetlerinin türüne göre az çok farklılık göstermekle birlikte, burada genel olarak değinilmeye çalışılacaktır.

- Hisse senedi sahiplerinin sahip olduğu haklar:

Ortakların çeşitli hakları vardır;

- * Şirketin net karından hisse senetleri sayısı ile orantılı bir pay almak. Buna temettü de denilmektedir.
- * Ortakların şirketin bir bölümünde hakları vardır. Şirketin feshinde borçları ödendikten sonra kalan varlıklar, önce hisse senedi sahiplerinin koydukları sermayenin ödenmesine karşılık tutulur. Şirketin devamı sırasında hisse senedi sermayesini itfa yöntemi uygulanmış ve bir bölüm hisse senedi itfa edilip fesih gününde bir bölüm hisse senedi daha kapatılmamış bulunursa, ortaklar arasında geçerli hak eşitliği kuralının doğal sonucu olarak, geriye kalmış olan mal varlığı, önce koydukları sermaye itfa edilmemiş olan ortaklara hisselerine göre dağıtılır(83). Dağıtımdan sonra bir şey artarsa, bundan da, yeni bir kar payı niteliğinde olarak gerek sermaye ve gerekse intifa hisse senedi sahipleri hisseleri sayısı ile orantılı olarak ayrıca faydalanırlar.
- * Genel Kurullara katılmak ve bazı koşullar altında bu kurulları toplantıya çağırarak ortakların hakkıdır.
- * Öteki ortakların ve sözleşmede aykırı bir hüküm olmadıkça şirketin de iznine muhtaç olmaksızın, hisse senetlerini başkalarına devir ve ferağ edebilmek hakkı vardır.
- * Dolaşımı olanaksızlaşacak derecede yıpranan fakat taşıdığı esaslar ve amblemi okunup anlaşılabilen hisse senetleri ile çalınması veya yitirilmesi nedeniyle elden çıkmış olan hisse senetlerinin yerine, sahiplerinin bazı kayıt ve şartlar altında ikinci örneklerini isteyebilmeleri hakları mevcuttur. Böyle olmakla birlikte, hisse senedi sahiplerinin bu haklarının en önemlisinin kardan pay almak ve hisse senetlerini başkalarına devir edebilmek olduğu da açıktır.

(83) TTK., Md.450.

- Hisse senedi sahiplerinin yükümlülükleri:

Hisse senedi sahiplerinin üstledikleri en önemli görev, sermaye koyma ile ilgili taahhütleridir. Bunun bazı önemli sonuçları vardır;

- * Ticaret Kanunu'nun 285. maddesinde hisse senetleri, nakit karşılığı çıkarılmış ise, her hissenin en az dörtte bir bedeli para olarak ödenmesi ve sermayenin bir bölümü mal, bir bölümü nakit olarak konulmak üzere çıkarılmışsa para olan bölümünün tümünün ödenmesi gerekmektedir.
- * Bazı anonim şirketlerde önceden sermayenin tümüne ihtiyaç olmayabilir. Bu takdirde, yasal olan dörtte birin alınmasından sonra geriye kalanın gerekli görüldükçe ödenmesine, yönetim kurulu kararı ile ortaklar ilanla davet edilirler.
- * Yasanın 412. maddesinde, belirli sürede hisse bedelinin tümünü ve bir bölümünü ödemeyen ortağın, sözleşmede açıklık bulunduğu takdirde, hangi koşullar altında şirketteki haklarının yönetim kurulu kararı ile düşürüleceği sözkonusu hisseler yerine yeni hisse senedi verilebileceği yazılı bulunmaktadır.
- * Yukarıda bedellerinin tümü ödenmeyen hisse senetlerinin nama yazılı olarak kalacağını ifade etmiştik. Bunda amaç, şirkete karşı, geri kalan bedelden sorumlu olanları kolayca belirlemektir. Bu sorumluluk, her ferağ eden hakkında, şirket defterine kayıttan itibaren üç yıl sonra düşmektedir. Böyle olmakla beraber, sorumluluğu nedeniyle şirket tarafından üzerine gidilen ferağ sahiplerinden herhangi birini kendisinden sonraki ferağ edene veya hisse senedinin en son sahibine rücu(dönme) hakkı vardır.

III - KAR VE ZARAR ORTAKLIĞI BELGELERİ(KOB)

Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi, faiz kavramı yerine "kar'a ve zarar'a" ortak olma kavramı getirmek istemiştir. Bilindiği gibi, İslam dünyasında, Kur'an, kesinlikle faiz(riba) alınıp verilmesini yasaklamaktadır. Faiz, borç verilen ana paranın iadesinde kullanılma süresi ile ilgili sözleşme hükümlerine göre üzerine eklenmesi gereken tutar olmaktadır. Para ile paranın veya mal ile malın değiştirilmesinde mal değeri artmaksızın istenilen değere İslam hukukunda faiz denilmektedir. Bu nedenle faiz dışı kazanca uygun kar anlayışına yer veren bir taşınır değer olarak çıkarılabilirler ve halka sunu yoluyla satılabilirler(84).

(84) RODOPLU, sy.181.

Ortaklıklar, kar ve zarara ortak olmak üzere, iştigal sahalarına giren tüm faaliyetlerin getirdiği finansman ihtiyaçlarını karşılamak için, yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere, "Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi(KOB)" adı altında menkul kıymetler ihraç edebilirler ve halka satabilirler(85).

Kar ve zarar ortaklığı belgelerinin çıkarılmasındaki temel amaç, menkul kıymetler piyasasında değişime konu olan araçları çoğaltmak ve çeşitlendirmektir. Bunun yanı sıra kar ve zarar ortaklığı belgelerinin kendine özgü bir menkul kıymet olarak, faiz dışı kazanca uygun bir yönü vardır.

Bu belgeler, kar ve zarara katılma ve ortaklık hakkı vermekle beraber, hisse senedi sayılamazlar, Çünkü;

- Kar ve zarar ortaklığı belgeleri sahiplerinin, şirket yönetiminde oy hakları yoktur.
- Bu belgeler vadeli olup, vade sonunda anapara ve kar payı geri ödenmektedir. En kısa vade 3 ay, en uzun vade 7 yıldır. KOB'lar 1 milyon TL. veya katları tutarında hamiline veya nama yazılı şekilde ihraç edilebilir.

Bu tür belgelerin kara iştirakli tahvillerle da bir ilgisi yoktur. Çünkü zarar durumunda senet sahibinin zarara katılması söz konusudur.

KOB'nin çıkarımı ve düzenlenmesi Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine tabidir. Bu belgelerin tutarları, ihraç ve ödeme koşulları ile diğer nitelikleri Kurul tarafından belirlenmektedir. Menkul kıymet alım-satımı ile uğraşan ortaklıkların bu belgeleri ihraç etmeleri yasaklanmıştır(86).

IV - KATILMA İNTİFA SENETLERİ

Ortaklıklar, nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, yeni pay alma ve Tebliğ ile belirlenen olanakların bir bölümünden veya tamamından yararlanma haklarını sağlayan KİS çıkarılabilir. KİS nama yazılı olabileceği gibi, hamiline de çıkarılabilmektedir. Esas sözleşmede hüküm bulunmak koşuluyla, genel kurul kararı ile süresiz olarak çıkarılabilir(87).

(85) 14.7.1992 tarih Seri III No.lu Resmi Gazete'de yayınlanan Tebliğ.

(86) GÜNAL, Vural, Sermaye Piyasası Hukuku, İstanbul, sy.109.

(87) 14.1.1992 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu Seri III, Tebliğ 10 ile.

KİS, nakit karşılığı satılmak şartıyla çıkarılabilir ve belirli bir sermayeyi temsil etmedikleri için bu senetlere sahip olan şahıs ya da kuruluşların şirket yönetimine katılma ve oy verme hakları yoktur. KİS belli bir nominal değerde çıkarılır ve bunun alt sınırı 1.000 TL. olup, bunun katları şeklinde değerleri serbestçe belirlenir(88).

V - OYDAN YOKSUN HİSSE SENETLERİ

OYHS'ler ortakların sermaye arttırımı ile ihraç edebilecekleri oy hakkı hariç, sahibine kar payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir. Nama yazılıdır. Ortakların çıkarabilecekleri OYHS itibari toplam değer tutarı, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin 1/2'sini geçmemek üzere esas sözleşmelerinde gösterilir. Daha önce ihraç edilmiş OYHS miktarı hesaba katılır.

OYHS'lerin ilk ihracında halka arz zorunludur. Ortaklık 3 yıl ard arda kar dağıtmazsa veya mevzuat uyarınca izin verilmediği halde, herhangi bir nedenle bir yıl kar dağıtmazsa, durumun kesinleştiği genel kurul toplantı tarihini izleyen yıl OYHS sahipleri oy hakkını elde ederler ve OYHS adi pay senedine dönüşür(89).

VI - TAHVİLLER

1 - TANIMI

Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine "tahvil" denir(90).

Tahviller muhtelif kúpürler halinde çıkarılabilir. Ancak her kúpürün kıymetinin yuvarlak ve seri içinde birbirine eşit olması gerekir.

(88) SERMAYE PİYASASI ..., sy.45.

(89) SERMAYE PİYASASI ..., sy.45.

(90) TTK., Md.420.

Anonim şirketler, esas sözleşme tahvil çıkarmaya müsait olsa bile, genel kurul kararı ile tahvil çıkarabilirler. Kanunun tahvil sahiplerini korumak amacıyla almış olduğu tedbirlerin başında, anonim şirketlerin çıkaracakları tahvil miktarını "ödenmiş ve tahvil ihracı esnasında mevcudiyeti anlaşılan sermaye" ile sınırlayan hüküm gelir(91). Bazen sermayenin tamamı ödendiği halde zarar neticesinde bir kısmı eksilmiş olabilir. Bu takdirde ihraç edilecek tahvil miktarı kalan sermayeyi geçemez. Ödenmiş sermayenin ne kadarının halihazırda şirket bünyesinde mevcut olduğunu bilirkişi marifetiyle ticaret mahkemeleri tayin eder ve buna göre tahvil ihracına izin verirler(92).

2 - TAHVİL TÜRLERİ

A - Devlet ve Özel Sektör Tahvilleri

Maliye Bakanlığı tarafından belli amaçlarla çıkarılan dahili iç borçlanma tahvilleri uzun vadeli, hazinenin dönemsel ihtiyaçları için çıkarılan tahviller ve hazine bonoları kısa vadeli. Ancak enflasyonun hızlandığı dönemlerde tüm tahviller 1-2 yıllık kısa vadeli ihraç edilir. Hazine bonoları kısa vadeli, çok defa kuponsuz, tasarruf bonoları orta vadeli tahvil mahiyetinde olup ihraç şartları ve faiz oranları değişiktir. Uzun vadeli devlet tahvilleri her zaman işlemiş faiziyle birlikte paraya çevrilebildiği için faiz oranları daha düşüktür. Devlet tahvilleri ihalelerde teminat olarak kullanılabilir. Belediyeler, Emlak Bankası gibi kamu kuruluşlarının çıkardığı tahviller de devlet tahvili sayılır.

Anonim ortaklıkların tahvil çıkarma kararları olağanüstü genel kurulda alınır. Kurul, şirket sermayesinin en az 3/4'üne sahip ortakların hazır bulunmasıyla toplanır. Kararda mevcudun 2/3 çoğunluğu ile alınır(93).

Halka sunulan ya da özel satış yöntemi kullanılan tüm çıkarımlarda SPK'dan izin alınması gerekmektedir(94).

(91) TTK., Md.422.

(92) TTK., Md.424.

(93) TTK., Md.388/2, Md.423.

(94) TECER, Meral, Tahvil Yatırımlarının Yönetimi, Ankara 1989, sy.9.

B - Primli Tahviller ve Başabaş Tahviller

İhraç edilen bir tahvil üzerinde yazılı değerle satışa çıkarılıyorsa, bu başabaş tahvildir. Nominal değerinden daha aşağı bedelle satışa çıkarılan tahvillere primli tahvil denir. Ticaret Kanunu'muz hisse senetlerinin nominal değerden daha aşağı bedelle ihraç edilmesini yasakladığı halde(95) tahviller için böyle bir engel yoktur. Tahvil ihraçlarını düzenleyen diğer mevzuatımız da tahvillerin nominal değerlerinin % 5'i kadar düşük bedelle ihracına izin vermektedir. Ayrıca satışın son gününden yani faizin işlemeye başladığı tarihten önce satın alanlara, erken satın alma süresine isabet eden faiz kadar indirim yapılabilmektedir.

Kredi hacminin daralması ve tahvil çıkaran işletmelerin çoğalması sonucu, tahvil piyasasında rekabet başlamıştır. İşletmeler çıkaracakları tahvilleri satabilmek için çeşitli teşvikler aramışlardır. Bu teşviklerin sonuçlarından biri olarak da primli tahviller ortaya çıkmıştır.

Primli tahvil çıkaran şirket, tahvillerine yatırım yapan kişilere satış anında veya geri ödeme tarihinde faize ek olarak bir prim ödemeyi öngörmüştür(96). Tahvilin nominal değerinin altında satışa sunulması ve nominal değerle geri ödeneceğinin belirtilmesi halinde "ihraç primi" sözkonusudur(97). Geri ödeme tarihinde tahvilin, nominal değerinin üzerinde ve satışa sunulduğu tarihte belirlenen bir bedelle geri ödeneceğinin belirtilmesi halinde ise "itfa primi" sözkonusudur.

C - İkramiyeli Tahviller

Tahvillerin satışını teşvik etmek için faiz ve erken satış priminden başka para ikramiyeleri de verilebilir. Ancak her ne isim altında olursa olsun, alıcılara sağlanacak menfaatler tahvilin itfa tablosunda belirtilen faiz ödeme tutarının içindedir. Türkiye'de, tahvil sahiplerine nakdi ikramiyeli çekilişler de dahil, her ne nam altında olursa olsun, faiz dışında bir menfaat sağlanamaz(98).

T.T.K. 421. maddesinden anlaşıldığı üzere, Türk hukukunda prensip olarak kabul edilen ikramiyeler 7.12.1974 tarihli Merkez Bankası tamiminin birinci maddesiyle sınırlandırılmıştır. Ayrıca ülkemizde ikramiyeli tahvil çıkartılmasına da rastlanmamıştır(99).

-
- (95) TTK., Md.286.
(96) SARIKAMIŞ, Cevat, Sermaye Pazarları, İstanbul 1980, sy.49.
(97) AKGÜÇ, Öztin, Finansal Yönetim, Ankara 1979, sy.573.
(98) 1.7.1987 tarihli Resmi Gazete.
(99) DOMANIÇ, Hayri, Kıymetli Evrak Hukuku, İstanbul 1975, sy.677.

D - Nama ve Hamiline Tahviller

Tahviller bütün menkul kıymetler gibi nama ve hamiline yazılı olabilirler. Ancak piyasamızda tahvillerin yalnız hamiline olarak ihraç edilmesi gelenekselleşmiştir.

Nama yazılı tahvillerin üzerinde hakiki şahısların ad ve soyadı ile tüzel kişilerin ticaret ünvanlarını taşıyan ifadeler bulunur. Nama yazılı tahvillerin aktarılması için yazılı bir aktarma bildirisine ihtiyaç vardır. Bu bildiri, senedin üzerine yazılabileceği gibi ayrı bir kağıt üzerine de yazılabilir. Aktarmanın tahvil defterine de işlenmesi gerekir(100).

E - Nakde Çevrilebilir Tahviller

Özel sektör tahvillerinin normal olarak belli bir vadesi vardır. Halihazır mevzuatımıza göre bu vade 2 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenir. Çıkarılan tahvillerin bedellerinin vade sonunda halka geri ödenmesi genellikle bir defada olmaz. Normal iktisadi şartlar altında 5 seneye varan bir itfa planı dahilinde tahvil bedelleri geri ödenir. Bazı tahvillerde ise tahvillerin ihracından itibaren belli bir süre geçtikten sonra istenildiği zaman işlemiş günlük faiziyle birlikte paraya çevrilme imkanı vardır. Bazı tahvillerde bu imkan her an kullanılabilir, bazılarında ise şirkete talepte bulunulması halinde bu tahviller itfaya dahil edilerek faiz ödeme tarihinde kupon ödemesiyle birlikte itfaya tabi tutulur(101).

F - Garantili ve Garantisiz Tahviller

Çıkarılan tahvillerin satış şansını arttırmak için bir bankanın veya şirketin bağlı olduğu holdingin garantisi sağlanır. Banka veya holdingin garantisi, çıkarılan tahvillerin anapara ve faizlerinin vadelerinde geri ödenmesini kapsar. Ayrıca tahvili çıkaran şirket büyük ve tanınmış bir holdingin bağlı kuruluşu olduğu halde kendisi şirket olarak tahvil piyasasında tanınmamış olabilir. Bağlı olduğu holdingin garantisinin de satış ilanlarıyla belirtilmesi tahvillerin satış şansını arttırabilir.

(100) OLUÇ, Mehmet, İşletme Organizasyonu ve Yönetimi, İstanbul 1978, sy.545.

(101) SERMAYE PİYASASI ..., sy.48.

Anonim şirketler, özel teminata sahip tahviller çıkarabilmektedirler. Bu tür tahvillerde, işletmenin sahip olduğu arazi, binalar, makine ve donanım gibi duran varlıkların bir kısmını ya da tümünü ödeme yükümlülükleri karşılığında teminat olarak göstermektedirler. İşletme faiz ve ana para borcunu ödemez, veya ödeyemez hale gelirse, tahvil sahipleri güvence olarak gösterilen rehin veya ipotekli malı satarak alacaklarını tahsil ederler. Eğer bunlar borcun ödenmesine yetmezse, şirketin öbür mallarına veya ileride elde edeceği gelirden alacaklıların alacakları ödenir(102).

Öte yandan uygulamada sık sık görüldüğü gibi bankalar, holdingler ve bazen devlet, ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde, asıl borçlu şirketin yanı sıra garantör sıfatıyla teminat vermektedirler(103). Bu tür tahvillerin çıkarılması, tasarruf sahiplerine tasarruflarının değerlendirilmesinde daha yüksek güvence sağlar. İşletmeler de bu tür tahvil çıkararak tahvillerini satmada kolaylık sağlar. Özellikle ülkemizde banka teminatlı tahviller uygulama alanı bulmuştur(104). En fazla tahvile teminat veren banka Türkiye Sanayi ve Kalkınma Bankası (TSKB) ve İş Bankası olmuştur. TSKB'nın teminat verdiği tahvil tutarının halka arz edilen özel şirket tahvillerine oranı % 14, İş Bankasının % 13,5 olmuştur(105).

G - Sabit ve Değişken Faizli Tahviller

Enflasyonun hızlandığı dönemlerde piyasa cari faiz oranının tahvil faiz oranlarını kısa zamanda geride bırakması, faiz oranlarıyla devamlı şekilde yukarı aşağı oynanması, tahvil piyasasında istikrarsızlığa sebep olur. Değişken faizli tahviller böyle durumlarda tahvil piyasasının tıkanmaması için ileriye dönük faiz riskini ortadan kaldırmak üzere piyasamızda ilk defa 1981 yılında Merkez Bankası'nca ihdas edilmiş, daha sonra çeşitli SPK Tebliğleriyle düzenlenmiş, 1.7.1987 tarihli SPK Tebliği ile kaldırmış, nihayet Seri II No.4 Tebliğe ek Seri II Tebliğ No.13 md. 15-16 ile yeniden düzenlenmiştir. Tebliğe göre faiz ödemeleri 3, 6 aylık ya da 1 yıllık dönemler itibarıyla kuponlara bağlı olarak yapılabilir(106).

-
- (102) BÜKER, Semih, İşletmelerde Finansal Yönetim, Eskişehir 1977, sy.190.
- (103) TECER, İşletmelerde ..., sy.18.
- (104) AKGÜÇ, sy.573.
- (105) ATUK, Bülent, "Türkiye'de Tahvil Piyasası", BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Temmuz 1974, sy.34.
- (106) SERMAYE PİYASASI ..., sy.48.

H - Endeksli Tahviller

Yine hızlı enflasyon yıllarında görülen bir tahvil uygulamasıdır. Değişken faizli tahvillerde yalnız faiz oranı enflasyona karşı korunmaktadır. Ana parayı korumakta, dövize ya da altına endeksli tahviller daha güvenceli olmaktadır. Bu tip tahvillerde ihraç tarihi ile vade günü arasında altın fiyatlarında ya da belli bir dövizin kurundaki artış yüzdesine göre ana para arttırılarak tahvil sahibine ödenir(107).

3 - TAHVİL BENZERLERİ

A - Rüşhan Haklı Tahviller

Bazı şirketlerin, çıkardıkları tahvillerin satışını kolaylaştırmak için, tahvillerin tümüne veya kura ile belirlenecek bir bölümüne, belli bir yüzdesine ya da belli bir limitin üstünde kalan kısmına ileride yapılacak ilk sermaye arttırımından rüşhan hakkı tanıdıkları görülür.

B - Kara İştirakli Tahviller

Seri II No. 16 numaralı Tebliğ, ortakların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartıyla, TTK'nun 422. veya Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13. maddesinin 1. fıkrasında belli edilen sınırlar içinde kara iştirakli tahvil çıkarılabileceğini, nama veya hamiline olarak çıkarılabilen bu tahvillere her yıl verilecek kar payının hesap şekli ve ödeme zamanının izahnamede gösterilmesini ve tahvilin ön yüzünde kara iştirakli olduğunun yazılması gerektiğini belirtmiştir.

Kara iştirakli tahviller vade sonu anapara ödemeli olarak çıkarılırlar. Bunların anaparalarının ödenmesi yıllara dağıtılamaz. İhraççılar, tahvillerde verilecek dönem kar payının belirlenmesinde aşağıdaki esaslardan birini seçebilirler:

- Faiz ve buna ek olarak tahvil tertibi için belli edilen kar payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşecek payın ödenmesi,
- Kar payının faizden daha az olması halinde, faiz ödemesi, faiz getirisine eşit ve daha fazla kar payı tahakkuk etmişse, kar payının ödenmesi,
- Bir faiz öngörülmeksizin tahvil tertibi için belli edilen kar payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesi,

C - Hisse Senetleri İle Değiştirilebilir Tahviller

İhraç sırasında izahname ve sirkülerde belirtilen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkça hisse senetleri ile değiştirilebilir tahville değiştirilmek üzere arttırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir(Seri II Tebliğ No.15).

Vadesi 2 yıldan az 7 yıldan çok olamaz. Değiştirilmesi, vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken 2 yıl sonra yapılabilir. Tahvilin hisse senediyle değiştirilmesi, ortaklık talebine ve tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak yapılır. Değiştirme süresi sonunda, hisse senetleriyle değiştirilmeyen HDT'ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan hisse senetleri Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliğ'ine uygun olarak halka arz edilir. Tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak değiştirilme durumunda, değiştirme hakkını kullanmayan HDT sahiplerinin değiştirme hakkı ortadan kalkar. İtfada HDT'lerin ibrazı ve tevdi karşılığında yalnız anapara ve işlemiş faizleri alabilirler. Ortaklığın talebine bağlı değiştirme durumunda değiştirme tarihinden en az 1 ay önce ortaklık tarafından en az iki gazetenin Türkiye baskısında ikişer kez yapılacak ilan yoluyla HDT sahiplerine duyuru yapılır(108).

VII - GELİR ORTAKLIğI SENETLERİ(GOS)

1 - TANIMI

Gelir Ortaklığı Senedi, köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ve benzerlerinden, kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirlerine gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılacak senetlerdir. Bu tanımın başlıca iki özelliği vardır;

- Gelir ortaklığı senedi ulaşım, haberleşme, enerji kesiminde kamuya ait olan altyapı tesislerinin gelirlerini ilgilendirmektedir.
- Sözü edilen tesislerin mülkiyeti ve işletmesi ile ortaklık senedi alanların hiç bir ilgisi yoktur(109).

(108) SERMAYE PİYASASI ..., sy.49.

(109) ÖZMEN, Selahattin, Türkiye'de ve Dünyada KİT'lerin Özelleştirilmesi, İstanbul 1987, sy.130.

G.O.S. hukuk sistemimize 2983 Sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun ile girmiş, daha sonra çıkarılan 3291 sayılı kanunla da bu senetleri güçlendirici hükümler getirilmiştir.

2983 Sayılı Kanunun 3. Maddesinde "Kamu İktisadi Kuruluşları ve iktisadi devlet teşekkülleri dahil olmak üzere, kamu kurum ve kuruluşlarına ait altyapı tesislerinin gelirlerine gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılacak senetler" GOS olarak tanımlanmıştır. Tanımdan da anlaşılacağı gibi, söz konusu olan bu tür altyapı tesislerinin halka satılması değil, tesislerin gelirlerine halkı ortak etmektir. Kanuna göre amaç, istikrarlı ve güvenilir gelir sağlamak suretiyle tasarrufları teşvik etmek ve sağlanacak ek finansman kaynakları ile kamu yatırımlarını hızlandırmaktır(110).

Kanunun sunduğu menkul kıymetler arasında GOS'lerinin eklenmesine ihtiyaç duyulmasının nedenleri şöyle sıralanabilir:

- Altyapı yatırımlarına devlet bütçesi dışında kaynak sağlamak,
- Soyut nitelikte olan Devlet tahvili veya hazine bonusu yerine somut imajlı olan Boğaziçi Köprüsü, Keban Barajı adlarını kullanarak daha kolay borçlanabilmek,
- Küçük kúpürler çıkararak sermaye piyasasının yararlanacağı yeni bir araç yaratmak,
- Özellikle faiz geliri elde etmekten çekinen ve haram sayan tasarruf sahiplerine gelir ortaklığı yoluyla ulaşmak,
- Enflasyon hızı aşağı çekildiğinde yüksek ve sabit faizli Devlet tahvillerinin hazineye getirdiği faiz yükünü hafifletmek(111).

2 - DÖVİZE ENDEKSLİ GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİ

2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının hızlandırılması hakkındaki kanun ve bu kanunun uygulaması ile ilgili 84\8495 Sayılı Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliği uyarınca Kamu Ortaklığı Fonu Kurulu tarafından Döviz Endekli Gelir Ortaklığı Senetleri ihraç ve satışına Haziran 1987 ayında başlanmıştır.

(110) SAĞCAN, sy.40.

(111) UMAN, Nuri, Gelir Ortaklığı Senetleri, RAPOR GAZETESİ.

Hasan Uğurlu Barajı gelirlerinin % 10'una tekabül eden kısmı için 25 milyar TL. karşılığı Alman Markı'na endeksli ve aynı barajın gelirlerinin % 10'na tekabül eden kısmı için 25 milyar TL.'lık Amerikan Doları'na endeksli gelir ortaklığı senetleri çıkarılmıştır.

Hasan Uğurlu Barajı A tertibi dövize endeksli gelir Ortaklığı Senetlerinin kúpürleri aşağıdaki şekilde olup, vadeleri ise 3 yıldır.

<u>Adet</u>	<u>Kúpür</u>	<u>Dövizin Cinsi</u>
25.000	100 DM	Alman Markı (DM)
50.000	500 DM	" " "
24.500	1000 DM	" " "
50.000	100 USD	Amerikan Doları(USD)
25.000	500 USD	" " "
11.500	1000 USD	" " "

Ancak, bundan sonraki tertiplerde kúpür ve vadelerin aynı olması gerekemeyebilir. Nitekim aynı Baraj gelirlerinin % 18'ine ortaklık hakkı veren Alman Markına endeksli 104 milyon Mark karşılığı ile, % 18'ine ortaklık hakkı veren 56 milyon Amerikan Doları karşılığı çıkarılacak B tertibi gelir ortaklığı senetlerinin kúpürleri aynı kalmış, vadeleri ise 5 yıl olarak belirlenmiştir(112).

3 - GELİR ORTAKLIĞI SENETLERİNE YATIRIM YAPILIRKEN DİKKAT EDİLMESİ GEREKEN HUSUSLAR

Gelir Ortaklığı Senedi almadan önce, ortaklığa konu alt yapı tesisinin yıllık geliri tahmin edilmeli ve bu konuda yapılan araştırmalar dikkatlice incelenmeli, hiç olmazsa basından takip edilmelidir.

Ortaklığa konu alt yapı tesisinin geliri yanında gelir ortaklığı senedinin bu gelirin yüzde kaçına ortaklık hakkı verdiği de senet tertibine düşen gelir payının hesaplanması için gereklidir.

Üzerinde durulacak bir diğer nokta da ihraç edilen gelir ortaklığı senedinin tertip değeridir. İhraç edilen tertip değeri ne kadar çok olursa tertibe düşen kar payı yüzdesi artmadıkça gelir düşük olarak gerçekleşecektir.

Konu hakkında bir örnek verirsek:

İstanbul 1. Boğaziçi Köprüsü için 5'er milyarlık ihraç edilen A ve B tertibi senetlerden 3 yıl vadeli olan A tertibi gelirin % 18'ine, 5 yıl vadeli olan B tertibi ise gelirin % 16'sına ortaklık hakkı vermektedir.

Bu iki tertip senedin ihraç değerleri aynı olduğundan gelirin % 18'ine ortaklık hakkı veren A tertibi senetler, gelirin % 16'sına ortaklık hakkı veren B tertibi senetlerden birkaç puan daha fazla gelir getirecektir.

Nitekim uygulamada 3. dönem gelir payı ödemelerinde A tertibi senetler % 34.71 , B tertibi senetler ise % 30.85 gelir getirmişlerdir.

Ancak, B tertibi senetler 5 yıl vadeli olduklarından 3 yıl vadeli olan A tertibi senetlerin vadelerinin dolmasından sonra da gelir getirmeye devam edeceklerdir.

Dövizde endeksli senet alımlarında ise bu uygulamalarda fiyat serbest olarak belirlendiğinden böyle durumlarda döviz kurunu en düşük tutan bankadan alım yapılması uygundur.

Senedin paraya çevrilmesinde ise T.C. Merkez Bankası efektif alış kurları esas alınacağından herhangi bir aracı bankada senet bozdurulabilir(113).

VIII - BANKA BONOLARI VE BANKA GARANTİLİ BONOLAR

14.7.1992 tarihinde yayımlanan Seri III, Tebliğ No 12, Kalkınma ve yatırım bankalarının sermaye piyasasından kaynak sağlamak amacı ile çıkaracakları bonoları ikiye ayırarak incelemiştir;

- Banka bonoları:

Bankanın bu tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip, Kurul'ca kayda alınmasını müteakip ihraç ettiği emre veya hamiline yazılı kıymetli evraktır. Banka tarafından satışı yapıldığı tarihte vadesine en az 90, en çok 360 gün kalmış olması gerekir.

- Banka garantili bonolar:

Bankadan kredi kullanan ortaklıkların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatı ile düzenleyip, alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankaca kendi garantisinde ve Kurul'ca kayda alınmasını müteakip, ihraç edilen kıymetli evraktır. Satış tarihi itibarıyla vadelerine en az 90, en çok 720 gün kalmış olması gerekir.

Tedavül limiti, bankanın ilgili Tebliğ hükümlerine göre satabileceği bonolardan herhangi bir anda tedavülde bulunabilecek azami tutarı ifade eder. Tedavül limiti, bankanın yetkili organlarınca onaylanmış son bilançosunda görülen ödenmiş sermayesi ve yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından varsa zararların düşürülmesinden sonra kalan miktarı geçemez. İhraç edilecek bonoların nominal değerinin 5 milyon TL.'dan az olmaması gerekir.

Kalkınma ve yatırım bankaları, ihraç ettikleri banka garantili bonoların içerdiği mali yükümlülüklerle kefil olmuş sayılırlar(Seri III Tebliğ No 12, md.19).

IX - FİNANSMAN BONOLARI

Batı ülkelerinde "commercial paper" olarak adlandırılan ve vadelerinin kısalığı nedeniyle para piyasası aracı olarak kabul edilen finansman bonolarının ihraç koşulları Sermaye Piyasası Kurulu'nun 31.7.1992 tarihli Tebliğ'i (Seri III Tebliğ No 13) ile düzenlemiştir. Finansman bonoları bu tebliğ hükümlerine göre, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır.

Finansman bonolarının vadesi 30 günden az 360 günden çok olmamak üzere 30 gün ve katları şeklinde belirlenebilir. İskontolu olarak ihraç edilir. Aşağıdaki formülle hesaplanan değer üzerinden satılır. İkincil piyasaları vardır(114).

$$\text{Satış fiyatı} = \frac{\text{Nominal Değer}}{(1 + \text{iskonto oranı})^{(a/b)}}$$

a: vadeye kalan gün sayısı

b: vade gün sayısı

X - VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER(VDMK)

Menkul kıymetleştirme uygulamasının alacaklara dayalı bir versiyonu olarak türetilen varlığı dayalı menkul kıymetler, Temmuz 1992 tarihinde düzenlenerek Türk Sermaye Piyasasının en çok ilgi çeken yatırım araçlarından biri olmuştur.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler(VDMK) 31.7.1992 tarihli 21301 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri III Tebliğ No: 14 ile düzenlenmiştir. Buna göre VDMK, ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya ilgili tebliğ hükümleri çerçevesinde temellük edecekleri alacaklar karşılığında, Kurul'ca kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evraktır. Burada temellük alacağın devralınması olarak düşünülebilir.

Bankalar finans sektöründe oynadıkları geleneksel öncü rolünü VDMK'lar konusunda da üstlenmiş ve bankaların getirdiği güven sayesinde VDMK'lar piyasada daha kolay kabul görmüştür. Türkiye'de bankacılık sisteminin yoğun ilgi gösterdiği VDMK'lar çok daha farklı bir uygulama sistemine sahip. Bankalar bir trust ya da özel bir şirket kurmadan ve bir derecelendirme kurumuna başvurmadan sadece Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almak yoluyla VDMK ihraç edebiliyorlar.

VDMK, disponibilite ve munzam karşılık gibi yükümlülüklerin kapsamı dışında kaldığı için bankalar açısından mevduattan daha ucuz bir fon kaynağı oluşturuyor. Bu nedenle de piyasanın hem arz hem de talep cepheleri VDMK'lara çok fazla ilgi gösterdiler. Aralık 1992 rakamlarına göre VDMK ihraç hacmi 14 trilyon 68 milyar TL.'na ulaşmıştır(115).

Dördüncü Kısım

TÜRKİYE`DE ÖZELLEŞTİRMENİN ALTYAPISI

I - ÖZELLEŞTİRME

1923 yılında Türkiye Cumhuriyeti kurulduğu zaman sanayinin durumu çok kötü idi ve batılı anlamda sanayi tesislerinin TC.sınırları içinde bulunmadığını biliyoruz(116).

(115) "VDMK", BANKACILAR DERGİSİ, S.10, sy.62.

(116) MANİSALI, Erol, Gelişme Ekonomisi, İstanbul 1978, sy.211.

Türkiye Cumhuriyetinde devlet işletmeciliği, Osmanlı döneminden kendisine miras kalan bazı kamu teşebbüslerinin faaliyetlerine devam etmesiyle başlamıştır. Özel sektörün, Cumhuriyetin ilk yıllarında hızlı bir sanayileşme için gerekli sermaye birikimi yoktur. Ekonomideki alt yapı ve müteşebbis eksikliği de buna imkan vermemektedir. Bu ortamda 1930'lu yıllarda devlet, kamu işletmeciliğine ağırlık vermek zorunda kalmış, 1933 yılında Sümerbank ve arkasından Etibank yaratılarak, temel sanayilerin bu kamu teşebbüsleri aracılığıyla kurulması amaçlanmıştır. Daha sonraki yıllarda ise, değişik alanlarda yeni kamu iktisadi teşebbüslerinin kurulmasına devam edilmiştir. Sonuç olarak bu teşebbüslerin ekonomideki payları hızla büyümüş ve giderek kamu iktisadi kuruluşları ekonomiye yük olmaya başlamışlardır.

Kamu iktisadi teşebbüslerinde zamanla teknolojiler eskimiş, ihtiyacın çok üzerinde personel çalışmaya başlamış ve prodüktivite düşmüştür. Bünyelerinde gereksiz birimler kurulduğu için suni büyümeler meydana gelmiş, bu durum, atıl kapasitelerin doğmasına yol açmıştır. Politik baskılar sebebiyle yönetimlerde devamlılık sağlanamamış ve kariyere önem verilmemeye başlanmıştır. Değişen ve globalleşen dünyadaki şartlara uyum gerçekleştirilememiştir. Avrupa Topluluğu ile giderek artan ekonomik bütünleşmeye bağlı olarak, korumacılıktan uzaklaşmıştır. Bütün bu sebepler sonucunda iç piyasanın ihtiyaçlarını karşılamak üzere oluşturulan KİT'ler, zarar etmeye başlamışlardır. Artan zararlar, kamu finansman dengelerini olumsuz yönde etkilemiş ve mali kötüleşme bütçeye büyük bir yük olmuştur(117).

1 - ÖZELLEŞTİRMENİN AMAÇLARI

Özelleştirme ekonomik amaçlar yanında mali, toplumsal ve siyasal amaçlar da taşımaktadır. Kamu sektörünün verimsizliğini azaltmak, serbest piyasa düzeni içinde sermaye piyasasını güçlendirmek ve döviz gelirlerini arttırmak gibi ekonomik amaçları gerçekleştirirken, sınai mükiyeti halka yaymak ve tam bir liberal ekonominin gereklerini uygulamak da özelleştirmenin temel amaçları arasındadır.

Özelleştirmede amaç, ne pahasına olursa olsun özelleştirme değildir. Ekonomideki yapısal değişikliğin önemli bir halkası olarak ona ivme kazandırmaktır. Özelleştirme ile aynı zamanda süregelen mevcut sistemlerin yıkılması amaçlanmaktadır. Devlet artık şirket yönetmeyecektir. Mikro değil, makro düzeyde ekonomik yönlendirici olacaktır. KİT'leri karlı durumda halka devredecek, onların sorunları altında ezilmeyecektir. Bütün bu amaçlar özelleştirme ile gerçekleştirilecektir.

(117) KARLUK, Rıdvan, Türkiye'de Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Özelleştirme, İstanbul 1994, sy.1.

Özelleştirmenin amaçları şu şekilde özetlenebilir;

- Hükümetin finansal ve yönetsel yükünü azaltmak,
- Rekabeti artırmak, yatırımlarda verimliliği yükseltmek ve etkinliği geliştirmek,
- Kamu kesiminin ekonomideki payını küçülterek, varlığını azaltmak(118).

A - Ekonomik Amaçlar

Kamu kesimi yatırım harcamalarının dolayısıyla yarattıkları etkiler doğrudan etkilerden daha önemlidir(119) şeklindeki görüşler devam etmekle birlikte, kamu kesiminin ticari hayattan çekilmesi ve sadece temel işlevlerini üstlenmesi artık günümüzde savunulur hale gelmiştir.

Dünya ekonomisinde özelleştirme programı uygulayan tüm ülkelerde özelleştirmenin bazı ortak amaçları vardır. Bu ortak amaçların dışında, her ülkenin kendi özel durumuna bağlı olarak farklı öncelik ve amaçları da olabilmektedir. Özelleştirme programı uygulayan tüm hükümetlerin paylaştıkları temel amaç, ekonomide "etkinliği" arttırmaktır. Gelişme yolunda olan Doğu ve Orta Avrupa ülkeleriyle eski Sovyetler Birliği'ne dahil ülkeler için amaç, ekonomide etkinliği arttırmak kadar, planlı ekonomiden, serbest piyasa ekonomisine geçmektir. Çünkü bu ülkelerde özelleştirme, geçiş sürecinde çok önemli anahtar rolü oynamaktadır(120).

Verimliliği arttırmak, serbest piyasa ekonomisini geliştirmek, sermaye piyasasını güçlendirmek ve döviz gelirlerini arttırmak amaçları bu grupta yer almaktadır.

- Verimliliği arttırmak;

Tüm dünya ülkelerinde kamu sektöründeki ortalama verimlilik oranı hemen her zaman özel sektörden düşüktür. Kamunun verimliliğini yükseltecek çağdaş, teknolojik gelişmelerin yakından izlenememesi, işgücü maliyetini yükselten siyasal tercihlili istihdam politikası uygulanması, ücretlerin düşüklüğü ve rasyonel yatırım programlarının uygulanmaması kamudaki verimsizliğin başlıca nedenleridir.

-
- (118) CEVİZOĞLU, M.Hulki, Türkiye'nin Gündemindeki Özelleştirme, İstanbul 1989, sy.24.
(119) ALKİN, Erdoğan, Gelir ve Büyüme Teorisi, İstanbul 1981, sy.343.
(120) KARLUK, sy.126.

Devlet mülkiyetindeki KİT'lerin verimsiz çalışmaları, ekonominin genel yapısı içinde ortalama verimlilik düzeyini de ters yönde etkilemektedir. Verimlilik arttırıcı genel politikaların yanı sıra kamu sektörünün sınırlandırılması da bir yönde önemli bir etken olacaktır.

- Serbest piyasa ekonomisini geliştirmek;

KİT'ler genelde fiyat ve kalite yönünden piyasa istemlerine karşı duyarsızdır. KİT'lerin bir kısmı ekonomide tekelci ya da tekel eğilimli yapıları nedeni ile piyasanın denetimini ellerinde bulundurmakta ve tam rekabeti engellemektedirler. İflas tehlikesi ile karşı karşıya bulunmamaları ve zararlarının genel bütçeden karşılanması, bu kuruluşların tekelci güçlerini korumalarına yardımcı olmaktadır. Böyle olunca ekonomik verimsizlikleri artarken, kaliteyi iyileştirmek, fiyat ve maliyeti düşürmek gibi bir gereksinim duymamaktadırlar.

Ekonomi politikasındaki neo-klasik akımın savunucuları da, piyasa ekonomilerinde devletin "yol göstericiliğinin" en aza indirilmesini ve hatta tümüyle kaldırılmasını savunmaktadırlar. Bu ekonomistlere göre, ekonomideki dengesizliklerin nedeni devletin ekonomiye yaptığı müdahalelerdir. Bu kuramcılara göre, yapılması gereken, yasal ve kuramsal serbestleştirme ile özelleştirme(121).

- Sermaye piyasasını güçlendirmek;

Özelleştirmenin amaçlarından biri de gelişmekte olan ülkelerde uzun süreli ve geniş boyutlu sermaye piyasasını geliştirmektir. Türkiye'de olduğu gibi çok sayıda gelişme yolundaki ülkede, sermaye piyasasının eksikliğini duyduğu en önemli şey yeterli menkul değer arzıdır. Gelişme yolundaki ülkelerde kamusal değerlerin sermaye piyasasına akıtılması ile hem özelleştirmenin ilk adımları atılır, hem de sermaye piyasası arz talep dengesinin geliştirilmesi sağlanır. Bunu sağlamak hükümetler ve yatırımcılar için büyük sorunlar yaratabilir. Sorunların çözümü, birkaç olumlu ya da olumsuz gelişmeden sonra bürokraside ve tasarrufçu kesimde sermaye piyasası kültürünün oluşturulması ile mümkündür. Özelleştirme ile kamusal menkul değerlerin, sermaye piyasasına akımı ile hükümetlerin ekonomik gelişmeyi akılcı bir şekilde denetleyici rolü de amaçlanır.

- Döviz gelirlerini arttırmak;

Özelleştirme yolu ile döviz gelirlerini arttırmak, özellikle gelişme yolundaki ülkelerde görülen ödemeler dengesi açığını kapatmaktadır. Gelişme yolundaki ülke hükümetleri, dış ödemelerinde döviz darboğazı içindedirler. Özel yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye girişini özendirerek döviz gelirlerini arttırmak olanağı vardır. KİT'lerin pay senetlerinin, öncelik sırasını gözeterek dış yatırımcılara satışını sağlamak da ivedi döviz kaynağı yaratılmasında düşünülen çözümlerden biridir.

B - Mali Amaçlar

Devlet, büyük mali bunalımlara girdiği dönemlerde KİT'lerin özelleştirilmesi ile gelir sağlayabilir. Dış kredi itibarının olmaması, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan destek görülmemesi gibi nedenlerle dış borç sıkıntısı çeken hükümetler, özelleştirme ile gelir sağlama yoluna gidebilirler. Devletin KİT'leri satarak gelir sağlamanın bir başka nedeni de, ülke içindeki küçük tasarrufluların devlet tahvili ve hazine bonusu gibi kamunun menkul değerlerine olabilecek güvensizliğidir. Devletin kendisine gelir sağlama yöntemleri arasındaki vergilerin teknik olarak toplanmasındaki eksiklikler ve halkın oyuna gereksinimi olan politikacıları sevimsiz göstermesi de özelleştirmeyi bir seçenek gelir kaynağı durumuna getirmektedir.

C - Toplumsal ve Siyasi Amaçlar

Bunlar arasında, sermayenin geniş kitlelere yayılmasını sağlamak ve siyasal felsefeyi yürürlüğe koymak bulunmaktadır.

Sanayileşmiş toplumlarda görülen servet dağılımındaki dengesizlikler, gelişme yolundaki ülkelerde daha belirgin olarak ortaya çıkmaktadır. Servet dağılımındaki bu dengesizliğin önde gelen nedeni, gelir dağılımındaki adaletsizlik ve bu gelirlerin kullanımınıdır. Ortaklarına yüksek oranda kar dağıtabilecek durumdaki KİT'lerin pay senetlerinin halka açılması, denge yolunda atılacak önemli bir adımdır(122).

2 - TÜRKİYE`DE ÖZELLEŞTİRMEİNİN KISA TARİHÇESİ

Ülkemizdeki özelleştirme düşüncesi, Kamu İktisadi Teşebbüsleri'nin kuruluş tarihleri kadar eskidir. Türkiye'de ilk KİT'ler ortaya çıkarken kuruluş kanunlarında bu konuda hükümlerin yer aldığı görülmektedir. Türk özelleştirme tarihi Cumhuriyetin ilk yıllarına kadar uzanmakla birlikte, ilk ciddi uygulamalar 24 Ocak 1980 kararları ile başlatılmıştır. Bu nedenle, ülkemizdeki özelleştirme faaliyetlerini bu tarihi sınır kabul ederek incelemekte yarar vardır.

24 Ocak 1980 sonrası dönemde, özelleştirme için bir yandan yasal altyapı oluşturulurken, öte yandan da uygulamaya yönelik uluslararası düzeyde hazırlık çalışmaları sürdürülmüştür. Bu amaçla, Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), 15 Mart 1985'te uluslararası mali piyasaya çıkarak, iki Amerikan ve beş İngiliz şirketten Türkiye'deki özelleştirme için bir Ana Plan (Master Plan) hazırlamaları için teklif istemiştir.

DPT, çağrısında hükümetin özelleştirme düşüncesini şu şekilde açıklamıştır:

"Kamu İktisadi Teşebbüsleri'nin halen faaliyet gösterdiği sanayi kollarındaki iktisadi performansın geliştirilmesi, ürün ve hizmet kalitesinin yükseltilmesi, sanayide kamu ve özel kesim paylarının değiştirilmesi, hükümetin asli görevlerinin icrasına daha geniş imkan tanınması, KİT'lerin bütçe üzerindeki yükünün hafifletilmesi ve Hazine'ye KİT satışları yoluyla gelir sağlanması vb. diğer amaçlarla, söz konusu kuruluşlar için bir özelleştirme programının geliştirilmesi istenmektedir. Bu programın bir Özelleştirme Ana Planı'nın hazırlanması ve ardından araştırma sonuçlarına göre özelleştirilmesinde yarar görülen kuruluşlar için uygulamaya geçilmesi iki aşamadan meydana gelmesi öngörülmektedir."

Özelleştirme ana Planı hazırlıklarını sürdürürken Dünya Bankası'nın da maddi desteğini sağlayan DPT'nin çağrısına yaklaşık iki ay sonra (20 Mayıs 1985'te) şu şirketler karşılık verdiler:

- . Morgan Guaranty Trust Company of New York (ABD),
- . The First Boston Corp.(ABD),
- . Morgan Grenfell and Co. Ltd.(İngiltere),
- . J.Henry Schroder Wagg and Co.Ltd.(İngiltere),
- . N.M. Rotschild and Sons Ltd.(İngiltere),
- . Lazard Brothers and Co. Ltd.(İngiltere),
- . Chase Manhattan Ltd.(İngiltere).

Söz konusu bu yedi kuruluşun teklifleri incelendikten sonra, ihale 347.000 ABD Doları karşılığı "Morgan Guaranty Trust Company of New York - ABD"ye verilmiş, ihale bedelinin 319.500 dolarlık bölümü ise Türk Lirası karşılığı olarak DPT tarafından ödenmiştir.

Morgan Guaranty ile,

- . Türkiye Sınai Kalkınma Bankası,
- . Sınai Yatırım ve Kredi Bankası,
- . Devlet Yatırım Bankası,
- . Yatırım Finansman, ve
- . Price Waterhouse Muhaş şirketleri taşeron olarak çalışmışlardır.

Başlangıçta altı ay olarak belirlenen proje süresi içinde Morgan Guaranty'den şunlar istenmiştir:

- Amaçların ve önceliklerin belirlenmesi,
- Sermaye piyasasının analizi,
- Temel özelleştirme faktörlerinin incelenmesi,
- Öteki ülkelerdeki özelleştirme örneklerinin incelenmesi,
- KİT'lerin analizi,
- Hukuki çerçevenin belirlenmesi,
- Muhasebe sisteminin incelenmesi,
- Özelleştirmeye engel noktaların belirlenmesi,
- Özelleştirmeye ulaşmada uygulanması gereken politika ve yollar,
- Özelleştirme faaliyet planı (genel ve özelleştirilebilecek KİT'ler için özel olarak).

Ana Plan çalışmalarını Kasım 1985'te başlatan DPT, çalışma boyunca iki Ara Rapor (Mid-Report) ve sonuçta da bir Ana Plan (Master Plan) hazırlanmasını istemiş, Ara Raporlar Nisan 1986'da, Master Plan da Mayıs 1986'da hükümete sunulmuştur. Bu arada, bağımsız olarak yasal altyapı çalışmalarını sürdürmekte olan hükümet, Morgan Guaranty'nin Ana Planı'nı Türkiye'ye tesliminden bir ay sonra 3291 sayılı Özelleştirme Yasası'nı çıkarmıştır(123).

30 Haziran 1993 günü TBMM'de okunan ve 6.7.1993 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Hükümet Programı'nda, "KİT Reform Programı ve Özelleştirmeye" ilişkin hükümler aşağıda verilmiştir.

"KİT'ler, bağlı ortaklıklar, devlet iştirakleri, genel bütçeye dahil iktisadi kuruluşlar, süratle özelleştirilmeleri yoluna gidilecektir. KİT'lerin, sermaye piyasalarının getirdiği tüm yeniliklerden etkin bir şekilde yararlanmaları için, bu konuda bilgi sahibi olmaları sağlanacaktır.

KİT reform programı yaygın ve hızlı bir özelleştirme programı ile birlikte yürürlüğe konulacaktır. Sürekli zarar eden ve özelleştirilmeleri mümkün olmayan kuruluşların, tamamen veya kısmen tasfiyeleri sözkonusu olabilecektir.

Özelleştirme dışında kalacak KİT'lerin, Türk Ticaret Kanunu kapsamındaki faaliyetlerinin, ücret, fiyat ve yatırım kararlarının, verimlilik ve karlılık anlayışı içinde, kurum yönetim organları tarafından yürütülmesi sağlanacaktır.

KİT reform programı ve özelleştirme uygulamalarının yolaçacağı istihdama yönelik sorunlar, gerektiğinde uluslararası kuruluşların desteğinden de yararlanarak oluşturulacak sosyal güvenlik ve koruma sistemi içinde çözülecektir.

Özelleştirme ve KİT reformundan doğacak istihdam sorunları, erken emeklilik, işsizlik sigortası, tazminat ödemeleri ve yeniden işe yerleştirme gibi tedbirler üzerinde işçi, işveren ve sendikal kuruluşlar arasında mutabakat sağlanarak çözümlenecektir.

Özelleştirme kapsamı genişletilerek, KİT, bağlı ortaklık ve iştirakleri içermekle kalmayacak; başta Tarım Satış Kooperatiflerine ait sınai tesis ve işletmeler olmak üzere, diğer kamu kurum ve kuruluşlarını da içine alacaktır.

Özelleştirilecek kuruluşların kamuya olan borçlarının Hazine tarafından üstlenebilmesine ve böylece özelleştirilmenin hızlandırılmasına imkan verecek bir sistem geliştirilecektir.

Özelleştirme uygulamalarında yabancı sermayeyi ve özellikle yabancı kurumsal yatırımcıları özendirici bir finansal altyapı oluşturulacaktır.

Özelleştirmeden sağlanacak kaynaklarla öncelikle sanayileşme teşvik edilecek, ayrıca küçük ve orta boy işletmelere, esnaf ve sanatkarlara ek kredi imkanı sağlanarak, onların ek istihdam yaratmalarına katkıda bulunulacaktır.

PTT'nin öncelikle posta haberleşme olarak ikiye ayrılması gerçekleştirilecek ve Telekomünikasyon A.Ş. kurulacaktır. Tasarruf hakları yeniden gözden geçirilerek özelleştirilmesi sağlanacaktır.

"İşsizlik Sigortası" sistemi kurulacak ve aşamalı olarak yaygınlaştırılacaktır. İlk uygulamada KİT reformu ve özelleştirme nedeniyle işsiz kalan işçilere öncelik tanınacaktır"(124).

Türkiye'de, özelleştirme konusunda alınacak önlemler, Morgan Guaranty'e göre şunlardır:

- Özelleştirmenin başarısı için, KİT mali hesapları açık ve gerçekçi şekilde ortaya konulmalıdır. Bu amaçla uluslararası muhasebe firmalarından yararlanmalıdır. KİT'leri satın alacaklara bir güvence vermesi yönünden önemlidir. Bu konuda profesyonel muhasebecilerden yararlanmak mümkündür.
- KİT muhasebe memurları ve denetçileri için mesleki eğitim programları düzenlenmelidir,
- Mali yılın bitiminde başlayarak 6 ayı aşmayacak bir süre içerisinde denetim raporları hazırlanmalıdır,
- Muhasebe sistemi, genel fiyat seviyesini yansıtacak bir şekilde değiştirilmelidir. Latin Amerika ülkelerinde uygulanan enflasyon-ayarlı muhasebe sisteminden yararlanmak gereklidir,
- Sermaye piyasasının temelini oluşturacak olan para piyasasına işlerlik kazandırılmalıdır. Bu amaçla, T.C. Merkez Bankası aracılığıyla açık piyasa işlemleri yapılmalı, devletin teminatı altında bir "borsa ağı" oluşturulmalıdır. Bunun dışında sermaye piyasasının gelişmesine yarayacak yeni önlemler alınmalıdır. Bu amaçla Sermaye Piyasası Kanunu gözden geçirilmelidir.

Morgan Guaranty firması, Türkiye'de özelleştirecek 32 KİT'i iki kritere göre analiz ederek öncelikle özelleştirilecek KİT'leri belirlemiştir. Bu kriterler "ekonomik yaşayabilirlik" ve "yatırım ihtiyaçları" dır. Bu kriterlere göre yapılan analizler sonucunda özelleştirilecek KİT'ler öncelik sırasına göre üç ana ve sekiz alt sınıfa ayrılmıştır. Morgan Guaranty'nin öncelik sıralaması şöyledir:

* Birinci Öncelik:

- Tamamen satılabilecek olanlar,
- Çoğunluğu satılabilecek olanlar,
- Büyük bir kısmı satılabilecek olanlar,

* İkinci Öncelik:

- Bazı bölümleri satılabilecek, geri kalan kısımları ise rehabilitasyona tabi tutulacak olanlar,
- Zamanla özelleştirilecek olanlar,
- Satılması muhtemel olanlar,
- Devlet desteğiyle satılabilecek olanlar,

* Üçüncü Öncelik:

- Kamu hizmetleri gören teşebbüsler.

Birinci önceliği olan KİT'ler, hemen veya kısa sürede içinde satılabilecekleri kapsamaktadır:

- Tamamen satılabilecek olan KİT'ler şunlardır: T.C. Turizm Bankası A.Ş.(TURBAN), THY, USAŞ ve bağlı bazı ortaklıklar.
- Çoğunluğu satılabilecek olanlar: YEMSAN ve ÇİTOSAN.
- Büyük kısmı satılabilecek olanlar: TİGEM, TPAO ve ETİBANK.

İkinci öncelik sırası olan KİT'ler Plan'da şu şekilde belirlenmiştir:

- Bazı bölümleri satılıp, öteki bölümleri kapatılacak ya da iyileştirilecek olanlar: SÜMERBANK (tekstil, deri ve perakende satış mağazaları), Türkiye Süt Endüstrisi Kurumu (TSEK),
- Zamanla özelleştirilecek olanlar: PTT ve TEK. Bu kuruluşlar önce Türk Ticaret Kanunu kapsamına alınmalı ve muhasebe sistemleri yenilenmelidir. PTT ise iki ayrı kuruluşa ayrılmalıdır,
- Satılması muhtemel KİT'ler arasında ise EBK, TKİ, MKEK, Türkiye Gemi Sanayi A.Ş. ve Orman Ürünleri Sanayi Kurumu(ORÜS) vardır.
- Devlet desteğiyle satılabilecek olanlar: Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü, Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş., PETKİM, SEKA, Türkiye Gübre Sanayi A.Ş., Türkiye Demir Çelik İşletmeleri, Ağır Sanayi ve Otomotiv Kurumu ve Türkiye Taşkömürü Kurumu. Bu KİT'ler, devlet desteği olmadan ayakta durma imkanına sahip değildirler.

Üçüncü önceliği olan KİT'ler:

- Kamu hizmeti görenler: DMO, Türkiye Denizcilik İşletmeleri (TDİ), TCDD, DHMİ, TMO, TZDK ve Türkiye Uçak Sanayi A.Ş.

Hükümet, Morgan Bank'ın özelleştirme Ana Planını, gerçekçi bulmayarak uygulamaya koymamış ve her KİT için özelleştirme raporları hazırlanmasını ve bu amaçla özelleştirme çalışma grupları kurulmasını oluşturmak amacıyla bir genelge yayınlamıştır. Bu genelgede konu şöyle açıklanmıştır:

"Belirtilen bakanlıklar (Devlet Bakanlığı ve Başbakan Yardımcısı, Devlet Bakanları, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Bayındırlık ve İskan Bakanlığı, Ulaştırma Bakanlığı, Tarım Orman ve Köy İşleri Bakanlığı) bakan ya da müsteşara bağlı olarak ve iş hacmine göre en az 3 üyeden oluşan gruplar kuracaklardır,

Özelleştirme Grupları'nın görevi, özelleştirme için öneriler geliştirmektir,

Yerli ve yabancı danışmanlık kuruluşlarının hizmetlerine gerek olup olmadığını belirleyeceklerdir,

Bakanlığa bağlı KİT'lerin özelleştirilmesinde öncelikleri belirleyip, zamanlama planı yapacaklardır,

Bakanlıkların hazırlayacakları Ana Teklif için raporlar hazırlayacaklardır."

Bu genelge ile, KİT'lerden de, Morgan Bank'tan istendiği gibi ana teklifler istenmiş ve Banka'nın raporundan yol gösterici olarak yararlanılmıştır. Aslında bu yol göstericiliğe de uyulmamış, Bakanlar Kurulu 87\12184 No'lu kararıyla (RG. 30.10.1987), PETKİM (Petrokimya A.Ş.) ile Sümerbank'ın özelleştirilmesini prensip olarak kabul etmiştir. Fakat bu karara rağmen Türkiye'de ilk özelleştirme uygulaması, TELETAS'la başlamıştır(125).

Halka hisse satmanın ilk denemesi 1988 yılında gerçekleştirildi. Kullanılan yöntem yaygın satış yöntemi idi ve dönem koşullarında başarılıydı. 1988'in Şubat ayında 19 banka ve aracı kurumun görev almasıyla, TELETAS'taki % 40 kamu payının, % 22'lik bölümü önceden talep toplama yöntemi ile halka satıldı. Elde edilen gelir 15.400 milyon liraydı(126).

(125) KARLUK, sy.193.

(126) "Türkiye 1994 Yılı", EKONOMİST, 23.1.1994, sy.134.

Bilindiği gibi TELETAŞ PTT'nin iştiraki idi ve özelleştirmeden sonra, şirkette en büyük hisseye Belçika kökenli Bell Telephone sahip olmuş ve Yönetim Kurulunda (9 Kişi) 5 kişi ile temsil edilmeye başlanmıştır. Ancak, TELETAŞ örneği Türkiye'de özelleştirmenin kötü örnekleri arasında yer aldı. TELETAŞ'ı satın alan ALCATEL önce şirketin araştırma geliştirme bölümünü kapattı. Daha sonra, şirketin döviz kredilerinin ödenememesi dolayısıyla şirketin kapanma aşamasına kadar gelindi.

TELETAŞ deneyinden sonra özelleştirilecek kamu kuruluşlarındaki yöntem tartışılmaya başlandı.

Bu arada özelleştirme çalışmalarının finansmanı için yurtdışı kredi anlaşmaları da imzalandı. Ancak özelleştirmede esas sorun hükümetlerin, Türkiye'de özelleştirmeye mesnet teşkil edecek yasanın olmamasından dolayı özelleştirmeyi kanun hükmünde kararnamelemler ile yürütmeye çalışmaları olmuştur. Yetki yasasına dayanarak çıkarılan 5 kanun hükmünde kararnameyi Anayasa Mahkemesinin iptal etmesi ile Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun hukuki varlığı da sona erdi. Anayasa Mahkemesi 20 Temmuz 1994 tarihinde özelleştirmeye bağlı iş kaybı tazminatı ödenmesi ve yeni bir iş bulma, meslek geliştirme, edindirme ve yetiştirme eğitimi ile ilgili 532 Sayılı KHK'nın dışındaki 4 KHK için de yürütmeyi durdurma kararı aldı(127).

1993 ve 1994 yıllarında özelleştirme, Hükümet ile Anayasa Mahkemesi arasında hararetli tartışmalara yol açmış ve son olarak özelleştirme yasa tasarısı 1994 Kasım ayında Türkiye Büyük Millet Meclisi'nde oylanarak yasa olarak kabul edilmiş, bu tarihten sonra da artık Türkiye'de özelleştirmenin de yasal dayanağı oluşmuştur.

Türkiye için, her ne kadar toplumda yeterince tartışılmasa ve anlaşılmasa bile, ekonomik, politik ve sosyal yeni bir dönemin başladığına şahit oluyoruz.

İlerideki bölümde özelleştirmenin Türkiye'de başarıya ulaşabilmesinin koşulları incelenecektir.

(127) CUMHURİYET GAZETESİ, 22.7.1994, Ekonomi Sayfası.

II - ÖZELLEŞTİRMEYE OLUMLU YAKLAŞIMLAR

Özelleştirmeye olumlu yaklaşımları maddeler halinde vermek istediğimizde şu şekilde bir sıralama ortaya çıkmaktadır:

- Rasyonel ekonomik kararların çoğu, piyasanın serbestçe rekabet düzeni içinde verilecektir.
- KİT'ler daha verimli çalışması beklenen anonim şirketlere dönüşecek ve ekonomiye daha çok katkı sağlayacaktır.
- Sermaye tabana yayılacak, altın ya da taşınmaz mallara yapılan ekonomiye gelir getirmeyen (ölü) yatırımlar, ekonomiye kanalize edilecek ve aktif yatırımlara dönüştürülecektir.
- Devletin sınırlı kaynakları, KİT yatırımları ve onların borçlarının ödenmesi yerine, halkın öncelikli gereksinimlerine yönelik altyapı yatırımlarına ayrılacaktır.
- Ekonomi yeni bir canlılık kazanacak, durgunluk ve verimsizlik azaltılarak, tüketicilere daha kaliteli ürün ve hizmet sunulacaktır. Özelleşen kuruluşlar ürün ve hizmetlerini piyasa taleplerine uygun sayı ve çeşitlilikte üretmek konusunda serbesti ve karar yetkisine sahip olduklarından tüketici tercihleri optimal düzeyde karşılanacaktır.
- Tüketici tercihlerini anlama ve giderme açısından başarılı olan özel kuruluşlar kara geçme ve büyüme bakımından daha çok olanağa kavuşacaklar, bu da ekonomiye itici güç kazandıracaktır.
- Geliştirilecek serbest rekabet ortamı, o güne değin KİT'leri kendine rakip görmeyen öteki şirketler üzerinde de etki yapacaktır. Bu etki sonucunda sözkonusu kuruluşlar, daha kaliteli, ucuz üretim ve hizmete yöneleceklerdir.
- Var olan sistem içinde banka mevduatı ve tahvil gibi tasarruf araçları ile, bir anlamda verdiği "borç" karşılığı, gelir elde eden ya da bir yatırımın gelimine ortak olarak ilk, "mülkiyete ortak" olma şansına kavuşacaktır.
- Bu arada, KİT'lerin satılacak pay senetlerinden sağlanacak gelir de, yeni yatırımlara ve hizmet alanlarına harcanacak, bu da yaşam standardını yükseltme yönünde etki yapacaktır.

- Ülkeye çağdaş teknoloji transferi hızlanacak, dış rekabet gücü ve buna bağlı olarak da dışsatis artacaktır.
- Halkın mülkiyete ortaklığı sonucu sermayenin tabana yayılmasının gerçekleşmesi durumunda demokrasi güçlenecektir(128).

III - ÖZELLEŞTİRMEYE OLUMSUZ YAKLAŞIMLAR

Özelleştirme lehinde ileri sürülen gerekçelere karşın, karşıt görüşte olanlar KİT'lerin varlıklarını sürdürmesini ve ulusal ekonomide etkinliklerinin arttırılmasını savunmaktadırlar. Bunlara göre KİT'ler piyasa mekanizmasının ve özel işletmelerin yetersizlik ve eksikliklerini gidermek için devletin kullandığı araçlardan biridir. Bundan ötürü KİT'lerin kuruluş nedenleri, nitelikleri, yerine getirdikleri işlevler, yöneldikleri amaç ve hedefler gözönüne alınarak KİT'lerin özelleştirilmesi sorunu incelenmelidir. KİT'lerin temel amacı, net sosyal yarara maksimum katkıda bulunmaktır. Bunun için KİT'ler, ülkelere ve dönemlere göre farklılaşmakla birlikte belirli ekonomik, mali, siyasal ve sosyal hedeflere yönelik olarak faaliyette bulunurlar.

- Ekonomik hedefler: Piyasa mekanizmasının optimum kaynak dağılımını sağlamada yetersiz kaldığı durumlarda KİT'ler kaynak dağılımını düzenlerler. Özel kesimin yeterli sermaye sahibi olmaması ya da risk yüksekliği, kar azlığı ve geri getiri döneminin uzun olması nedeniyle girişmediği, kalkınma ve gelişme için zorunlu olan altyapı tesislerini kurmak, temel mal ve hizmet üretecek büyük projeleri gerçekleştirmek, KİT'lerin hedefleri arasındadır. KİT'ler ulusal ekonominin ya da belirli endüstri dallarının yeniden yapılandırılmasında etkin ve sürükleyici bir rol oynayarak ekonominin rekabet gücünü arttırırlar. Üretim, yatırım, fiyat ve ücret politikalarıyla ekonomik istikrarın sağlanmasına katkıda bulunurlar.
- Mali hedefler: Devlete gelir sağlamak için KİT'lere mali hedefler verilebilir. Ancak gelir sağlamak ve kar elde etmek KİT'lerin temel amacını oluşturmaz. Diğer hedeflerle çatışmamak ve sosyal yararı arttırmak koşuluyla, KİT'ler belirli bir kar marjını gerçekleştirmek için çalışabilirler.
- Siyasal hedefler: KİT'lere ulusal bağımsızlığı gerçekleştirmek, yabancı sermaye egemenliğini kaldırmak ya da azaltmak, ülke güvenliğini sağlamak gibi hedefler verilmektedir. Genellikle siyasal hedefler ekonomik ve sosyal hedeflerle içiçe bulunmaktadırlar.

- Sosyal hedefler: Gelir dağılımında adaletsizlikleri gidermek; işsizliği önlemek; zorunlu malların belirli kalite, fiyat ve miktarda topluma sunulmasını sağlamak; çalışanların yönetime katılmasını ve sosyal hakların geliştirilmesini gerçekleştirmek KİT'lerin hedefleri arasındadır. KİT'lerin bu hedefleri gerçekleştirmeleri, toplumda sosyal barışın kurulmasına yardımcı olur.

Belirtilen amaç ve hedeflere yönelik olarak faaliyette bulunmaları açısından KİT'lerin konumu, özel işletmelerde temelden farklılık gösterir; çünkü KİT'ler özel işletmeler gibi yalnız karlarını maksimize etmek, cirolarını çoğaltmak, pazar paylarını arttırmak için faaliyet göstermezler; kamusal nitelikleri nedeniyle doğrudan genel yararı arttırmaya dönük hedefler doğrultusunda faaliyette bulunurlar. KİT'lerin genel yarar amacına ulaşmalarının en etkin yolu ise, bu kuruluşların kalkınma planı çerçevesinde yönetilmeleridir. Öte yandan, ekonomik bir işletme olmaları nedeniyle KİT'lerin verimli ve etkin çalışmaları gerekir; verimlilik ve etkinlik genel yararın ifadesi olan kalkınma planlarının amaç ve hedefleriyle uyumlu biçimde gerçekleştirildiği zaman, KİT'ler genel yarara yüksek oranda katkıda bulunacaklardır.

Bu görüşte bulunanların düşüncesine göre; KİT'lerin yöneldikleri amaç ve hedefler, üstlendikleri işlevler; zamana, her ülkenin kendine özgü sosyo-ekonomik koşullarına, gelişmişlik düzeylerine ve KİT'lerin niteliklerine göre farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıklar gözönüne alınmadan, KİT'lerin özel kesime devredilmesini tüm ülkeler ve KİT'ler için geçerli bir çözüm yolu olarak ileri sürmek, gerçekçi ve etkin bir yaklaşım biçimi değildir. Dolayısıyla özel kesimin sermaye, teknoloji yönünden yetersiz olduğu, piyasa mekanizmasının etkin işlemediği az gelişmiş ülkelerde özelleştirme programı, gelişmiş ülkelerdeki deneyimler kadar başarıyla uygulanamayacaktır. Öte yandan bu programın kapsamı belirlenirken. KİT'lerin nitelikleri dikkate alınmalıdır. Azalan maliyet koşullarının geçerli, dışsal yararların önemli olduğu ve kamu hizmeti niteliğinin ağırlık taşıdığı faaliyet dallarında özel işletme ve monopollerin toplumun genel yararına olumsuz etkilerini önlemek amacıyla, bu dallarda çalışan KİT'ler özelleştirme dışında tutulmalıdır(129).

(129) ALTINTAŞ, M.Berra, KİT'lerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasasına Etkileri, Ankara 1988, sy.52.

IV - ÖZELLEŞTİRMENİN TÜRKİYE`DE BAŞARIYA ULAŞABİLMESİNİN KOŞULLARI

Özelleştirme kapsamı genişletilirken, aşağıda belirtilen ana prensiplerine uyulması durumunda, bundan sonra yapılacak özelleştirmelerde başarı şansı daha fazla olacaktır. Bu konuda dikkat edilmesinde fayda umulan prensipler, aşağıda ana başlıklar altında verilmiştir:

- KİT'ler asli fonksiyonları dışındaki faaliyetlerinden arındırılmalıdır,
- Özelleştirilecek ve kamuda kalacak KİT'ler belirlenmelidir,
- Önce iştirakler, sonra bağlı ortaklıklar, daha sonra da KİT'ler özelleştirilmelidir,
- Özelleştirme faaliyetlerini yürütecek "özerk" bir kurum oluşturulmalıdır,
- Her KİT için farklı bir özelleştirme stratejisi izlenmelidir,
- KİT çalışanları özelleştirme sonrasında mağdur edilmemelidir.
- Stratejik sektörlerden kar etmeyen ve gerice yörelere yönelik asgari yatırım yapma zorunluluğunun, özelleştirme sırasında şirketi alacak kuruluş tarafından yapılması sağlanmalıdır,
- Devlet tekelinde olan şirketlerin özel sektör tekeline dönüşmesini önlemek amacıyla, bu şirketler parçalanarak daha küçük birimlere bölünmelidir,
- Stratejik kararları etkileyebilmek için kamunun yönetimde, "altın hisse" ile temsil hakkı mutlaka korunmalıdır,
- Özelleştirilecek şirketlerin daha önce belirlenen öncelikler çerçevesinde ve bir süreç içerisinde, belli orandaki hisselerinin halka ve çalışanlara sunumu sağlamalıdır,
- Özelleştirme sırasında hisselerin % 5-15'ine denk gelen kısmının çalışanlara satışı teşvik edilmelidir,
- Ürün ve hizmet satış fiyatlarının uluslararası ölçülerin üzerine çıkmaması sağlanmalıdır,
- Stratejik alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin çoğunluk hisselerinin yerli-yabancı özel sektöre devredilmeden önce, azınlık hisselerinin devri yoluyla yönetim anlaşmaları yoluna gidilmelidir,

- Özelleştirilmesi mümkün olmayan KİT'ler belirlenerek bunlar, kamuya daha fazla yük olmaması için derhal kapatılmalı veya kısa zaman içinde tasfiye edilmelidir(130).

V - ÖZELLEŞTİRME BAĞLAMINDA ENDÜSTRİYEL DEMOKRASİ

Gelişmiş kapitalist ülkelerde küçük tasarruf sahibi olan kişilerin büyük sermaye yatırımlarına katılmalarının sağlanması sermaye piyasalarının geliştirilmesi ile olmuştur. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerde küçük tasarruf sahipleri daha yüksek ve düzenli gelir elde edebilmek için rasyonel seçimlerle şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar.

Halka yaygın bir şekilde satılan hisse senetlerinin işlevlerinin en önemlileri arasında gelir dağılımına yaptığı katkı sayılmaktadır. Elleri şirketin hisse senedini bulunduran şahıslar şirket yönetimi üzerinde kar beklentileri nedeniyle bir baskı unsuru olmaktadır.

Sermaye piyasası, özellikle gelişmekte olan ülkelerde büyük aile şirketlerinin halka açılmasına yardımcı olarak, mülkiyetin tabana yayılmasına imkan verecektir. Dolayısıyla da, ekonominin hücreleri olan bu şirketleri aile şirketleri olmaktan çıkarıp daha etkin ve verimli çalışması sağlanacaktır. Demokrasinin ana kuralı olan katılımcılık ekonomik kalkınmaya da hisse senetleri yoluyla ulaşmaktadır. Özelleştirme bağlamında da özelleştirilecek olan kuruluşların hisse senetlerinin bu kuruluşların çalışanlarına ve halka arz edilmesi ile demokratik bir gelişme olan katılımcılığın sağlanması da gündemdedir.

VI - ÖZELLEŞTİRME YÖNTEMLERİ

Bir ekonomide özelleştirme yöntemlerinden hangisinin uygulandığı, ülkenin genel ekonomik şartlarına, sermaye piyasasının durumuna, özelleştirilecek teşebbüsün niteliğine, teşebbüsün içinde bulunduğu mali şartlara, özelleştirmenin amaçlarından hangisine ağırlık verileceğine bağlıdır. Mesela, KİT sorununun çözümü yanında sermaye piyasasını geliştirmek, işçi ve yöneticileri mülkiyete ortak etmek, tasarrufların hisse senedine yönelmesini teşvik etmek de isteniyorsa, "hisse satışı" yoluyla özelleştirme en geçerli yöntemdir. Fakat, verimsiz kuruluşları bu yöntemle özelleştirme şansı çok zayıftır. Ayrıca ilk aşamada karsız kuruluşları devlet şemsiyesi altından çıkarmak ve böylece hazinenin yükünü bir

parça azaltmak amaçlanıyorsa, bunların elden çıkarılmasına uygun bir yöntem bulmak gerekir. Görüldüğü gibi, hangi özelleştirme yönteminin uygulanacağı, özelleştirilecek teşebbüsün durumuna ve özelleştirmeden beklenen amaçlara yakından bağlıdır. Bu bakımdan belli bir yönteme ağırlık vermek yerine, çeşitli yöntemlerin duruma ve şartlara göre uygulanması daha yararlı bir yoldur.

Özelleştirmede hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın, tam bir özelleştirmeden söz edebilmek için mutlaka KİT'in en az % 51'lik hisse payının özel mülkiyete geçmesi gerekir. Ayrıca yönetimin mutlaka özel kesimin elinde olması tam bir özelleştirme için kaçınılmazdır. Bu açıdan konuya yaklaştığımızda özelleştirme benzeri uygulamalar arasında yer alan "finansal kiralama" (leasing), "yönetim devri", "kamu özel sektör ortaklığı", "imtiyaz devri" ve "ihale yöntem"leri ile "kurumsal serbestileştirme", ekonomide mülkiyet ve yönetim devrini öngörmediği için tam bir özelleştirme olarak kabul edilemez. Bununla birlikte bu yöntemler, sonuçları açısından tam bir mülkiyet transferine yol açmamakla beraber, bu sonuca bir hazırlık olması bakımından "özelleştirme benzeri" yöntemler olarak tanımlanabilirler(131).

1 - KAMU ÖZEL SEKTÖR ORTAKLIĞI YÖNTEMİ

Bu yöntem kamu sektörü ile özel sektörün belirli paylarla ortak olduğu anonim şirketlerin, özellikle büyük ve riskli yatırımlara girmesi yöntemidir. Ortak kurulacak anonim şirketlerde, kamu payının daha düşük olması sistemi özelleştirmeye daha çok yaklaştırmaktadır. Yöntem, halen var olan üretim yada hizmetlerin özel sektöre açılmasını da içerir. Devletin kurulacak ortak kuruluşa fazla müdahale etmemesi, kuruluşun mali ve yönetsel açıdan bağımsız çalışması zorunludur.

2 - YÖNETİMİN DEVRİ YÖNTEMİ

İşletme Sözleşmesi Yöntemi adı da verilen bu yöntemle K.İ.T.'lerin yönetimleri özel sektöre devredilmektedir. İmzalanan sözleşmelere eklenecek bir madde ile belli sürelerin bitiminde K.İ.T.'lerin işletmesi şirket tarafından satın alınabilmektedir. Eğer böyle bir mülkiyet transferi öngörülmüşse, sözleşmede yönetime ödenecek ücret, kar payı ve payların devir koşulları ve devir takvimi de belirtilir. Bu yöntemle özel sermaye en az düzeyde kullanılarak, sözleşme sonunda elde edilecek ek fonlarla mülkiyet sağlanır. 2983 Sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hazırlanmasına Dair Kanun ile Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliği'nde "işletme hakkı devri" adıyla Türk hukuk mevzuatına giren bu yöntemin uygulanabilmesi için deneyimli kuruluşların bulunması gerekir. Yöntem Avrupa'da yaygın bir uygulama alanına sahiptir.

3 - FİNANSAL KİRALAMA YÖNTEMİ

Finansal kiralama, verimsiz çalışan KİT'lerin verimli (productive) ve karlı (rantabl) duruma geçmesi için kiraya verilmeleridir. Avrupa Finansal Kiralama Birliği, özelleştirme ile aradaki farkı ortaya koyacak biçimde finansal kiralamanın tanımını şöyle yapmaktadır:

"Finansal kiralama, belirli bir süre için kiralayan ve kiracı arasında düzenlenen, üreticiden kiracı tarafından seçilip kiralayan tarafından satın alınan malın mülkiyetini kiralayanda, kullanımını ise kiracıda bırakan bir anlaşmadır. Kiralanan malın kullanımı belirli bir kira karşılığında, belirli bir süre için kiracıya bırakılmaktadır."

Mülkiyet transferini öngörmediği için gerçek bir özelleştirme yöntemi olmayan finansal kiralama ile özelleştirilecek KİT'lerin mali yapıları güçlendirilebilir, serbest piyasa koşullarına göre çalışacak duruma getirilebilir. Türkiye'de de hukuki bir temele dayanan finansal kiralama alanında faaliyet gösterecek şirketlerin, pay senetlerinin tümü ada yazılı olmak üzere anonim şirket biçiminde kurulmaları zorunludur. Yasaya göre, düzenlenecek finansal kiralama sözleşmeleri ile KİT'ler en az dört yıl Türk ya da yabancılara kiralanabilmektedirler.

4 - İHALE YÖNTEMİ

Yine mülkiyet devrinin söz konusu olmadığı ihale yönteminde, özellikle belediye hizmetlerinin özelleştirilmesi mümkün olmaktadır. Hizmetlerin devredileceği özel kişi yada kuruluşların ihale sonucu belirlenmesinin, hizmetlerin daha rasyonel ve verimli olmasına yol açacağı ileri sürülmektedir.

Türkiye'de de uygulanmakta olan bu yöntemle, anakent ve ilçe belediyelerinin meydan, bulvar, cadde ve anayollarının yapımı, bakım ve onarımı, yolcu ve yük terminallerinin, katlı otoparkların yapımı ve işletilmesi, yeşil alanlar, parklar, bahçeler, spor ve dinlenme tesislerinin yapım hizmetleri özel sektöre yaptırılmaktadır.

II - PAY SENETLERİNİN SATIŞI YOLU

Özelleştirilecek KİT'lerin pay senetlerinin sermaye piyasasında satılabilmesi için önce, söz konusu KİT'in, sermayesi pay senetlerine bölünmüş (sermaye şirketi) biçimine dönüşmesi zorunludur. Bu sermaye şirketinin anonim şirket olması tercih edilmektedir. Daha sonra KİT'in aktiflerinin değerlendirilmesi, özkaynaklarının hesaplanması, pay senetleri fiyatının ve miktarının belirlenmesi gerekir.

1 - BİRİNCİ EL PİYASADA PAY SENETLERİNİN SATIŞI

Bu satış biçiminde, özelleştirilecek KİT'in pay senetleri doğrudan doğruya alıcılara arz edilmektedir. Sermaye piyasasından geçmeyen bu tür satış biçimi, sermaye piyasasını geliştirmek amacıyla tercih edilmemektedir.

2 - İKİNCİ EL PİYASADA PAY SENETLERİNİN SATIŞI

Sermaye piyasasının geliştiği ve aracı kurumların (underwriter) faaliyet gösterdiği ülkelerde, pay senetleri satışı borsada yapılmaktadır. Daha önce halka arz edilmiş ya da satılmış menkul değerlerin arz ve talebinin karşılaştığı ikinci el piyasalarındaki (menkul değer borsalarındaki) pay senedi satışı, "sabit fiyat" üzerinden ya da "taban fiyatlı artırma" yöntemiyle yapılır.

Sabit fiyat üzerinden satışta, pay senetlerinin üzerinde yazılı (nominal) değerleri esas alınarak satış gerçekleştirilmektedir. Bu, genel kabul görmüş, klasik bir satış yöntemidir.

Taban fiyatlı artırma yöntemiyle yapılan satışlarda ise, pay senetleri için belirli bir taban fiyat belirlenir ve bu fiyat genellikle aracı kurumların katıldığı artırımlar ile toptan satılır. Bu durumda, pay senetlerini alan aracı kurumlar bir fiyat garantisi vermektedirler. Pay senetleri aracı kurumun artırdığı fiyat üzerinden satılmazsa KİT'lerin ya da satışla görevli yönetimin bir kaybı olmaz. Çünkü, aracı kurum taban fiyatı ödemek zorundadır. Satılamayan senetler aracı kurumun elinde kalır. Kimi durumlarda, pay senetlerinin fiyatı kademeli olarak da belirlenebilir. Bu uygulamada, yine pay senetleri için önce bir taban fiyat seçilir, bunun üzerinde fiyat önerisi istenir. Eğer fiyat artırma önerisine uyararak, en yüksek fiyatı veren alıcı pay senetlerinin tümünü almak istemezse, istediği miktardaki senet kendisine verilir. Daha sonra ise, ikinci en yüksek fiyat önerisinde bulunan alıcının isteği karşılanır.

III - DİREKT SATIŞ YÖNTEMİ

Bu yöntem, KİT'lerin bir kısım aktiflerinin, müesseselerinin, ikinci faaliyet dallarının ya da küçük işletmelerin satış yöntemidir. Bu yöntemin uygulanmasında satılacak aktifler ya da bağlı kuruluşlar belli bir şirkete, birkaç şirkete ya da şirketler konsorsiyumuna "pazarlık yoluyla" devredilebilir.

Pay senetleri satışının söz konusu olmadığı bu yöntemde, satılacak KİT ya da bağlı kuruluşlar mali yönden güçlü olmalı, ancak çok büyük sermayeye ve aktiflere sahip bulunmamalıdır.

Yöntem, hızlı uygulanabilme yeteneğine sahip olmakla birlikte, özelleştirmeden beklenen yararları sağlama yönünden uygun görülmemektedir. Bu nedenle, ticari esaslara göre çalışan Sümerbank, Etibank ve TPAO gibi KİT'lerin bağlı ortaklıkları ya da müesseselerinin satışında başvurulabilecek niteliktedir(132).

(132) CEVİZOĞLU, sy.69.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB), TEMEL VE TEKNİK ANALİZ

Birinci Kısım

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB)

I - İMKB NİN TANITIMI

Sağlıklı bir sermaye piyasasından söz edebilmek için, mutlaka düzenli ve disiplinli bir borsanın bulunması gerekmektedir. Aksi halde borsasız sermaye piyasası gelişemez. Uygulamada sermaye piyasasına atfedilen birçok bazı işlevler, gerçekte menkul kıymetler borsasına aittir. Piyasa ekonomilerinin temel kurumlarından biri olan borsaların ekonomiye sağladığı hizmetleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

- i. Sermayeye Hareketlilik Sağlama İşlevi (Mobilite),
- ii. Likidite Sağlama İşlevi,
- iii. Güvence İşlevi,
- iv. Mülkiyeti Tabana Yayma İşlevi,
- v. Ekonomide Barometre İşlevi.

Öte yandan borsalar makro ekonomi açısından da barometre görevi yaparlar. Enflasyondaki, para arzındaki, gayri-safi milli hasıladaki, yatırım tasarruf oranlarındaki, döviz fiyatlarındaki değişmelerin ve siyasi istikrarsızlıkların ekonomi üzerindeki etkilerinin en iyi izlenebildiği yerlerden biri borsadır(133).

(133) BERBEROĞLU, "Hisse Senetlerinde ...", sy.5.

1 - KURULUŞU

Türkiye'de 1929 yılında yayınlanan kanuna göre kurulmuş olan Menkul Kıymetler ve Kambyo Borsası düzeni işlemediği için daha 1960'lardan itibaren borsa reformu üzerinde çalışmalara girişilmiş ve ancak 20 yıl sonra gerçekleştirilebilmiştir. Önce 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış ve Sermaye Piyasası Kurulu gibi bir düzenleme ve denetim organı meydana çıkmıştır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda borsayla ilgili hükümler bulunmamakla birlikte kanunun getirdiği tanımlar, anonim şirketler, menkul kıymetlerin halka arzı, kayıtlı sermaye, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil gibi yeni kavramlar, asgari temettü dağıtımı, aracı kurum, menkul kıymetler yatırım fonları ve ortaklıkları gibi yardımcı kuruluşlar hususunda getirdiği hükümlerin uygulamaya geçirilişi, yeni bir borsa düzenlemesine olan ihtiyacı daha belirgin hale getirmiş ve 1983 yılında 91 sayılı KHK (Kanun Hükmünde Kararname), 1984 ekiminde genel yönetmelik ve onu takip eden yıl sonunda da İMKB iç yönetmeliği yayınlanmak suretiyle yeni borsanın kuruluşu için gerekli yasal zemin tesis edilmiştir.

İMKB'nin kuruluşunda piyasa mekanizmasına dayanan bir ekonominin finansman alanında ikinci el piyasanın işlemezliğinden doğan boşluğu doldurma fikri hakim olmuştur. Gerçekten, 1447 sayılı Kanunla ortaya konmuş olan borsa düzeni başlayış koşullarının olumsuzluğu, gelişme seviyesi, ekonomik politikaların elverişsizliği yanında taşıdığı teknik niteliklerin yetersizliği, sistemin eskimiş olması ve siyasi otoritelerin ilgisizliği gibi sebeplerle işlevlerini yerine getirememiş ve sonunda tümüyle kaybetmiş durumda idi.

İMKB de bir devlet borsası karakterine sahip olarak daha elverişli koşullar içinde, daha geniş bir tecrübe zemini üzerinde ve daha dinamik bir yapıyla kurulmuştur. Eski borsadan farklı olarak tam anlamıyla tüzel kişiliğe sahiptir. Özerkliği ve maddi kaynakları genişletilmiştir. Borsa Komiserliği fiilen kaldırılmış, merkezi otoritenin borsa üzerindeki yakın gözetimi ve kamu yararlarının korunması rolü bir hükümet kararnamesiyle tayin edilen borsa başkanına bırakılmıştır. Ancak, öte yandan, borsanın çalışmaları SPK'nın gözetim ve denetimi altına konulmak suretiyle merkeziyetçiliğin dozu arttırılmıştır. Örneğin borsanın bütçesi, genel kurul kararları, yönetmelikleri SPK'nın onayına tabi olduğu gibi üyelik ruhsatları da doğrudan veya dolaylı olarak SPK tarafından verilmekte, borsanın bazı genel kurul toplantıları SPK'nın daveti üzerine yapılabilmekte, bu durum uygulamada güçlükler yaratmaktadır.

Resmi Gazete 6.10.1983 tarih - 18183 sayı no.da yayınlanan 91 sayılı K.H.K.'nin 11. maddesi, "menkul kıymetler borsasındaki alım-satım işlemlerine ilişkin kurallar Borsa Yönetim Kurulu'nca bir yönetmelikle tespit olunur" demektedir. Buna göre, Türkiye'de kurulacak her borsa kendisi için bir iç yönetmelik hazırlayacaktır. İç yönetmelikler borsaların yönetim kurullarınca hazırlanır; genel kurullarınca karara bağlanır ve SPK'nın onayı ile yürürlüğe girer. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği, İ.M.K.B.'nin çalışma esas ve kurallarını belirlemiştir.

İMKB'nin statüsünde teknik açıdan da önemli yeniliklere yer verilmiştir. Bu yenilikler başlıca aracılık rejiminde ve fiyat belirleme yöntemi konularında görülmektedir.*

Eski borsada mevcut asli üye, kayıtlı üye ayırımı terk edilmiş, üye türleri de banka, aracı kurum (borsa bankeri) ve borsa komisyoncusu şeklinde saptanmıştır. Borsadaki fonksiyonları açısından üye türleri arasında bir farklılık yoktur.

Bankaların borsa üyeleri arasında yer alması çok önemli bir gelişmedir. Bu konuda Alman sisteminden esinlendiği anlaşılmaktadır.

Üyelerin hem kendi nam ve hesaplarına, hem de müşteri hesabına işlem yapabilmeleri de eski borsa sistemine nazaran çok köklü bir değişiklik teşkil eder. Bu durum borsada işlemlerin genişlemesine yardımcı olmakta, aracılıları sadece komisyon gelirine bağlı kalmaktan kurtarmış bulunmaktadır. Üyelere tanınan bu imkanın doğurabileceği sakıncaları azaltmak üzere işlemler sırasında müşteri yararları ile kendi yararı karşılaştığında önce müşteri emrinin yerine getirileceğine dair Yönetmeliğe hüküm konulmuştur(134).

2 - AMACI

İMKB yönetmeliğinde menkul kıymetlerin borsaya kote ettirilmesinde daha belirli ve anonim şirketlerin halka açılmasını teşvik edici kriterlere yer verilmiş, borsa düzenimize kot dışı pazar, blok alım ve satımlar gibi yeni kavramlar getirilmiş, pazar seçenekleri tesis edilmiş, üyelik aidatı, kotasyon ve kotta kalma ücretleri, kürtaj (komisyon) ücretleri, kürtaj ücretleri tarifeleri daha rasyonel esaslara bağlanmıştır.

(134) FERTEKLİĞİL, Azmi, Anahatlarıyla Menkul Kıymet Borsaları ve Türk Borsa Sistemi, İMKB Araştırma ve Eğitim Müdürlüğü Eğitim Notları, sy.20.

Borsanın esas rolü hisse senedi piyasasını geliştirmekte ortaya çıktığı için buraya kadar hep hisse senedi pazarıyla ilgili açıklamalar verilmeye çalışıldı. Esasen borsada özel sektör tahvili, devlet tahvili, hazine bonusu ve gelir ortaklığı senetleri gibi diğer menkul kıymetler de alınıp satılmaktadır ve bunlarla ilgili işlemler hisse senedi işlem hacmine nazaran çok daha büyük bir yekün tutmaktadır(135).

3 - SORUNLARI

A - Fiziksel Sorunlar

Bilindiği gibi İMKB kuruluşundan beri son derece yetersiz yerleşme koşulları içinde faaliyette bulunmaktadır.

Başlangıçta, şimdi iki katını işgal ettiği binanın bir süre sonra tamamının Borsaya tahsis edileceği vadedilmiş, fakat bu gerçekleşmemiştir. Bu arada, yerleşmeyle ilgili sıkıntılar borsa geliştikçe daha ağırlaşmıştır. Bu sıkıntı en fazla, işlem salonunun darlığında kendini göstermektedir. Borsanın normal gelişmesini frenleyen bir faktör olarak bu engelin bir an önce aşılması zorunluğu karşısında borsa yönetimi, şimdilik yerleşme ihtiyacını daha iyi karşılayacak bir bina kiralanması yoluna gitmiştir. Pek yakında borsa, salonuyla, teşkilatıyla, üyeleriyle, Tophanede hazırlanmakta olan bir binaya taşınarak yerleşme sorununu hiç değilse 3-5 yıllık bir süre için büyük ölçüde çözümlenmiş olacaktır.

Ancak hemen eklemek gerekir ki, bu konuda nihai çözüm, borsanın ileride mülkiyeti kendisine ait ve başından itibaren kurumun fonksiyonlarını kolaylaştıracak şekilde inşa edilmiş bir binaya yerleşmesi olacaktır. Bu arada yeni borsa binasının 4. Levent civarında son derece yeterli bir bina olacağı yetkililer tarafından açıklanmıştır.

Borsa, teşkilatlanma açısından halen, 1986 yılındaki ilk kuruluş durumunu pek fazla öteye götürememiştir. Yer darlığı bu husustaki gelişmeleri engellemiştir. Yeni binada yerin elverişliliği ölçüsünde mevcut servislerin takviye edilmesi, ihtiyaca göre yeni servisler kurulması ve yeni elemanlar alınması imkan dahiline girmektedir. Ayrıca, yerleşme planında, şimdiye kadar borsada kaldıkları sürece müşteri temaları ve sair mesleki ihtiyaçları için, borsa salonu bir yana, en ufak bir yer imkanından mahrum bulunan üyelerin, borsa binası içinde çalışmalarını daha elverişli bir ortam içinde sürdürmeleri için kendilerine, uygun şekilde teçhiz edilmiş birer oda tahsisi öngörülmüştür.

Asıl önemlisi, yeni binadaki düzenlemelerde bir "Takas Odası", ya da "Teslim-Tesellüm Merkezi" kurulması için gerekli tesisin hazırlığına da girilmiş olmasıdır. Yerleşmeye geçildikten kısa bir zaman sonra, borsa yönetimince, böyle bir merkezin gerektirdiği servis organizasyonunun ele alınması beklenmektedir. Muhtemelen, model olarak, Fransada daha 1949 tarihinde kurulmuş olan SICOVAM (Societe Interprofessionnelle pour la compensation des valeurs Mobilieres) Teşkilatının daylandığı ilkelerden faydalanılacaktır. Bu merkezin ihdası ve geliştirilmesiyle, borsa üyelerine ve yatırımcılara ait menkul kıymetlerin muhafazası, devir ve teslim işinin sağlıklı ve kolay, hatta daha ileride kayıtlar üzerinde yapılması, büyük küpürlerin bozdurulması, günlük ödeme ve teslim şeklinde işlemlere geçilmesi gibi çeşitli kolaylık sağlanmış olacaktır.

Yeni binada çalışmaların daha modern ve rasyonel bir şekilde cereyanı için, insan unsurundan başka telefon, ekran, kara tahta, bilgisayar gibi teknik araç ve tesisattan da en geniş ölçüde yararlanılması amaçlanmıştır.

a) ELİT sisteminden kaynaklanan sorunlar

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda hisse senedi alım-satımı, üye temsilcilerinin "Bilgisayar" aracılığı ile sisteme ilettikleri alış ve satış emirlerinin karşılaşması (matching) sonucu "çok fiyat-sürekli müzayede" (multiple price - continuous auction) yöntemiyle gerçekleşmektedir.

Alım-satım, bilgisayar aracılığı ile yapılır. Şirketlerin ana sözleşmelerine dayanarak, belirli tertip hisse senetlerine farklı oranda kar payı (temettü) dağıtmaları, farklı oy kullanım hakkı tanınmaları veya farklı zamanlarda yapılan apel ödemeleri olduğunda ise, aynı hisse senedinin her tertibine ayrı pazar açılabilir. Ayrıca, işlem gören hisse senetlerinin "yeni" olarak adlandırılan tertiplerinin bulunması durumunda, Hisse Senedi Piyasasında "yeni" hisse senetlerine ayrı pazar açılmaktadır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda alım-satımlar peşin esas (cash basis) üzerinden yapılır. Malın ve bedelinin teslimi yönetmelikte belirtilen süre içinde yapılır (Md.15). Borsada, yerli ve yabancı menkul kıymetler Türk Lirası üzerinden alınıp satılır (Md.18).

"ELİT" (Elektronik İMKB Alım Satım Sistemi) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinin elektronik ortamda işlem görmesi amacı ile kurulmuş bir sistemdir. "ELİT"de elektronik ortamda verilen emirler, Sistem tarafından kabul edilerek, işlemler gerçekleştirilmekte ve her bir üye temsilcisinin, gerekli bütün bilgileri bilgisayardan izlemesini sağlayarak, borsa seanslarını ekrana getirmektedir(136).

Bu arada otomasyona geçen İMKB, ELİT sisteminin getirdiği kolaylıklar yanında bazı sorunları da içinde taşımaktadır. Bunların en önemlilerini şöyle sıralayabiliriz:

- Alıcı ve satıcıların kimler olduğu bilinmemekte, sadece alım-satım miktarları, lot olarak bilinmektedir.
- İşlemler gerçekleştikten sonra, alıcıların ve satıcıların kimler olduğu bilinmemekte, ancak bu aşamadan sonra, yatırımcılar açısından pratikte fazlaca bir yarar sağlayamamaktadır.
- Sisteme alım ve satım emirlerini veren aracı kurum kodları ile girilmekte, müşteri adı veya kodu ile girilmemektedir. Bu tür bir işlem de müşteri(yatırımcı) açısından zaman zaman sorunları da birlikte getirmektedir.
- Küsürat emirlerinde fiyat belirtilememektedir.

b) İMKB endeksinden kaynaklanan sorunlar

Endeks, bir veya daha fazla değişkenin zaman, mekan ve diğer özelliklere göre gösterdiği farklılıkların ölçüsüdür. Endeksler, karmaşık olayların tek bir rakama indirgenmesini sağlayan, olaylar ve sonuçları hakkında yaklaşık bilgi verebilen tek araçtır. Endeks birçok veriyi dikkate alıp, hızlı bir şekilde sonuca ulaşılmasını sağlayan rakam olarak da tanımlanabilir. Endeksler kullanılırken kapsamı, temsil yeteneği, hesaplama yöntemi ve sıklığı, avantajları, dezavantajları ve endeks üzerine yansımayan özelliklerin neler olduğu iyi bilinmelidir.

Fiyat indeksi en basit anlamıyla, bir ülkede para değerindeki yani paranın satınalma gücündeki değişmeyi ölçmeye yarayan bir araçtır. Bu araç hazırlanırken oldukça basit fakat sürekli bir çalışma gereklidir.

Ülkemizde Devlet İstatistik Enstitüsü DİE ve birkaç başka kurum tarafından hazırlanan Fiyat İndeks'leri için ilk olarak bir mal ve hizmet tablosu düzenlenir. Bu tablo'da ülke ekonomisinde en büyük önemi taşıyan yaklaşık 100 adet mal ve hizmet, birimleride belirtilmek ve bunların fiyatları boş bırakılmak kaydıyla alt alta sıralanır. Aynı tablo uzun bir süre en azından her yılın aynı günü olmak üzere piyasadan tesbit edilen fiyatlarla doldurulur ve tablo toplamı alınır(137).

Endeksler, zaman içinde bir süreklilik, dolayısıyla karşılaştırabilme imkanı sağlarlar. Böylece endekse konu olan değişken veya değişkenlerin yönü, değişimi veya gidişi belirlenebilir. Bunun için, endeksin, incelenmek istenen olayı temsil etmesi gereklidir.

"Gösterge" olarak da adlandırılabilen endeksler, aynı veya farklı zaman dilimi içindeki iki veya daha fazla değişkeni karşılaştırma imkanı sağlarken, geleceği tahmin aracı olarak da kullanılmaktadırlar. Endeksler, ayrıca aynı veya değişik mekanlardaki (örneğin diğer bir ülkedeki) aynı veya farklı değişkenlerin (örneğin hisse senedi getirilerinin) karşılaştırılabilmesini sağlar. Endeksler, iktisat, işletme ve sosyal olaylardaki konular arasında bir ilişki (bağıntı) olup olmadığı hakkında fikir de verebilir.

Endekslerden, üretim, fiyatlar, geçim, işçi gündelikleri, dış ticaret ve borsa gibi geniş alanlarda yararlanılır(138).

Fiyatlar genel seviyesi, genel olarak bir ekonomideki tüm mal ve hizmet fiyatlarının belirli bir dönemdeki tartılı ortalamasını göstermektedir. Sözü edilen bu tartılı ortalamanın alınması için bazı istatistik tabloları bulunmaktadır. Ortalama alınırken kullanılan tabloya göre fiyatlar genel seviyesini ifade eden indeks değerimizin ismi değişebilir(139).

(136) SERMAYE PİYASASI ..., sy.76.

(137) BERBEROĞLU, C.Necat, Genel Ekonomi - II, Eskişehir 1990, sy.25.

(138) SERMAYE PİYASASI ..., sy.151.

(139) BERBEROĞLU, C.Necat, Makro Ekonomik Analiz, Eskişehir 1986, sy.18.

Bütün uluslararası borsalarda olduğu gibi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki yükselişleri de borsa endekslerinden anlıyoruz. Borsa tarafından hazırlanan bileşik, mali ve sanayi endeksleri, borsanın o günkü performansını yansıtan göstergeler olarak ortaya çıkıyor. Ancak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören her hisse senedinin yükselişi, endeksi aynı ölçüde etkilemiyor. Bazı seanslarda, kimi hisse senetlerinde yaşanan küçük dalgalanmalar, borsa endeksinde önemli iniş-çıkışlara neden oluyor. Buna karşın kimi hisse senetlerindeki hızlı çıkışlar ise, bileşik ya da diğer endekslerde yaprak bile kıpırdatmıyor.

Hisse senetlerinin borsa endeksine etkilerini hesaplarken şöyle bir yol izleniyor:

- Hesaplama önce pazar kapitalizasyonu bulunuyor. Bu işlem için hisse senedinin o günkü pazar fiyatı ile hisse senedi adedi çarpılıyor. Elde edilen rakam, şirketin halka açıklık oranı ile çarpılıyor. Böylece o şirkete ait hisse senedinin halka açık kısmının pazar değeri bulunuyor.
- Tüm senetler için bu işlem yapılarak toplandığında, borsadaki halka açık şirketlerin toplam pazar değeri bulunmuş oluyor.
- Toplam pazar değeri ile şirketlerin tek tek pazar değeri oranlandığında, bir şirketin pazar değerinin toplam içindeki yeri bulunuyor. Buna borsada "endeksi etkileme oranı" deniliyor.

Aynı işlem hem bileşik hem de sanayi ve mali endeksler için benzer şekilde yapılabilir.

TABLO : 1

BİLEŞİK ENDEKSİ EN ÇOK ETKİLEYEN 20 HİSSE

Şirket	Hisse adedi (milyon adet)	Halka açıklık oranı (%)	Endekse etkisi(%)
1. Erdemir	2.304	40	12.14
2. Çukurova Elektrik	450	50	7.31
3. Arçelik	864	25	7.11
4. İş Bankası C (bedelli)	1.834	20	6.19
5. Koç Holding	1.000	10	5.36
6. Yapı Kredi	1.800	25	4.35
7. Ege Bira	201	25	3.23
8. Otosan	110	15	2.78
9. Bağfaş	200	70	2.77
10. Koç Yatırım	120	35	2.62
11. Aksa	414	20	2.51
12. Migros	20	40	2.46
13. Sarkuysan	75	75	2.24
14. Garanti Bankası	2.000	5	1.84
15. Akal Tekstil	168	35	1.58
16. İş Bankası C (bedelsiz)	416	20	1.53
17. Alarko Holding	192	24	1.52
18. Kartonsan	108	50	1.52
19. Tofaş Oto fabrika	600	2	1.50
20. Petrol Ofisi	504	5	1.39

Ereğli Demir Çelik Fabrikaları her zaman borsanın en çok konuşulan kağıtlarından olmuştur. Erdemir'de yaşanan küçük kıpırdanmalar, borsa endeksini sürüklemiştir. Diğer hisse senetlerinde yaprak kıpırdamasa bile, Erdemir'deki yükseliş ya da çıkış, endeksi hareketlendirmeye her dönemde yetmiştir.

Bu, yapılan endeksi etkileme araştırmasında da kendini açıkça gösteriyor. Erdemir, bileşik endeksi etkileyen şirketler listesinin ilk sırasında yer alıyor.

Endeksi yüzde 12.14 oranında etkileyen Erdemir, bu gücünü hisse senedi sayısının 2 milyar 304 olmasından alıyor. Halka açıklık oranı da yüzde 40 düzeyindedir.

Erdemir'in endekse etkisini göstermesi açısından şöyle bir örnek çarpıcı olabilir: 23 Aralık 1993 tarihli borsa kapanışına göre Erdemir'in fiyatı 7.500 TL., Tofaş Ticaret'in ki ise 61 bin TL'ydi. Eğer her iki senette de yüzde 10 düzeyinde bir artış gerçekleşseydi, Erdemir'in fiyatı 750 TL., Tofaş Ticaret'in fiyatı da 6100 TL. artacaktı. Tofaş Ticaret'te daha fazla artış olmasına rağmen, Erdemir'in endeksi etkileme düzeyinin çok yüksek olduğu görülüyor. Bu örnekte Erdemir'in endekse etkisi yüzde 1.21, Tofaş Ticaret'in yüzde 0.03'tür.

TABLO : 2

% ARTIŞA GÖRE ENDEKSDE PUAN ARTIŞI GETİREN HİSSELER

Şirket	Fiyatı(TL.)	Yüzde 10	Endeksteki Değişim oranı(%)	Endeks ne kadar artar(puan)
Konya Çimento	175.000	17.500	0.086	16.77
Migros	175.000	17.500	0.246	47.97
Tofaş Ticaret	61.000	6.100	0.032	6.24
Erdemir	7.500	750	1.214	236.73
Oysa Niğde Çimento	20.250	2.025	0.014	2.73
Çukurova Elektrik	18.500	1.850	0.731	142.55
İş Bankası B	48.000	4.800	0.049	9.56
Arçelik	18.750	1.875	0.711	138.65
Altinyıldız	22.500	2.250	0.053	10.34
Yapı Kredi	5.500	550	0.435	84.83
T.Siemens	18.750	1.875	0.062	12.09
Bağfaş	11.250	1.125	0.277	54.42
Netaş	47.000	4.700	0.088	17.16
Aksa	17.250	1.725	0.251	48.95
Marshall	12.250	1.225	0.053	10.34
Garanti Bankası	10.500	1.050	0.184	35.88
Döktaş	19.250	1.925	0.085	16.58
İş Bankası C	10.500	1.050	0.153	29.84

TABLO : 3

SANAYİ ENDEKSİNİ EN ÇOK ETKİLEYEN HİSSELER

Şirket	Hisse adedi (milyon adet)	Halka açıklık oranı (%)	Endekse etkisi (%)
1. Erdemir	2304	40	16.48
2. Çukurova Elektrik	450	50	9.92
3. Arçelik	864	25	9.65
4. Ege Biracılık	201	25	4.39
5. Otosan	110	15	3.78
6. Bağfaş	200	70	3.75
7. Aksa	414	20	3.41
8. Migros	20	40	3.34
9. Sarkuysan	75	75	3.04
10. Akal Tekstil	168	35	2.14
11. Kartonsan	108	50	2.06
12. Tofaş Oto Fabrika	600	2	2.03
13. Petrol Ofisi	504	5	1.89
14. Adana A	84	83	1.83
15. Kepez Elektrik	100	40	1.76
16. Brisa	152	25	1.70
17. Teletaş	200	20	1.62
18. Good Year	118	20	1.56
19. T.Demirdöküm	250	15	1.54
20. Aygaz	400	15	1.49

TABLO : 4

MALİ ENDEKSİ EN ÇOK ETKİLEYEN HİSSELER

Şirket	Hisse adedi (milyon adet)	Halka açıklık oranı (%)	Endekse etkisi (%)
1. İş Bankası C bedelli	1.834	20	23.51
2. Koç Holding	1.000	10	20.37
3. Yapı Kredi	1.800	25	16.53
4. Koç Yatırım	120	35	9.96
5. Garanti Bankası	2.000	5	7.01
6. İş Bankası C (bedelsiz)	416	20	5.83
7. Alarko Holding	192	24	5.77
8. İş Bankası C	220	20	3.60
9. Eczacı Yatırım	120	45	3.45
10. Dışbank	400	10	2.11
11. İş Bankası	29	20	1.86

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Mali Endeksini etkileyen hisse senetlerinin başında İş Bankası C Bedelli gelmektedir. Son seanslarda kendisini açıkça hissettiren bu hisse de gücünü, sayısı ve halka açıklık oranından alıyor. Borsada 1 milyar 834 milyon adet İş Bankası C Bedelli hissesi işlem görmektedir. İş Bankası'nın halka açıklık oranı ise % 20'dir. Bu hisselerin endeksi etkileme oranı 23 Aralık 1993 tarihi itibarıyla % 23.51'dir.

Mali Endeksi etkileyen şirketler sıralamasında, Garanti Bankası'nın hisse adedinin yüksekliği ve endeksi etkileme oranı hemen dikkati çekmektedir. Zira Garanti Bankası'nın daha fazla sayıda hisse senedi olmasına rağmen, halka açıklık düzeyinin % 5 olması nedeniyle, endekse etkisi % 7.01 olmuştur.

Bu örnekleri daha somut hale getirmek için İMKB Bileşik Endeks'indeki değişimleri, puan olarak incelemekte yarar vardır. Bu amaçla yapılan araştırma, İMKB Bileşik Endeks'inin 19.500 puanda olduğu varsayımına dayanmaktadır. Örneğin endeksi 500 puan yukarıya çekmek için Erdemir, Çukurova Elektrik ve Arçelik'in % 10 prim yapması yetmektedir. Buna karşılık 20 şirketin hissesi % 10 prim yapsa, bileşik endeks ancak 500 puan artış yapabilmektedir(140).

Görüldüğü gibi endeksdeki yükselişe bakarak yatırımcıların karar vermeleri son derece yanıltıcı olabilmektedir.

İMKB endekleri hakkında bilgi verdikten ve endeks ile ilgili sorunları belirttikten sonra, İMKB endeksinin hesaplanması tekniğini de belirtmekte yarar olduğunu düşünmekteyiz.

Her işlem günü, İMKB'nin hisse senedi pazarında belli şartları sağlayarak tescil edilen ve endeks kapsamında olan hisse senetlerinin fiyatları kullanılarak altı ayrı endeks hesaplanmaktadır. Bunlar; kapanış fiyatları kullanılarak hesaplanan bileşik endeks, mali endeks ve sanayi endeksi ile ağırlıklı ortalama fiyatlarla hesaplanan bileşik endeks, mali endeks ve sanayi endeksidir.

(140) "Endeksi Taşıyan Hisseler", CAPITAL, Yıl. 2, S.1, Ocak 1994, sy.166.

Hisse senedi piyasası seansı bittiği anda, kapanış fiyatlarından hesaplanan bileşik, mali ve sanayi endeksler hemen yayınlanmaktadır. Halbuki, aynı hisse senetlerini kapsayan ama ağırlıklı ortalama fiyatlar kullanılarak hesaplanan diğer üç endeksin yayınlanması için, endekslere dahil olan tüm hisse senetlerinde gerçekleşip tescil edilen işlemlerin bilinmesi gerekmektedir. Bu da hisse senedi piyasasındaki mevcut uygulama sebebiyle zaman almaktadır. Alım-satım işlemlerinde tam otomasyona geçildiğinde ise, kapanış ve ağırlıklı ortalama fiyatlardan hesaplanan endekslerin yayınlanmasında şimdiki gibi bir zaman farkı olmayacaktır. Nitekim ELİT sisteminde bu sorun ortadan kalkmış gibi görünmektedir.

Aslında, İMKB'nin ağırlıklı ortalama fiyatları dikkate alan endeksleri, kapanıştaki değerlerden hesaplanana göre, o günkü seansı daha iyi temsil etmektedir. Kapsamı aynı olup da, iki ayrı fiyattan hesaplanan endeksleri hesaplamamanın yararı, bunların birbiriyle karşılaştırılabilmesidir. Ağırlıklı ortalama fiyatlardan hesaplanan bileşik endeksin 4000, kapanıştaki bileşik endeksin ise 4050 olduğunu varsayalım. Bu örnekte, endeks kapsamında olan ve seans içinde gerçekleşip tescil edilen tüm işlemlerin, kapanış değerlerine göre daha düşük olduğu şeklinde bir yorum yapılabilir. Bu yorumu yaparken, endeks içinde ağırlığı fazla olan hisse senetlerinin fiyatlarındaki değişimlerin önemli olduğu unutulmamalıdır.

Endekslerin bileşik, mali ve sanayi olarak ayrı ayrı hesaplanması, özelleştirilecek veya halka açılacak şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlandırılması aşamasında da ek bilgi sağlar. Bunun dışında, endeksler için değişim veya getiri hesaplanarak, endeksle aynı veya farklı sektördeki hisse senetlerinin getirileri karşılaştırılabilir.

Günümüzde, tüm İMKB endeksleri "endeks kapsamındaki şirketlerin halka açık kısımlarının toplam cari piyasa değerinin", "şirketlerin halka açık kısımlarının baz dönemindeki toplam piyasa değeri"ne bölünüp, "baz değeri" ile çarpılmasıyla hesaplanmaktadır.

İMKB'de hesaplanan endekslerin formülü genel olarak şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{İMKB Endeksi} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{F_{ig} \times HS_{ig} \times HAO_{ig}}{ig}}{g} \times \text{Baz Değer}$$

$$\sum_{i=1}^n \frac{F_{ib} \times HS_{ib} \times HAO_{ib}}{ib}$$

n	=	Endekse dahil olan şirket sayısı
i	=	1'den n'e kadar değer atanan değişken
g	=	Endeksin hesaplandığı gün (Bu değişken aslında endeksin hesaplandığı zamanı veya anı ifade etmektedir)
b	=	Baz (endeksin temel alındığı zaman)
İMKB Endeksi	=	g günündeki İMKB endeksi
F _{ig}	=	i'inci şirkete ait hisse senedinin g günündeki fiyatı
HS _{ig}	=	i'inci şirkete ait hisse senedinin g günündeki toplam hisse senedi sayısı
HAO _{ig}	=	i'inci şirketin hisse senetlerinin g günündeki halka açıklık oranı
F _{ib}	=	i'inci şirkete ait hisse senedinin baz dönemindeki fiyatı
HS _{ib}	=	i'inci şirkete ait hisse senedinin baz dönemindeki toplam hisse senedi sayısı
HAO	=	i'inci şirketin hisse senetlerinin baz dönemindeki halka açıklık oranı

İMKB endeksleri, hisse senedi seansı içinde sürekli olarak hesaplanmaktadır. Dolayısıyla endekslere dahil her hisse senedinin fiyatı değiştiğinde, endekslerin değeri de değişmektedir. Buna karşılık, gün sonunda her endeksin en düşük ve en yüksek değerleri, borsa tarafından yayınlanmaktadır. Gün içindeki en yüksek ve en düşük endeks değerleri, İMKB'de bilgisayar ortamı dahil olmak üzere herhangi bir şekilde tutulmamaktadır. Kapanış ve ağırlıklı ortalama fiyatlardan hesaplanan endeksler ise, ilgilenenlere Borsa Bültenleriyle diğer yayınlarda sunulmaktadır. Endekslerin hesaplanmasında sadece gerçekleşen ve tescil edilen emirler dikkate alınır. Aşağıdaki emirlerin gerçekleşmesi durumunda ise, endeksler yeniden hesaplanmaz.

- Özel emirler,
- Blok emirler,
- Kusuraat emirler,
- Büyük küpürlü emirler,
- Tahta sisteminde alıcı ve satıcının aynı olduğu emirler.

3.1.1994 tarihinde, Erciyas Biracılık, Güney Biracılık, Çelik halat endeks kapsamında çıkarılırken, Usaş, Doğan Holding, Anadolu Sigorta, T.Şişe Cam, Finansal Kiralama, Emsan Beşyıldız, Alarko Sanayi, Raks Elektronik, Tat Konserve, Sabah Yayıncılık, Milliyet Gazetecilik, Bursa Çimento, Akbank, Ege Endüstri, Pınar Süt, Tire Kutsan, Net Holding, Turcas Petrolcülük, Transtürk Holding endeks kapsamına alınmıştır.

1.7.1994 tarihinde ise, Emsan Beşyıldız, Marshall ve Yasaş hisse senetleri endeks kapsamında çıkarılırken, Akçimento, Aksu, Erciyas Biracılık, Denizli Cam, Deva Holding, Ditaş Doğan, Finansbank, Gentaş, Güney Biracılık, İzmir Demir Çelik, İzocam, Kordsa, Kütahya Porselen, Milpa ve Transtürk Fren Donanım hisse senetleri endeks kapsamına alınmıştır(141).

Görüldüğü gibi zaman zaman endekse dahil olan hisse senetleri değiştirilmektedir. Yatırımcıların bu hususu da yatırım yapacağı zaman gözönünde bulundurması gereği ilerideki bölümlerde ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

B - Mali Sorunlar

Gelişmekte olan ülkelerin temel sorunu bilindiği gibi, kaynak sorunudur. Kıt kaynaklar rasyonel kullanılarak en yüksek getiriye elde etmek amaçlanmaktadır.

1981 tarihinde çıkarılan sermaye piyasası kanunu Türkiye'nin bir sermaye piyasasına olan ihtiyacını belli bir düzen altına almak amacıyla idi. Sermaye piyasasının gelişmesi için borsaya da işlerlik kazandırılması gerekiyordu. Bunun için 1986 yılında bir yönetmelik ile İMKB kuruldu. Ancak o günden bu yana gerekli kaynağın ayrılmaması nedeniyle Türkiye Borsası istenilen gelişmeyi gösterememiştir. 1994 yılında yeni borsa binasına taşınılacağı ve ek mali imkanlar ile destekleneceği yetkililer tarafından açıklanmaktadır. Sermaye piyasasının gerçek anlamda gelişebilmesi, ülke ekonomisinin sermaye piyasasından yararlanabilmesi, bu koşullar altında, hisse senetlerinin, özel kesim tahvil ve finansman bonolarının piyasada süratle arttırılabilmesi, borsaya ek mali kaynaklarının tahsis edilmesine de önemli oranda bağlıdır.

(141) SERMAYE PİYASASI ..., sy.160.

C - Mevzuattan Kaynaklanan Sorunlar

İMKB'nin kuruluşundan beri karşılaştığı en önemli sorunlarından birisi de 91 sayılı KHK'de ve borsa yönetmeliklerinde borsanın çalışmasını ve gelişmesini güçleştiren veya yetersiz kalan hükümlerdir. Bunların önemli bir kısmı, borsanın özerkliğini ve hareket serbestliğini kısıtlayıcı niteliktedir. Ayrıntılarla ilgili olup borsanın iç yönetmeliğinde yer alan bazı hükümler alınan kararlar ile değiştirilmiştir. Fakat, 91 sayılı KHK'de ve Genel Yönetmelikte değişiklik yapılması borsa yönetimi ve genel kurulunu aşan bir konudur(142).

İkinci Kısım

İMKB`DE YATIRIMCININ SORUNLARI

I - PİYASA EKONOMİSİNİ TANIMAMAKTAN KAYNAKLANAN SORUNLAR

Diğer bütün piyasalarda olduğu gibi sermaye piyasasında da artan bir rekabet vardır. Buna uygun olarak Sermaye Piyasası Kurulu piyasaların daha hızlı gelişebilmesinin piyasalarda artan rekabet ile mümkün olacağına inanmaktadır.

Gelişme sürecinde olan ülkemizde, gelişmekte olan ülkelerin temel yapısal özellikleri hemen göze çarpmaktadır. Piyasalar içersinde en karmaşık yapıya sahip ve kapitalizmin en üst çözüm yolu olarak gördüğü sermaye piyasası, ülkemizde de geliştirilmeye çalışılırken kendi içinde bazı sorunları da içinde taşımaktadır.

Okuma yazma oranının yeterli hacimde olmadığı toplam nüfusunun % 50'sinin köylerde oturduğu(143) bir ülkede piyasa ekonomisinin tanınmaması son derece doğaldır. Bunun yanında ilerdeki bölümlerde açıklamaya çalışacağımız gibi sermaye piyasalarına yatırım özellikle borsada hisse senedine yatırım çoğu zaman küçük yatırımcının zararına gelişmiştir.

(142) FERTEKLİGİL, sy.22.

(143) TÜRK, İsmail, Maliye Politikası, Ankara 1985, sy.149.

II - MEVZUATTAN KAYNAKLANAN SORUNLAR

Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkilerini gösteren 22. maddesinde "Menkul Kıymetlerin halka arzına izin vermek, halka arz ve satışı düzenlemek denetlemek ve bu amaçla tebliğler çıkarmak" ve "Kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla genel ve özel nitelikte kararlar almak" gibi hükümlere yer verilmiştir. İşte bu maddeye dayanan Sermaye Piyasası Kurulu seri I, No. 1 olarak numaralayıp Hisse Senedine İlişkin Esaslar başlığı ile yayınladığı ilk tebliğinde önemli noktalara yer vermektedir. 24.3.1982 tarih ve 17643 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan tebliğ, birinci bölümünde Hisse Senetlerinin Halka Arzı İle İlgili Genel Esasları düzenlemektedir. Tebliğin en önemli ve o derecede tartışmaya konu olabilecek maddesi, hiç kuşkusuz 1. maddesidir. Sermaye Piyasası Kurulunun halka arz izni verirken uyacağı ilkeleri açıklayan maddenin Sermaye Piyasası Kanununa uygunluğu da tartışılabilir.

Halka Arzın işleyini düzenleyen kararlar yanında, piyasanın işleyişini düzenleyen kararlar da ayrıca üzerinde durulması gereken bir konudur.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 9 Şubat 1984 tarih ve 18307 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan iki no.lu "Menkul Kıymet Alım Satımına İlişkin Sirküler"nin 4. maddesi menkul kıymetlerin alım satımıyla uğraşan aracı kurumlara, Kurul tarafından metin örneği ve ebadı belirlenen bir duyuruyu asmak yükümlülüğünü getirmiştir.

Gerçekten de bu maddeye göre, bankalar dahil aracı kurumlar, sözü geçen duyuruyu menkul kıymet alım satım yapılan merkez, şube ve bürolarında görülebilir yerlere asmak zorundadırlar.

Bu arada yatırımcı ile aracı kurumlar arasındaki ilişkileri düzenleyen kararlarda da son derece karışık ve anlaşılması zor maddeler içermekle birlikte, yatırımcılar nezdinde sorunların kaynağı olarak görülmektedir.

Mevzuatın bu kadar karmaşık bir yapıda olması yatırımcılar açısından takibini imkansız hale getirmektedir. Var olan sistemin düzeltilmesi yönünde yapılacak olan çalışmalar Sermaye Piyasasının gelişmesine makro ve mikro düzeyde faydalı olacaktır.

III - İMKB`Nİ TANIMAMAKTAN KAYNAKLANAN SORUNLAR

1 - İMKB`NİN İŞLEYİŞİNİ BİLMEKTEKİ KAYNAKLANAN SORUNLAR

İMKB faaliyetlerine başladığından bu yana çeşitli kesimlerden insanları bir yatırım alanı olarak çekmeye başlamıştır.

Borsayı bir yatırım alanı olarak görüp tasarruflarını burada değerlendiren bilinçli bir kesimin yanında, borsada nasıl yatırım yapılacağını bilmeyen, hisse senedini tanımayan ya da herhangi bir araştırma yapmadan milli piyango bileti alır gibi hisse senedi alan kesimler de mevcuttur. Ancak görülmektedir ki hisse senedi yatırımı bu konuda bilgilenmiş ve sabit geliri tercih etmeyen kişiler tarafından tercih edilmektedir.

Bütün bunların yanında, sermaye piyasasına özellikle hisse senedine yatırım yapmaya istekli olup borsanın getirisinden yararlanmak isteyen önemli bir yatırımcı (oyuncu) mevcuttur. Ancak, İMKB'de hisse senedine nasıl yatırım yapacağını bilmemektedirler. Özellikle küçük tasarrufçular gözünde borsa bir kumar yeri olarak görülmektedir. İMKB'nin işleyişi hakkında verilecek olan aydınlatıcı bilgiler bu olumsuz düşüncelerin silinmesinde önemlidir.

2 - ARACI KURUMLARDAN KAYNAKLANAN SORUNLAR

Yabancı ülkelerde olduğu gibi memleketimizde de menkul kıymet almak ya da satmak isteyenler, bu işlerin pazarını ve merkezini teşkil eden Menkul Kıymet Borsaları'nda doğrudan kendileri işlem yapamazlar, bu hususta yetkili bir aracıya başvurmak zorundadırlar. İşin, teknik bilgi, tecrübe ve ihtisası gerektirmesi, aynı zamanda bir takım hilelerin, aldatılmaların önlenmesi bakımından buna mutlak ihtiyaç vardır. Borsaların geleneği de bu yolda teessüs etmiştir.

Borsaların çalışmasında, etkinlik kazanmasında aracılık düzenini ve aracılardan kişiliğinin ve statülerinin önemli bir yeri vardır. 1929 yılında çıkarılmış 1447 sayılı Kanun'da ve buna ilişkin Nizamname'de borsa acentaları, coberler, bankalar, bankerler, kulisyeler, sarraflar gibi çeşitli aracı kategorileri öngörülmüş, bunlardan sadece borsa acentaları "asli üye" sıfatıyla aracılık rolü ve imtiyazına (ve borsa yönetiminin teşkili yetkisinde) sahip kılınmışlardır. Ancak, ana modeli teşkil eden eski Fransız sisteminde olduğu gibi, acentaların kendi nam ve hesaplarına işlem yapmaları yasaklanmıştır.

Borsa acentalarına kununla tanınan bu imtiyaza ve sayılarının çok sınırlı tutulmuş olmasına rağmen, sermaye piyasası bir gelişme gösteremediği için acentalık mesleği de zamanla önemini kaybederek bozulmuş, mevcut acentalar işsiz kalmışlar, hatta bazıları bankerler gibi çalışma eğilimine girmişlerdir.

Bankerlere gelince, aslında bu kategori borsa üyelerinin yasal pozisyonu da bankalarınkinden pek farklı değildir. Fakat, fiiliyatta, yasa hükümleriyle hiç ilgisi bulunmayan gelişmeler cereyan etmiştir. Gerçekten, kanunun boşluklarından da faydalanarak zamanla tamamıyla borsa düzenin dışına çıkan bankerler, 1980 yılında ortaya konan liberal ekonomi politikasının yarattığı müsait ortam içinde mantar gibi çoğalarak, dolaylı yollardan mevduat toplama yarışına girişmişlerdir. Adeta bir macera biçimini alan gelişmeler, çok süratli seyrederek 1981 ve 1982 bankerlik faciaları ve onu takip eden banka olaylarıyla sonuçlanmıştır(144).

Aracı kurumlar sermaye piyasasında faaliyette bulunan yardımcı kuruluşlar arasında yer alırlar. Bu kuruluşların varoluş sebebi aracılık faaliyetlerinde bulunarak sermaye piyasasının gelişmesine yardım etmektir. 1988 yılında satışı yapılan 11.924 milyar TL. tutarındaki menkul kıymetlerin % 6.1'lik kısmı aracı kurumlar, % 93.9'lık kısmı da bankalar tarafından gerçekleştirilmiştir(145). Bankaların piyasaya girmesi ve bankacılık imkanlarını kullanarak paylarını büyütmeleleri beraberinde haksız rekabet unsurlarının oluşmasına sebebiyet vermiştir(146).

Gerek birinci el, gerekse ikinci el piyasa işlemlerinin hızla gelişmesine paralel olarak, piyasada faaliyet gösteren aracı kurum sayısı artmaktadır. 1989 yılında 20 olan aracı kurum sayısı 1990 yılında 36'ya ulaşmıştır. Piyasada aracı kurum kurma konusunda önemli bir talep oluşmuştur(147). 1994 yılında ise aracı kurum sayısı 172'dir.

Aracılık komisyonlarından gelir elde etmenin yanında çok büyük meblağlı rakamları tasarrufları altında bulundurmanın çekiciliği, ileriki kısımda ele alacağımız kayıt dışı ekonominin elindeki meblağlar ile aracı kurum kurarak bu piyasada faaliyette bulunmaları sorunun özünü oluşturmaktadır.

-
- (144) FERTEKLİGİL, Azmi, "İMKB'nin Yeni Aracılık Düzeni", PARA VE SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, Yıl 7, S.82, Aralık 1985, sy.47.
- (145) TÜRK, İsmail, "Aracı Kurumların Durumu", PARA VE SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, S.121, Mart 1989, sy.7.
- (146) SEYHUN, T.Haluk, "Sermaye Piyasası, Bankalar ve Aracı Kurumlar", PARA VE SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, S.121, Mart 1989, sy.23.
- (147) "Gökten Aracı Kurum Yaşıyor", KAPİTAL, Kasım 1990, sy.14.

IV - YATIRIMCININ DÜŞÜNCE YAPISINDAN KAYNAKLANAN SORUNLAR

Yaşayan bir varlık gibi devamlı değişiklikler gösteren bir ortam olan borsa bir çok insana çekici gelmektedir. 1986 yılından bu yana zaman zaman borsanın getirisi alternatif yatırım araçlarının çok üzerinde olmuştur. Ne zaman, nerede, hangi kağıda yatırım yapılacağını bilmeyen küçük yatırımcı yüksek karlar elde edebilmek için borsaya gelmektedir. Ancak zamanlama hatalı olduğu için kısa ve orta dönemde genellikle zarar etmektedirler.

Türkiye'de borsaya yatırım için gelen küçük yatırımcılar sosyal, kültürel ve ekonomik alt yapıdan kaynaklanan, kolay para kazanma anlayışı içerisinde hareket etmektedirler. Kültürel yapıdan kaynaklanan bu kolay para kazanma anlayışı çoğu zaman hüsrana sonuçlanmıştır.

Küçük yatırımcıların da kamunun yönlendirmesi ile verimli alanlara bilinçli bir şekilde yatırım yapması ile sermaye piyasasındaki yatırımcı cephesi sorunları önemli ölçüde çözülecektir. Ülkenin gelişme düzeyi ile yatırımcıların da bilinçlenmesi, sermaye piyasasından beklenen işlevlerin daha etkin bir biçimde yerine getirilmesine imkan tanıyacaktır.

Üçüncü Kısım

TEMEL VE TEKNİK ANALİZİN TANITIMI

I - TEMEL ANALİZ

1 - TANIMI

Temel analiz hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesine yönelik bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntemle, hisse senediyle ilgili her türlü bilgi toplanarak yorumlanır ve geleceğe dönük tahminler yapılır.

Temel analizde hisse senedinin fiyatını belirleyen ekonomik gelişmeler, rekabet koşulları, likidite, mali yapı, karlılık, şirketin kullandığı dağıtım kanalları, yönetim becerisi gibi temel olgular tahlil edilir. Temel analiz yapılırken üç aşamalı bir yol izlenir; ekonomi, sektör ve ortaklık analizleri.

2 - SEÇİLMİŞ TEMEL ANALİZ YÖNTEMLERİ

A - Ekonomik Analiz

Temel analizin ilk adımı, şirketin faaliyet gösterdiği ekonomik koşulların analizidir. Çünkü, güçlü büyüyen bir ekonomide hisse senedine yapılan yatırımın karlı olma ihtimali yüksektir. Yatırımcının, yatırım yapacağı dönem içinde ekonominin genel göstergelerinin alacağı değerleri ve ekonomideki dalgalanmaları izlemesi gerekir. Ekonomik analizde kullanılan göstergeler ve hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri şunlardır:

a) Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH):

Ekonominin gidişi hakkında bilgi veren önemli bir makro göstergedir. GSMH'nin artış gösterdiği, ekonominin büyüdüğü yıllarda hisse senedi fiyatlarının da aynı eğilim içinde olduğu görülür.

b) Yatırımlar:

Kamu ve özel sektör yatırımları, ekonomideki gelişmelerle ilgili fikir verir.

c) İstihdam:

İşsiz sayısındaki artış, ekonomik durgunluğun; iş sayısındaki artış ise ekonomik gelişmenin göstergeleri olarak değerlendirilir.

d) Enflasyon ve faiz oranları:

Enflasyon oranındaki hızlı artış, yatırımları daha pahalı hale getirir ve azaltır. Enflasyon artışı faiz oranlarını yükseltir, paranın maliyeti artarken şirketler yatırım yerine tasarrufa gitmeyi tercih edebilirler.

e) Bütçe açığı:

Bütçe açığındaki sürekli artış, ekonominin kötüye gidişinin bir işaretidir.

f) Dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları:

İhracattaki artış ekonominin ihtiyacı olan dövizin artmasını sağlarken, bazı sektörlerde de gelişmeyi beraberinde getirir.

g) Parasal göstergeler:

Ekonomide kısa vadeli gelişmeleri değerlendirirken parasal göstergeler önemli bir etkidir. Para arzının artırılması ya da azaltılması faiz oranlarını etkiler. Para arzındaki artış, hisse senedi fiyatlarında da değişmeye yol açar.

h) Öncü göstergeler:

Ekonominin yakın geleceği hakkında tahminde bulunmak isteyen yatırımcı, özellikle öncü göstergelerle ilgilenir. Öncü göstergeler, genel ekonomik faaliyetin en yüksek ya da en düşük düzeylerine ulaşmasından bir kaç ay içinde en yüksek ya da en düşük düzeylerine gelirler.

B - Sektör Analizi

Ekonominin gidişi konusunda bilgilenen yatırımcının atacağı ikinci adım, bu tahminlere dayanarak uygun sektörleri seçmektir. Şirketler ekonomik durumun yanısıra faaliyet gösterdikleri sektör genelindeki gelişmelerden de etkilenirler.

a) Sektörlerin ekonomideki dalgalanmalar karşısındaki durumu

Sektörler ekonominin konjonktürel dalgalanmalar karşısındaki durumlarına göre sınıflandırılabilir. Bazıları bilgisayar, elektronik gibi konjonktürel dalgalanmalardan bağımsız olarak sürekli gelişme gösteren, büyüyen sektörlerdir. Gıda, ilaç gibi sektörler ise ekonomik dalgalanmalardan en az etkilenen, yani kendini koruyan sektörlerdir.

b) Sektörün hayat aşaması

Bir diğer sınıflama, sektörlerin içinde buldukları hayat devrelerine göre yapılır.

aa) Kuruluş aşaması

Bu aşamada nasıl bir gelişme gösterileceğini kestirmek güç olduğundan, sektördeki şirketlere yatırım yapmak oldukça risklidir.

bb) Büyüme ve gelişme aşaması

Bu aşamada, mali yapıları, yönetimleri ve pazarlama organizasyonu daha güçlü olan şirketler piyasaya hakim olurlar.

cc) Olgunluk ve doyum aşaması:

Büyüme durur, satışlar yavaş artar. Bu aşamada şirketler kendilerini yenileyemedikleri takdirde gerileme ve çöküş aşamasına girerler.

Bu sektördeki şirketlerin hisse senetleri artık yatırımcı için cazibesini kaybetmiştir. Yatırımcı için amaç büyüyen ve gelişen endüstrilere yatırım yapmaktır.

c) Geçmiş dönemlerdeki satış hasılatları ve karlardaki büyüme

Bu rakamlar sektörün ürünlerine olan talepteki artışın göstergesidir. Sektörün geçmişte gösterdiği performans yatırımcıya önemli bilgiler sağlar.

d) Sektörün gelecek dönemlerdeki arz ve talep durumu

Sektörde üretilen mal ve hizmetlerin arz ve talep nedenlerinin yıllar itibarıyla nasıl bir seyir izlediği, talep artışını kaynağı ve gelecek yıllarda talep artışı bekleniyorsa kapasitenin bu talebi karşılayıp karşılayamayacağı, uzun dönemde arz ve taleple ilgili beklentilerin neler olduğu araştırılmalıdır.

aa) Mamullerin özelliği ve teknolojik gelişme

Sektörün büyümesini göstermesi açısından üretilen mamullerin özelliği ve kişi başına kullanım miktarı incelenmelidir. Ayrıca, sektörde üretilen mal ve hizmetlerin uzun dönemde teknolojik gelişme karşısında durumu da gelecek için önemli göstergelerdir.

bb) Talep esnekliği

Tüketicilerin gelirlerindeki değişmelerin sektörde üretilen mal ve hizmetlere olan talepte ne yönde bir değişiklik yarattığı araştırılmalıdır. Eğer, sözkonusu mal tüketiciler için zorunlu ise talep, gelir değişmelerinden büyük ölçüde etkilenir.

cc) Rekabet koşulları:

Sektör içi rekabet koşulları, piyasanın rekabetçi güçlere karşı ne ölçüde korunduğu ve piyasaya girişi engelleyici etkenlerin varlığı yatırımcıyı yakından ilgilendirir.

e) İşgücü durumu

Sektörde sendika var mı, sendika varsa toplu iş sözleşmeleri bütün sektörü kapsıyor mu, en son toplu iş sözleşmesi ne zaman imzalandı, tüm bunlar araştırılması gerekli konular arasında yer alıyor.

f) Devlet müdahalesi

Resmi organların veya kamunun müdahalesi, sektörler arasında değişiklik gösterebilir. Bu arada vergi avantajları ve verilen teşvikler de önemlidir.

g) Sosyal yaşamdaki değişmeler

Sosyal yaşamdaki değişiklikler, tüketici davranış ve zevklerindeki farklılıklar sektörlerin geleceğini etkiler.

h) Sektördeki şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatları

Yatırımcı, sektörün bütün özelliklerini olumlu bulsa bile eğer o sektöre dahil şirketlerin hisse senetlerinin fiyatları çok yüksekse (aşırı değerlenmişse) bunlara yatırım yapmak rasyonel olmayabilir. Tersine sektörün durumu pek parlak görülme de, şirketlerin hisseleri çok düşük piyasa fiyatına sahipse bunlara yatırım cazip olabilir.

C - Şirket Analizi

Genel ekonomi ve ilgili sektör hakkındaki tahminler elde edildikten sonra şirket analizine geçilir. Amaçlanan, gelecek dönemlerde şirketin nasıl bir performans göstereceğini tahmin etmek ve hisse senedinin değerini belirlemektir.

a) Şirket analizinde dikkate alınacak nitel faktörler

aa) Mamullerin özelliği

Şirketin ürettiği ürünlerin özelliği, üretilen mal ve hizmetlerin kalitesi, pazarda tanınıp tanınmadığı, mamulün hangi hayat devresinde olduğu, mamulün niteliği, şirketin ürettiği mal ve hizmetlerin başka mamüller için de talep yaratıp yaratmadığı, mamul sayısı, pazar payı, yurtdışı pazarlara satma olanağı, mamullerin çeşitliliği gibi soruların yanıtları incelenmelidir.

bb) Firma yönetimi

Şirket analizinde bir başka önemli konu, incelenen şirketin üst yönetim kadrosu ve bu kadronun kalitesidir.

b) Şirket analizinde dikkate alınacak nicel faktörler

Nicel yönden yapılacak analiz, şirketin geçmişte göstereceği performansın finansal tablolar aracılığı ile incelenmesini ve gelecekte göstereceği performans hakkında bir tahminde bulunmayı amaçlar. Şirket hakkında en önemli bilgi kaynağı finansal tablolardır.

aa) Finansal tablolar

Finansal tablolar bilanço, gelir tablosu ve fon kaynak kullanım tablosundan oluşur. Sermaye Piyasası Kurulu, yayınladığı bir tebliğle finansal tabloların düzenlenmesini belirli standartlara bağlamıştır.

aaa) Bilanço

Şirketin belirli bir tarihteki finansal durumunu gösteren tablodur.

AKTİF

Bilançonun aktif bölümü, şirketin belirtilen tarih itibariyle hangi varlık kalemlerine yatırım yaptığını gösterir.

* Dönen varlıklar:

Bilançonun aktif tarafında yer alan dönen varlıklar (cari aktifler), işletmenin normal faaliyeti sırasında ortaya çıkan ve nakde dönüşen kısa vadeli değerleridir.

Dönen varlıklar, para ile işletmenin faaliyet dönemi içinde paraya çevrilebilir veya kullanılabilir, tüketilebilir varlıklarını kapsar.

Mamul stokları satıldıkça, tekrar alacak veya nakde dönüşür. İşletmenin normal koşullar altında bir yıl içinde paraya çevrilebilecek veya kullanılacak varlıkları şunlardır:

. Hazır değerler:

Nakit ve benzerlerinden (menkul kıymet hariç) oluşur. Kasa, bankalar, diğer hazır değerler.

. Menkul değerler (geçici yatırımlar, menkul değerler):

Şirketin kısa süreli fonlarını değerlendirmek amacıyla satın aldığı ve gerektiğinde hemen paraya çevrilebilen menkul değerlerdir.

. Kısa vadeli ticari alacaklar:

Şirketin esas faaliyetinden doğan, bilanço tarihinden itibaren vadeleri bir yıldan kısa senetsiz ticari alacakları ve alacak senetleridir. Bu hesap grubuna ayrıca alacak senetleri reeskontu, verilen depozito ve teminatlar, diğer kısa vadeli alacaklar ile şüpheli alacaklar karşılığı yer alır.

. Diğer kısa vadeli alacaklar:

İşletmenin esas faaliyet konusu dışında kalan ve ödünç verme ve benzeri nedenlerle ortaya çıkan senetsiz alacaklardır. Bu hesap grubundaki kalemler, ortaklardan alacaklar, iştiraklerden alacaklar, bağlı ortaklıklardan alacaklar, kısa vadeli diğer alacaklar, şüpheli alacaklar karşılıklarıdır.

. Stoklar:

İlk madde ve malzemeyi, işletmenin satmak amacıyla elinde tuttuğu mamuller ile üretim aşamasındaki yarı mamulleri içerir. Stoklar elde etme maliyeti ve net gerçekleşebilir değerini düşük olanı ile değerlendirilir. Stok maliyetinin hesaplanmasında "ilk giren ilk çıkar", "son giren ilk çıkar", "ağırlıklı ortalama maliyet" yöntemlerinden birisinin uygulanması gerekir.

. Diğer dönen varlıklar:

Gelecek aya ait giderler, indirilecek KDV, ertelenen KDV, geçici vergi/dahili tevkifat gibi kalemlerden oluşur.

. Duran varlıklar:

Bir yıldan daha uzun sürede nakde dönüşecek değerleri gösterir. Bir yıldan daha uzun süreli olarak işletme faaliyetinin gerçekleşmesi için kullanılan ve normal şartlar altında izleyen hesap döneminde paraya çevrilmesi beklenmeyen işletme varlıkları duran varlıklar içinde yer alır. Duran varlıklar şunlardır:

- . Uzun vadeli ticari alacaklar ve diğer uzun vadeli alacaklar
- . Bilanço düzenlendiği tarihten itibaren vadeleri bir yıldan daha uzun olan alacak senetleri, ticari alacaklar, personelden alacaklar, iştiraklerden alacaklar, verilen depozito ve teminatlar.

. Finansal duran varlıklar:

Bu hesap grubu, bağlı menkul kıymetler değer düşüş karşılığı, iştirakler ve iştiraklere sermaye taahhütleri, iştirakler değer düşüş karşılığı, bağlı ortaklıklar, bağlı ortaklıklara sermaye taahhütleri ve bağlı ortaklıklar değer düşüş karşılığı ile diğer finansal duran varlıklar kalemlerinden oluşur.

. Bağlı menkul kıymetler:

Pazarlanabilirliğini kaybetmiş olan ya da yasal zorunluluk nedeniyle elde tutulan menkul kıymetlere iştirak edilen ortaklıklara ait hisse senetleri dışındaki menkul kıymetlerin yer aldığı hesap kalemidir.

. İştirakler:

Bir ortaklık ile bir işletme arasında sözkonusu ortaklığın yönetimine ve ortaklık politikalarının belirlenmesine katılma anlamında devamlı bir bağ yaratan, doğrudan ya da dolaylı sermaye ve yönetim ilişkisini ifade eder. Bir ortaklıkta en az yüzde 10 oranında oy hakkına sahip olmak ya da ortaklık yönetimine en az bu oranda katılmak doğrudan sermaye ve yönetim ilişkisini getirir.

. Maddi duran varlıklar:

Mal ve hizmet üretiminde ya da bunların elde edilmesinde kullanılmak, diğer işletmelere kiraya verilerek ya da yönetim hizmetlerinde kullanılmak amacıyla elde bulundurulan fiziki varlık kalemleri bu grupta yer alır. Birikmiş amortismanlar maddi duran varlıklar hesaplarının altında bir indirim kalemi olarak yer alır. Bu grubu oluşturan kalemler şunlardır:

. Arazi ve arsalar:

Boş arazi ve arsalarda herhangi bir düzenleme ya da işleme tabi tutulmuş her türlü arsa ve arazinin yer aldığı hesap kalemidir.

. Yeraltı ve yerüstü zenginlikleri:

Yeraltında ve yer üstünde inşa edilmiş her türlü yol, tünel, rezervuar, iskele ve benzeri yapıları içerir.

. Binalar:

İşletmede bulunan her türlü bina ve ayrılmaz parçalarını içerir.

. Makina, tesis ve cihazlar:

Üretim sürecinde kullanılan her türlü tesis ve cihazlarla bunların eklentileri, taşıma gereçleri. Taşıt araç ve gereçleri, döşeme ve demirbaşlar, diğer maddi duran varlıklardır.

. Birikmiş amortismanlar:

Maddi duran varlıklar için ayrılmış toplam birikmiş amortisman tutarlarını gösterir. Amortisman, duran varlıklarda, kullanımdan, belli bir sürenin geçmesinden ve teknolojik gelişmeler nedeniyle varlığın demode olmasından dolayı ortaya çıkabilecek eskime, yıpranma ve tükenme şeklindeki değer kayıplarını dikkate alarak, duran varlıkların faydalı ömürlerini tahmin etmek ve bu süre içinde sözkonusu varlıkların elde etme maliyetlerini gider olarak muhasebeleştirmektir.

. Yapılmakta olan yatırımlar:

İşletmede yapımı süren ve tamalandığında maddi duran varlık niteliğini kazanacak olan değerler için yapılmış bulunan her türlü malzeme ile işçilik ve genel gider harcamaları bu hesapta gösterilir.

. Verilen sipariş avansları:

Yurtiçi ve yurtdışından satın alınmak üzere sipariş edilen maddi duran varlıklarla ilgili olarak yapılan avans ödemelerinin gösterildiği hesap kalemidir.

. Maddi olmayan duran varlıklar:

Herhangi bir fiziksel varlığı bulunmayan ve işletmenin yararlandığı ya da yararlanmayı beklediği aktifleştirilen giderlerle belli koşullar altında hukuken korunan haklar bu grupta gösterilir. Bu grupta yer alan kalemler ise, kuruluş ve teşkilatlandırma giderleri, haklar, araştırma ve geliştirme giderleri, verilen avanslar, diğer maddi olmayan duran varlıklardır.

. Diğer duran varlıklar:

Satış kabiliyetini kaybetmiş stoklar, gelecek yılların ihtiyacı makine, tesis ve yedekleri, işletmenin esas faaliyetinde kullanılmayan maddi duran varlıklar, elden çıkartılacak duran varlıklar.

PASİF

Bilançonun pasifi, şirketin varlıklarının hangi kaynaklardan finanse edildiğini gösterir. Pasif, genel olarak borç ve özvarlık şeklinde ikiye ayrılır. Borçlar kısa ve uzun vadeli borçlardan oluşurken özvarlık ise şirketin sahip ya da sahiplerinin şirketteki payıdır.

. Kısa vadeli borçlar:

Bilançonun düzenlendiği tarihten itibaren vadesi bir yıl içinde gelecek olan borçlardır. Kısa vadeli borçlar şunlardır;

. Finansal borçlar;

Bankalardan ve diğer finans kuruluşlarından alınan kısa vadeli kredilerle, vadesine bir yıldan daha az bir süre kalan uzun vadeli finansal borçların anapara taksit ve faizlerinden oluşur. Banka kredileri, kredilerin anapara taksit ve faizleri, tahvil anapara taksit ve faizleri, çıkarılmış finansman bonoları ve senetler, diğer finansal borçlar bu grup içinde yer alır.

. Ticari borçlar;

Şirketin ticari ilişkileri nedeniyle ortaya çıkan senetli ve senetsiz borçları bu grupta gösterilir. Satıcılar, borç senetleri, borç senetleri reeskontu, alınan depozito ve teminatlar ve diğer ticari borçlar bu hesap grubunda yer alır.

. Diğer kısa vadeli borçlar;

İşletmenin finansal ve ticari borçları dışında kalan, borç para alma ve benzeri nedenlerle ortaya çıkan borçlarıdır. İşletmenin esas faaliyet konusu dışındaki işlemleri dolayısıyla ortaya çıkan ortaklara borçlar, sermeyi taahhüdü dışındaki iştiraklere borçlar, bağlı ortaklıklara borçlar bu hesapta gösterilir. Ayrıca, ödenecek giderler, ödenecek vergi, harç ve diğer kesintiler, ertelenen ve taksite bağlanan devlet alacakları bu hesapta yer alır.

. Alınan sipariş avansları;

İşletmenin satış amacıyla gelecekte yapacağı mal ve hizmet teslimleriyle ilgili olarak peşin tahsil ettiği tutarlardır.

. Borç ve gider karşılıkları;

Dönem karı üzerinden hesaplanan kurumlar vergisi, diğer vergi ve kesintilerle doğması muhtemel diğer borçları için ayrılan karşılıklardır. Bu kalemde ayrıca kısa vadeli diğer borç ve gider karşılıkları da yer alır.

. Uzun vadeli borçlar;

Bilançonun düzenlendiği tarihten itibaren şirketin vadeleri bir yıldan daha uzun süreyi kapsayan yükümlülüklerdir. Uzun vadeli borçlar şunlardır;

. Finansal borçlar;

Banka kredileri, çıkarılmış tahviller, çıkarılmış diğer menkul değerler, diğer finansal borçlar, ticari borçlar, diğer uzun vadeli borçlar, alınan sipariş avanslarıdır.

. Borç ve gider karşılıkları;

Kıdem tazminatı karşılıkları ve uzun vadeli diğer borç ve gider karşılıklarıdır.

. Özsermaye;

Şirketin ya da pay sahiplerinin kuruluşta ya da sonradan şirkete yaptıkları yatırımlarla, karların işletmede bırakılmasıyla sağlanan kaynakları kapsar. Özsermaye, ödenmiş sermaye, sermaye taahhütleri ve ödenmemiş sermaye tutarından oluşur.

. Emisyon primi;

Yeni çıkarılan hisse senetlerinin primli satışından kaynaklanan tutarlar burada gösterilir.

. Yeniden değerlendirme artışı;

Yeniden değerlemeden doğan artış fonları ile yeniden değerlendirme yapan kurumlara iştirak eden işletmelerin aktifinde bedelsiz hisse senedi veya iştirak payı nedeniyle meydana gelen artışları bilançonun pasifinde özvarlık kaleminde ayrı bir fon hesabında gösterilir. Bu grupta şu kalemler bulunur.

. Duran varlıklardaki değer artışı;

İşletmenin aktifinde kayıtlı duran varlıklar yeniden değerlendirilmesinden oluşan değer artışını ifade eder.

. İştirakler ve bağlı ortaklıklardaki değer artışı;

İşletmenin iştirakleri ve bağlı ortaklıklarında yapılan yeniden değerlendirme nedeniyle oluşan değer artışının sermayeye eklenmesi sonucunda bu sermayeden işletmeye isabet eden kısmı gösterir.

. Yedekler;

Dağıtılmamış ya da işletmede alıkonulmuş özvarlık unsurları bu hesapta yer alır. Yedekler grubundaki kalemler şunlardır;

. Yasal yedekler;

Kanun hükümleri uyarınca ayrılan 1. ve 2. tertip yedekler bu kalemde gösterilir.

- . Statü yedekleri;

Esas sözleşme hükümleri çerçevesinde ayrılan yatırım indirim yedeği, yenileme yedeği gibi özel yedekler yer alır.

- . Özel yedekler;

Genel kurul kararıyla ayrılan yatırım indirimi yedeği, yenileme yedeği gibi özel yedekler yer alır.

- . Olağanüstü yedek;

Vergiden sonraki kardan her türlü temettü ve yedekler ayrıldıktan sonra, genel kurul, kalan karın dağıtılmamasına karar verirse bu tutar olağanüstü yedek olarak gösterilir.

bbb) Gelir tablosu

Bir faaliyet döneminde işletmenin gerçekleştirdiği satışlar ve satışların maliyeti ile diğer giderler toplamını ve bunların sonucunda elde edilen karı gösterir. Bilançodaki kalemler belirli bir tarihteki değerleri yansıtırken, gelir tablosundaki kalemler belirli bir dönemdeki satışlar ve giderlerle ilgili hareketleri gösterir. Gelir tablosu, brüt satış karı, esas faaliyet karı, net kar veya zarar bölümleri olmak üzere dörde ayrılır. Bu bölümdeki başlıca kalemler şunlardır:

Brüt satış karı bölümü

Brüt satışlar; işletmenin esas faaliyet konusunu oluşturan mal ve hizmetlerin satış faturalarında yazılı bulunan tutarlardan oluşur. Satılan mal ve hizmetlerle ilgili sübvansiyonlar, vade farkları, vergi iadeleri, satışlarla ilgili vergiler ve satış indirimleri gibi kalemler de brüt satış hasılatı içinde gösterilir. Brüt satışlara katma değer vergisi dahil edilmez.

* Net satışlar;

Brüt satış hasılatından varsa satış vergileri, iadeler, satış iskontoları, diğer indirimler düşüldükten sonra kalan tutardır.

* Satışların maliyeti;

- 1- Mamülün üretilmesi için sarfedilen ve mamülün bünyesine gerekli hammadde,
- 2- Direkt işçilik,
- 3- Genel üretim giderlerinden oluşur.

* Brüt satış karı;

Net satışlardan, satılan malın maliyetinin düşülmesiyle bulunur.

Esas faaliyet karı bölümü:

* Faaliyet giderleri;

Genel yönetim giderleri, satış, pazarlama, dağıtım giderleri, araştırma ve geliştirme giderlerinden oluşur.

* Şüpheli alacaklar karşılığı;

Hesap döneminde şüpheli nitelik kazanmış alacaklardır.

* Esas faaliyet karı veya zararı;

Brüt satış karından genel yönetim, araştırma ve geliştirme, pazarlama satış giderleri ile şüpheli alacaklar karşılığının indirilmesi ile oluşur.

Faaliyet karı veya zararı bölümü:

* Diğer faaliyetlerden gelir ve karlar;

İştiraklerden ve bağlı ortaklıklardan elde edilen temettü geliri ile faiz ve diğer temettü gelirleri ve arızı bir karakter taşımayan kira gelirleri, menkul kıymet satış karları gibi diğer faaliyetlerden elde edilen gelir ve karlardan oluşur.

* Diğer faaliyetlerden gider ve zararlar;

Diğer faaliyetlerden gelirlere ilişkin giderleri kapsar.

* Finansman giderleri;

İşletmenin kısa ve uzun vadeli boçları nedeniyle katlandığı ve varlıklarının maliyetine eklenmemiş bulunduğu faiz ve benzeri diğer giderleri kapsar.

Net kar veya zarar bölümü:

* Olağanüstü gelirler ve karlar;

İşletmenin normal faaliyetlerinden bağımsız olan ve bu nedenle arızı karakter taşıyan menkul kıymetlerin ve duran varlıkların satışından elde edilen karlar ile olağanüstü olay ve gelişmeler dolayısıyla ortaya çıkan gelir ve karlar bu hesapta yer alır. Bu hesapta yer alan diğer kalemler, konusu kalmayan karşılıklar, önceki dönemlerde hata ya da unutulma nedeniyle mali tablolara yansıtılmayan gelir ve karlar, diğer olağanüstü gelir ve karlardan oluşur.

* Olağanüstü giderler ve zararlar;

İşletmenin normal faaliyetlerinden bağımsız olan ve bu nedenle sık sık ve düzenli olarak ortaya çıkması beklenen işlem ve olaylardan kaynaklanan gider ve zararlar yer alır. Dönem karı, ödenecek vergi ve yasal yükümlülükler, net dönem karı veya zararından oluşur.

* Fon akım tablosu:

Fon akım tablosu, gelir tablosu, bilançolardaki bilgilere dayanarak çıkarılan ve işletmenin belirli bir hesap döneminde sağladığı fonları ve bunların kullanımlarını gösterir.

* Kaynaklar:

Faaliyet karından sağlanan kaynak; işletmenin gelir tablosunda görülen faaliyet karı bir fon kaynağıdır. Amortismanlar ve karşılıkları gibi herhangi bir fon çıkışı gerektirmeyen kalemlerin faaliyet karına eklenmesi, faaliyet karını olumlu etkilemekle birlikte, işletme için herhangi bir kaynak yaratmayan peşin tahsil edilmiş gelirlerin döneme isabet eden kısmı gibi kalemlerin bu kardan indirilmesi gerekir.

* Olağanüstü kardan sağlanan kaynak;

Olağanüstü gelir ve karlar ile olağanüstü gider ve zararlar arasındaki pozitif farkı gösteren olağanüstü kara, fon çıkışı gerektirmeyen kalemler eklenir ve fon girişi sağlamayan kalemler bu kardan indirilir.

* Dönen varlıklar tutarındaki artış;

Dönen varlıkların brüt tutarında ortaya çıkan azalışları ifade eder.

* Duran varlıkların tutarında azalış;

Duran varlıkların brüt tutarındaki azalışlar da bir fon kaynağıdır.

* Kısa vadeli borçlarda artış;

Borç ve gider karşılıkları dışında kısa vadeli borç kalemlerindeki artışları gösterir.

* Uzun vadeli borçlarda artış;

İşletmenin standart bilançoda yer alan borç ve gider karşılıkları dışında uzun vadeli borçlarındaki artışları ifade eder.

* Sermaye artırımını;

İşletmenin sermayesinde dış kaynaklardan sağlanan artış tutarlarını ifade eder. Yeniden değerlendirme değer artışlarıyla yedeklerin sermayeye ilave edilmesi herhangi bir fon girişi sağlamaz.

* Emisyon primi;

Sermaye yedeği olarak adlandırılan, dönemle ilgili emisyon primi tuturları da bir fon kaynağıdır.

* Kaynak kullanımları;

Faaliyet zararından dolayı kaynak kullanımı; işletmenin dönem faaliyetini zararlarla kapatması halinde bu zarar tutarı bir kaynak kullanımıdır.

* Olağanüstü zarar;

Olağanüstü gelirler ve karlar ile olağanüstü gider ve zararlar arasındaki negatif farktır.

* Ödenen vergi ve benzerleri;

Dönem içinde ödenen kurumlar ve gelir vergileri ile diğer kesinti kalemlerini gösterir.

* Ödenen temettüleri;

Dönem içinde pay sahiplerine ve diğer kişilere ödenen temettüleri ifade eder.

* Dönen varlıkların tutarında artış;

İşletmenin dönen varlıklarının brüt tutarında meydana gelen artışları gösterir.

* Kısa vadeli borçlarda artış;

Borç ve gider karşılıkları dışında kısa vadeli borç kalemlerindeki azalışları ifade eder.

* Uzun vadeli borçlarda azalış;

İşletmenin borç ve gider karşılıkları dışındaki, uzun vadeli borçlarında ortaya çıkan azalış tutarlarıdır.

* Sermayedeki azalış;

Sermayede yapılan indirim tutarlarını ifade eder.

c) Finansal tablolar analizi

aa) Oran analizi;

Oran analizi, finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki nispi ilişkiyi sistemli ve tutarlı bir şekilde açıklamaya dayanır. Oran analizi, trend ve kesit analizi olmak üzere iki şekilde yapılır.

bb) Kesit analizi;

Belli bir yıl için analiz yapılacak şirketin oranları hesaplanır ve bu oranlar şirketin faaliyet gösterdiği sektördeki standart oranlarla karşılaştırılır. Bu analizde şirketin sektöre kıyasla ne ölçüde başarılı ya da başarısız olduğunu görme olanağı vardır.

cc) Trend analizi;

Belirli bir dönem içinde, örneğin beş yıllık bir dönemde şirkete ait oranlar hesaplanır, oranların zaman içinde göstermiş olduğu eğilim incelenerek, şirketin finansal durumu değerlendirilir. Oran analizinden yarar sağlayabilmek için, hesaplanan oranların genel ölçülerle, yeterliliği kabul edilmiş değerlerle karşılaştırılması, ilgili görülen diğer oranlarla tamamlanması, şirketin geçmiş yıl sonuçlarıyla, varsa sektördeki standart oranlarla karşılaştırılmalıdır.

dd) Analizde kullanılan oranlar

Likidite oranları, mali yapı analizinde kullanılan oranlar, faaliyet oranları, karlılık oranlarıdır.

* Likidite oranları:

şirketin kısa vadeli varlıklarıyla kısa vadeli borçlarını ne ölçüde karşılayabildiğini gösterir. Başka bir deyişle cari finansal durumu yani vadesi gelen borçlarını ne ölçüde nakit veya kısa sürede nakde çevrilebilir varlıkları ile karşılayabildiğini ortaya koyar. Likidite oranları şunlardır:

* Cari oran;

Dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesiyle hesaplanır.

* Karlılık oranları;

Net kar özsermaye oranıdır. Bu oran şirket sahip ya da sahipleri tarafından sağlanan sermayenin bir birimine düşen kar oranını ortaya koyar. İncelenen şirketin net kar özsermaye oranının yeterli olup olmadığını, büyük ölçüde sermayenin alternatif kullanım olanaklarına bağlıdır. Eğer şirket, sermayesini daha karlı bir şekilde kullanma olanağına sahipse, oran ilk bakışta yüksek görülse de bunu yeterli olarak değerlendirmemek gereklidir. Net kar özsermaye oranı gerçekte net kar\net satışlar oranıyla özsermaye devir hızının bir sonucudur. Net kar\net satışlar oranı yükseldikçe veya özsermayenin devir hızı arttıkça, net kar\özsermaye oranı yükselir.

* Net karın aktif toplamına oranı;

Bu oran şirket aktiflerinin ne ölçüde karlı kullanıldığını gösterir. Oran, faiz ve vergi öncesi kar\aktif toplamı şeklinde de hesaplanabilir.

* Brüt kar marjı;

Net satışlarla satılan mal maliyeti arasındaki fark brüt satış karıdır.

* Kar tahmini ve hisse senedinin değerinin hesaplanması;

Bu incelemelere dayanarak şirketin gelecek dönemlerdeki karının tahmin edilmesidir. Bu kar tahminine dayanarak, şirketin hisse senedi sahiplerine ödeyeceği temettü tahmin edilmeye çalışılır. Bu veriler ışığında hisse senedinin gerçek değerinin saptanması amaçlanır. Hisse senedi için hesaplanacak gerçek değer, piyasa fiyatının üzerinde olduğunda, bu hisse senedine yatırım yapmanın uygun olduğu sonucuna varılacak, aksi takdirde, yatırımdan vazgeçilecek hatta varsa eldeki hisse senedi satılacaktır.

* Geçmişteki büyüme oranının hesaplanması;

Gelecek dönemlerdeki şirket karının hesaplanmasında kullanılacak yöntemlerden birisi, proforma gelir tablosunun hazırlanmasıdır. Bu tablo hazırlanırken, ilk önce gelecek döneme ait satışların tahmin edilmesi gerekir. Artış tahmininde geçmişteki büyüme oranlarından yararlanılabilir.

d) Hisse senedi değerlemesi

* Defter değeri;

Bu değer, özsermayenin mevcut hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur.

* Nominal değer;

Hisse senedlerinin üzerinde yazılı olan değerdir. Pazar değeri nominal değerin altında ya da üzerinde olabilir.

* Gerçek değer;

Bu değer şirketin kazanç gücü, büyüme potansiyeli gibi faktörlerle belirlenen hisse senedi değeridir. Gerçek değer bir anlamda yatırımcının, işletmenin gelecekteki gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını gözönüne alarak işletmelerin hisse senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında sözkonusu hisse senedi için normal olarak buldukları değerdir.

* Hisse başına düşen kar;

Vergi sonrası kardan her bir hisse senedine düşen miktarı gösterir. Fiyat\kazanç oranı; hisse senedi değerlemesinde, en çok kullanılan yöntem Fiyat\hisse başına net kar oranıdır.

Bu yöntemde önce hisse başına net kar tahmin edilir. Daha sonra bu değer, borsada gerçekleşmiş fiyat\hisse başına kar oranıyla çarpılarak, hisse senedinin, olması gereken fiyatı (gerçek değeri) hesaplanır.

* Regrasyon analizi;

Temel analizde istatistiksel tahmin yöntemleri, özellikle geçmiş karlara, temettülere, hisse senedi fiyatlarına zaman serisi regrasyon analizleri yaygın olarak yapılmaktadır. Bu yöntemde hisse senedi fiyatı ya da fiyat\hisse başına net kar oranı bağımlı değişken, bu fiyatı etkileyen karlar, temettüler, bir önceki dönem fiyatları, piyasa faiz oranı, para arzı gibi değişkenler bağımsız değişken olarak alınıp, bu değişkenlerin beklenen değerleri karşısında hisse senedi fiyatının alacağı değer belirlenmeye çalışılır.

* Piyasa değeri\defter değeri;

Bu oran da hisse senedinin olması gereken fiyatını tahmin etmek amacıyla kullanılır. Şirketin geçmiş verilerinden ya da aynı endüstrideki diğer şirketlerin verilerinden yararlanılarak bir gözlem seti oluşturulur. Şirketlerin piyasa değeri\defter değeri oranı bulunarak, bir ortalama piyasa değeri\defter değeri oranına ulaşılır. İlgili hisse senedinin olması gereken değeri hesaplanmak istendiğinde, şu andaki defter değeri daha önce bulunmuş olan ortalama piyasa değeri\defter değeri oranıyla çarpılır.

* Gerçek değer;

Şirketin defter değeri oranıdır.

II - TEKNİK ANALİZ

1 - TANIMI

Bu yöntemle, hisse senetlerinin piyasada oluşan hareketlerle bilirli bir eğilime sahip olacağı ve buna yatırımcıların etkisinin bulunamayacağı dikkate alınır.

Teknik analizde temel varsayım, piyasadaki hisse senetleri fiyatlarının kendi içlerinde, önceden izlenebilecek bir eğilime sahip olduklarıdır. Bu temel varsayımdan hareketle, bir işletmenin pay senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerini izleyen bir yatırımcı, bu fiyatların gelecekte ne yönde gelişeceği konusunda teknik bilgilere sahip olabilecektir.

Teknik analizin temel varsayımlarını aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

- Piyasa fiyatı yalnızca arz ve talebin karşılıklı etkisiyle belirlenir.
- Arz ve talep, akılcı ve akıl dışı pekçok faktör tarafından etkilenir.
- Piyasadaki küçük dalgalanmalar bir kenara bırakılırsa, hisse senedi fiyatları uzunca dönemler süren belirli trendler izlerler.
- Trenddeki değişimler arz ve talepteki kaymalardan dolayı ortaya çıkar.
- Hangi sebepten kaynaklanıyor olursa olsunlar, arz ve talepteki kaymalar er veya geç, pazar hareketlerinin kaydedildiği grafikler aracılığıyla tesbit edilebilirler.
- Bir takım fiyat hareketleri zaman içinde tekrarlanma eğilimi gösterirler.

Bu varsayımlar da göstermektedir ki, geçmiş verileri dikkate alarak gelecekteki fiyatları tahmin etmek, piyasanın gidişatını görmek mümkündür.

Yani; hem pazarın genel eğilimi, hem de tek tek hisse senetlerinin hareketleri tahmin edilebilir(148).

Teknik analiz yaklaşımının ilk noktası Dow kuralına dayanır. Dow teorisine göre, hisse senetleri borsa fiyatlarının zaman içinde gelişmesi, hisse senetlerinden elde edilen kazançların bir fonksiyonudur. Spekülatörün etkileyemediği denge fiyatlarına bağlıdır. Geleceğin belirsizliği ve beklentilerdeki değişiklikler fiyatların sürekli dalgalanmalarına ve dengelenmelerine yol açar. Fiyat kısa sürede dalgalanırken, uzun dönemde de kendisine göre bir trend kazanır ve hep aynı yöne ilerler.

Dow teorisi, borsada varolan fiyat hareketlerini üç grupta toplar. Birinci grup 3 ila 4 yıl devam eden ana trend fiyatın uzun süre gitmekte olduğu yöndür. İkinci grup elde edilen kazançların hazmedilmesi sürecindeki yanılgılar sonucu ortaya çıkan orta vadeli harekettir. Üçüncü grup, spekülatörlerin davranışları sonucu oluşan ve fiyat trendinin genel gelişmesini etkileyen günlük hareketlerdir(149).

Teknik analiz genel olarak temel analizin aksine, şirketlere bağımlı değildir. Hisse senedinin hareketlerine yönelik bir çalışmadır(150).

Teknik analiz, geçmişte piyasada oluşmuş çeşitli verileri kullanarak geleceği tahmin etmeyi amaçlar. Bu yöntemde bilgisayar ve grafiklerden sıkça yararlanılır(151). Teknik analiz, daha çok, alımdan sonraki birkaç gün veya hafta içinde kazanmayı amaçlayan spekülatörler(trader) tarafından tercih edilir. Bu kişiler dışında uzun vadeli yatırımcılar da teknik analizi, temel analize ek olarak zamanlama(timing) için kullanırlar.

2 - SEÇİLMİŞ TEKNİK ANALİZ YÖNTEMLERİ

A - Hareketli Ortalamalar Analizi

Hareketli veya yürüyen ortalamalar(moving average), teknik analizciler tarafından sık olarak kullanılırlar. Bu yöntemde, kapanış veya ağırlıklı ortalama gibi hisse senedini en iyi temsil eden fiyat kullanılır. Analizci isterse, en yüksek, en

(148) BERBEROĞLU, "Hisse Senetlerinde ...", sy.12.

(149) "Teknik Analiz Ne Fayda Sağlar", TREND BORSA DİZİSİ, 31 Ekim 1993, sy.9.

(150) MERGEN, Ahmet, Grafiklerle Borsa Teknik Analiz, İstanbul 1992, sy.15.

(151) SERMAYE PİYASASI ..., sy.196.

düşük veya en en yüksek ile en düşük değerin ortalamasından da hareketli ortalama hesaplayabilir. Hareketli ortalamalar, teknik analizci tarafından belirlenen süreye göre hesaplanır. Sürenin uzunluğu, alım-satım sinyalinin erken veya geç olmasını etkiler. Kısa süreli ortalamalar uzun süreliye göre daha duyarlıdır. Hareketli ortalamalarda genellikle 5 veya 20 günlük(1 hafta veya 1 aylık) süreler kullanılır. Aslında, süreyi borsa veya hisse senedine göre belirlemek en doğru yoldur. Teknik analizciler, hareketli ortalamaları grafiklerde esas ele alınan fiyattan farklı bir şekilde gösterirler. Böylece tire'lerden oluşan(dashed) ve sürekli olmamasına rağmen, yönü ve her günlük değeri kolayca anlaşılabilen hareketli ortalamaların, grafikteki fiyattan ayırılması sağlanmış olur.

a) Basit ve ağırlıklı ortalamalar

Basit hareketli ortalama; hisse senedinin son x günündeki değerinin(fiyatının) toplanıp, x sayısına bölünmesi ile elde edilir. İşlem, her gün yapıldığı ve hesaplamada her değere eşit önem verildiği için, bu yöntem basit hareketli ortalama adı verilmiştir. Ağırlıklı hareketli ortalamalarda ise, seçilen x dönem içindeki en eski fiyat 1., sonraki 2., ..., enson fiyat ise x ile çarpılır ve toplanır. Bulunan rakam, $(x+1)(x)\backslash(2)$ 'ye bölünür. Bu hesaplama da her gün için yapılır.

b) Üslü hareketli ortalamalar

Basit ve ağırlıklı ortalamaların eleştirildiği tek yön kullanıldıkları dönemlerin dışında kalan günlerin hiç hesaba katılmamasıdır. Örneğin 50 günlük ortalama alınıyorsa 50 günden daha önce oluşmuş fiyatlar basit ve ağırlıklı ortalamalarda artık değerlendirmeye girmezler. Teknik analizcilerin bir kısmı etkileri ne kadar zayıflarsa zayıflasın en eski değerlerin de önem taşıdıklarını iddia ettiklerinden üslü ortalamalar metodunu ortaya çıkarmışlardır. Metodda en son fiyatlar en fazla önemi taşımakla beraber eski fiyatlar da gittikçe azalan ölçüde ortalamaya dahil edilir.

c) Çok sayılı hareketli ortalamalar

Bazı alım-satımcılar için sayıca çok olan hareketli ortalamaların kullanımı daha elverişlidir. Çok kısa dönem için alım-satım yapanlar başka borsalarda popüler olan metod, "4" "9" "18" günlük hareketli ortalamaların aynı grafik üzerinde gösterilmesidir. 4 günlük ortalama 18 günlük ortalamayı yukarıdan aşağıya doğru keserse ve altına inerse "satmaya hazır ol" sinyali gelmektedir. Satışın gerçekleşmesi için de 9 günlük hareketli ortalamasının da 18 günlük hareketli ortalamayı yukarıdan aşağıya doğru yönde keserek altına düşmesi ve sinyali teyit etmesi yeterlidir. Tam tersine, 4 günlük hareketli ortalama eğer 18 günlük hareketli ortalamayı aşağıdan gelerek yukarı yönde ilerleyerek kesiyorsa "almaya hazır ol" sinyali verilmektedir. "Al" emrinin gerçekleşmesi için de 9 günlük hareketli ortalamasının da 18 günlük hareketli ortalamayı aşağıdan yukarı doğru kesmesi gerekmektedir(teyit işareti).

B - İşlem Miktarı Analizleri

İşlem miktarı piyasasının gücü hakkında bilgi verdiğinden fiyatların yükselmesi veya düşmesi sırasında işlem miktarı yüksek olduğu takdirde fiyatlar aynı yönlerde hareket etmeye devam edeceklerdir. Bir başka deyişle, fiyatlar yükselmekte iseler yükselmeye, düşmekte iseler düşmeye devam edeceklerdir. Azalmaya başlayan işlem miktarları akımın yön değiştirmeye veya senetlerin bir sıkışma bölgesine girmeye hazırlandıkları mesajını vermektedirler.

a) Alım satım doyum zamanları

Anormal oranda alım-satımın yapıldığı, genellikle en yüksek zirve veya en düşük taban noktasında oluşan fiyat değişiklikleridir. Uzun süren çıkış akımının sonunda, hisse senedine bir türlü sahip olamayan alıcıların artık her ne pahasına olursa olsun hisse senedine sahip olmak amacıyla, fiyat gözetmeksizin borsada alım yaptıkları gün, işlem miktarı en yüksek seviyede gerçekleşir ve artık hisse senedi fiyatı düşüş akımına girmeye başlar. Bahsedilen hareketin tam tersi de söz konusu olabilir.

b) Net alım satım işlem miktarları

Hisse senedinin fiyatı yükselirken bir gün önceki fiyatı ile farklarının alındığı ve pozitif değerlendirildiği, fiyat düşerken de farkların alındığı ve negatif değerlendirildiği ve buna göre hisse senedinin gelecekteki fiyatı hakkında yorum yapıldığı bir teknik analiz değerlendirme yöntemidir.

c) Hareketler Prensibi

Bu yöntem göre, işlem miktarı öncelikli olarak fiyatları etkilediğinden akımlar içindeki fiyat değişimleri konusunda, işlem miktarlarının büyümesi veya küçülmesi senetlerin daha sonraki günlerde hangi yönde hareket edecekleri açısından önceden sinyaller vermekte olduğu savunulmaktadır(152).

(152) MERGEN, sy.177.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE HİSSE SENETLERİNE YATIRIM VE BİR ÖRNEK

Birinci Kısım

TÜRKİYE'DE HİSSE SENETLERİNE YATIRIMIN İŞLEYİŞİ

I - HİSSE SENETLERİNE YATIRIM HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde hisse senedi çıkarabilen anonim ortaklık veya sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların kanuni şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir(153).

İMKB'de hisse senedi alım satımı, aracı kurum üye temsilcilerinin bilgisayar aracılığıyla sisteme ilettikleri alış ve satış emirlerinin karşılılaşması sonucunda gerçekleşmektedir. Alım satımlar bilgisayar aracılığıyla gerçekleşmektedir.

Hisse senedine yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, aracı kurumlar ile müşteri sözleşmesi yaptıktan sonra, gerekli kurallar dahilinde hisse senedi alım ve satımı yapabilmektedir. Verilen bir emrin karşı bir emir tarafından karşılanması sırasında sistemin gerektirdiği işlem kuralları vardır. Bu kurallar aracı kurum üyelerini bağladığından burada ele alınmayacaktır. Ancak alım satımın gerçekleşebilmesi için müşteri olarak tanımlanan yatırımcının da uyması gereken kurallar vardır.

(153) SERMAYE PİYASASI ..., sy.40.

Hisse senedi alımı yaparken uyulması gereken kuralın en önemlisi kendi öz kaynağı ile alım yapması, satım yaparken de kendi kağıtlarını satmasıdır. Açığa alım veya satım olayından uzak durması küçük yatırımcının yararına olduğu kadar getirilen yasaklamalar arasındadır. Hisse senedi alım ve satım emri verilirken dikkat edilecek diğer bir husus fiyat aralıkları ve fiyat adımlarıdır. Her hisse senedinin fiyat adımı, o hisse senedinin baz fiyatına ve standart fiyat adım tablosuna bakılarak belirlenir. Her hisse senedi için, seans içinde belirlenecek olan alt ve üst fiyatlar o hisse senedinin fiyat aralığını oluşturur. Bu sınırlar, günün baz fiyatı temel alınarak hesaplanır. Fiyat aralığı, baz fiyatın belirli bir alt ve üst yüzdesi olarak ve alt marj alt adıma, üst marj üst adıma yuvarlanır. Hisse senetleri piyasasında, şu anda baz fiyatın % 10 altı ve üstü ile sınırlıdır(rüçhan hakları piyasasında % 15'dir). Alt ve üst sınırlar, dışarıya doğru ve fiyat adımlarının katlarına yuvarlandığı için, fiyat değişimi ağırlıklı ortalama fiyata göre öngörülen yüzdeyi geçebilmektedir.

II - ANONİM ŞİRKETLER HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Modern toplum düzeninde, üretim ihtisaslaşma içerisindedir. Tüketicinin satın aldığı mal ve hizmetler birçok el değiştirdikten, birçok üretim ve dağıtım süreçlerinden geçtikten sonra ona ulaşır. Sektörler içerisinde ve arasındaki ihtisaslaşmanın derecesine göre, üretim ve dağıtım zinciri uzun veya kısa olabilir. Bazı durumlarda, gerekli ham madde ve ara mallarının üretimi ve nihai malın imali tek bir teşebbüste toplanabilir. Teşebbüs, ekonomik bir ünite veya birimdir. Tek bir işletmeyi kapsayabileceği gibi birçok işletmeden de teşekkül edebilir. Teşebbüsün faaliyeti bir ekonomik plan içerisinde oluşur. Bu plan, üretim faktörlerinin teminini, üretimde kullanılmalarnını ve üretilen mal ve hizmetlerin piyasaya sürümünü satışını içerir. Teşebbüse bağlı işletmelerin hedefi, teşebbüsün hedefi ile kayıtlıdır, bu hedefin gerçekleştirilmesi yönünde işletmenin veya işletmelerin (teşebbüse bağlı olan) organizasyonu, üretimi tayin edilir. Görülüyor ki işletme teknik bir organizasyondur. İşletme, üretim faktörlerinin planlı bir bileşimi olup, mal veya hizmet üretin ekonomik hayatın bir mikro organizmasıdır.

Firma, teşebbüsün hukuki şeklini göstermektedir. İşletmeler firmalarca idare edilir, kontrol edilir ve yönetilir. Kapitalist ekonomi düzeninde sermaye sahipleri firmanın sahipleridir, firmanın ekonomik faaliyet sonucu ortaya çıkan kar ve riziko ona veya onlara aittir.

Bir firmanın birkaç işletmenin sahibi olabileceği gibi bir işletmeninde birkaç firmanın ortak malı olması mümkündür(154).

(154) DİRİMTEKİN, Halil, Mikro İktisat, Eskişehir 1981, sy.181.

Ticaret şirketleri şahıs ve sermaye şirketleri olmak üzere ikiye ayrılırlar. Gerçek kişiler arasında kurulan, belli bir ünvan ve tüzel kişiliği olan, ortakların şirket borçlarından sınırsız ve müteselsilen sorumlu olduğu şirketlere şahıs şirketleri denir.

Sermaye piyasası açısından önemli olduğu için burada anonim şirketler hakkında bilgi verilmeye çalışılacaktır.

Anonim şirket, sermayesi paylara bölünmüş ticari bir sermaye şirkettir. Ticaret Kanunu, anonim şirketi bir ünvana sahip, esas sermayesi belli paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız mal varlığı ile sorumlu bulunan bir şirket olarak tarif etmektedir.

Halka açık anonim şirketler TTK ile birlikte SPK'na tümüyle tabi olan, SPK'nda "hisse senetleri halka arz edilen" şirketlerdir şeklinde tanımlanabilir. Ortak sayısı 100'ü aşan şirketler bu tanıma girmekte, SPK'na tabi olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimine girmektedirler.

Hisse senetlerini halka arz etme anlamına gelen halka açılma Sermaye Piyasası Kanunu'na uygun olarak çeşitli tebliğlerle düzenlenmiştir. Bir anonim şirketin hisse senetlerini halka arz etmesi için öncelikle hisse senetlerinin kurul kaydına alınması gereklidir. Halka arz edilecek hisse senetleri SPK'nın Seri I, No:4 Tebliğinde 4. maddenin a bendine uygun olarak düzenlendikten sonra, ilgili ortaklığın yönetim kurulunca, hisse senetlerinin, ortaklık hissedarları tarafından halka arzedileceği hususunun uygun görüldüğüne dair karar alınır. Halka arz işlemlerinin yerine getirilmesi için, bu işlemi gerçekleştirecek olan aracı kuruluş ve hisse senetlerine sahip olan ortak veya ortaklar arasında aracılık yüklenim sözleşmesi imzalanır. Hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasına dair başvuru ilgili aracı kuruluş tarafından yapılır. Aracı kuruluş, Kurul'a bir dilekçe ve yanında SPK'nın istediği (Seri I No:14 md.5'de yer alan) bilgi ve belgeleri de ekleyerek başvurur. Yapılan başvurular en geç 30 gün içinde sonuçlandırılır. Kurul başvuruyu inceler ve halka arz yoluyla satılacak hisse senetlerini kayda alır. Sirkülerin ilk ilan edildiği tarihten itibaren bir haftayı geçmemek üzere, sirkülerde belirtilen tarihte hisse senetlerinin satışına başlanır ve ilanda belirtilen süre içinde satılan hisse senetlerinin bedelleri izahnamede ve\veya sirkülerde belirtilen esaslar çerçevesinde ödenir(155).

(155) Yapılan bu çalışmada, halka arz örneğinin incelenebilmesi için örnek bir çalışma şirket ismi saklı kalmak kaydıyla, ek olarak yer almıştır. Aracılık yüklenimi iki kuruluş tarafından üstlenilmiştir. Her iki kuruluşun yaptığı çalışma ek olarak verilmiştir.

III - INSIDER TREADING(İÇERİDEN BİLGİ ALMA) İŞLEMLERİ

Halka açık anonim şirketlerde, şirketteki pozisyon ve görevi sonucu, bir menkul kıymetin ileride teşekkül edecek kur değeri ile ilgili bilgilere sahip olan kimselerin, bu bilgileri, kamuya açıklanmalarından önce, borsa içi ve dışı muamelelerde kullanarak kendileri veya başkaları için menfaat sağlamaları "insider treading" olarak ifade edilmektedir(156).

Türkiye'de içeriden bilgi alma olayı, getirilen karar ve yönetmeliklerin yasaklamasına rağmen bu konuda şimdiye kadar somut bir ceza olayı ile karşılaşılmadığı için olsa gerek, yoğun bir şekilde yaşanmaktadır.

Almanya'dan bir örnek verecek olursak; Alman hükümeti, borsa içinden bilgi sızdırılarak haksız kazanç elde edilmesini önleyeceklerini ve Almanya'nın mali itibarını güçlendireceklerini açıklarken, yeni çıkacak yasaya göre bu olaya karışanlara beş yıl hapis cezası verileceği, ayrıca denetim ve kontrol büroları kurulacağını belirtmektedir(157). Konunun ne derece ciddiyetle ele alındığı görülmektedir.

Üzerinde durulması gereken diğer bir konu da, aracı kurum yönetim kurullarında görevli olan şahısların aynı zamanda halka açık şirketlerin yönetim kurullarında da görevli olmalarının son derece büyük sakıncalar taşıdığıdır. Sadece bu konu bile insider treading olayının gelişmesine imkan tanımaktadır.

İçeriden bilgi alma olayının önlenememesi sermaye piyasasının gelişimini engelleyici bir unsur olmakla birlikte, küçük yatırımcıların zararları sonuçlanan alım-satım yapımlarını da birlikte getirmektedir.

IV - KAYIT DIŞI EKONOMİNİN BORSA ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3 Kasım 1994 tarihli yüksek tirajlı gazetelerimizden birinde, ekonomi alanında söz sahibi olan Prof. Osman Altuğ, Türkiye ekonomisinde kayıt dışı ekonominin boyutlarının 138 trilyon TL.'na ulaştığını belirtmiştir. 1993 yılında 1.73 trilyon TL. olan kayıt dışı ekonomiden devletin vergi kaybının 199 trilyon TL.'na ulaştığına işaret etmiştir(158).

-
- (145) TURANBOY, Asuman, Insider Muameleleri, Ankara 1988, sy.1.
(146) "Almanya'da Borsa İçinden Bilgi Sızdırmak Artık Suç", DÜNYA GAZETESİ, 5 Kasım 1993, sy.11.
(147) "Mafya Ekonomisi 138 trilyon", SABAH GAZETESİ, 3 Kasım 1994, sy.9.

Bu günlerde gündemde olan konu, Türkiye'deki kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilmeleridir. Özelleştirme yöntemlerinden biri olan ihale yönteminin uygulandığı bazı ihalelerde, çok yüksek meblağların teklif edildiği görülmektedir. En son Sümerbank'ın ihalesinde Kasım 1994 tarihinde en yüksek teklif 2.5 trilyon TL'na kadar yükseltilmiştir. Zaman zaman Kamu Ortaklığı İdaresi tarafından açılan ihaleler çeşitli gerekçeler ile iptal edilmektedir. Özellikle Sümerbank ihalesinde basının gündeminden inmeyen konu, bir aracı kurum ve bir döviz büfesinin sahibi olan şirket tarafından en yüksek teklifin verilmiş olmasıdır. Kapalıçarşı esnafı arasında yer alan ve yıllarca altın alım-satımı ile uğraşan bu şirket, bir banka sahibi olduktan sonra ağırlıklı olarak yine altın işlemleri yapmak istediğini beyan etmektedir(159).

Bu örnekten de görüleceği gibi, ekonomi içinde kayıt dışı ekonominin ağırlığı son derece büyük boyutlardadır. Özellikle gelişmekte olan bir ülke durumundaki Türkiye'de sermaye piyasasının da son derece önemli olduğu bir gerçektir.

Sermaye piyasasının sağlıklı gelişebilmesi alınacak ek tedbirler ve tanıtım çalışmaları ile mümkündür. Özellikle sermaye piyasasında ağırlıklı olarak işlem yapma yetkilerinin aracı kurumlara verilmesi sırasında son derece titiz ve seçici davranılması gerekmektedir. Özellikle 1993 yılı sonları ve 1994 yılı başlarında yaşanan döviz krizine bağlı olarak, aracı kurum krizi de yaşanmış ve küçük ve orta ölçekli yatırımcılar mağdur edilmiş ve Türk Sermaye Piyasası onarılması güç yaralar almıştır.

Bir ülkede sermaye piyasaları alanında aracılık faaliyetlerinin hangi birimler tarafından yerine getirileceği öncelikle ülkenin tarihsel koşullarına bağlı olmaktadır. Sermaye piyasaları, finansal piyasaların bir alt birimini oluşturmaktadır. Bu nedenle finansal piyasaların diğer alanlarında faaliyet gösteren birimler ya da, daha açık bir ifade ile, bankalar, sermaye piyasalarında faaliyetlerin yerine getirilmesinde en güvenilir kurumlar olarak görünmektedirler.

1994 yılı, yaklaşık 10.000 tasarruf sahibinin devletin gözetim ve denetiminde faaliyetlerini sürdürdüklerine inanarak, güvenerek aracı kuruluşlara yatırdıkları toplamı trilyonları aşan menkul varlıklarını geri alamama durumuyla karşılaştıkları, çaresiz ve umutsuz bir beklenti içinde oldukları bir yıl olmuştur.

(148) "Sümerbank'a 3 trilyonluk Teklif", CUMHURİYET GAZETESİ, 22 Kasım 1994, sy.7.

28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1.maddesinde, kanunun konusunun, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemeye ve denetlemeye yönelik olduğu hükme bağlanmıştır. 17.maddesinde de bu görevlerin tüzel kişiliğe sahip Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yürütüleceği kuralına yer verilmiştir.

Anılan 1.madde hükmüne koşt olarak, başka bir ifade ile sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını sağlamak üzere getirilen 46.maddede ise kanun ile işletme amaç ve ilkelerine aykırı durumlarla işlemleri dolayısıyla mali durumlarının ciddi surette zayıflamakta olduğu yapılan denetim sonucu belirlenen aracı kuruluşlar hakkında alınacak tedbirler açıklanmıştır. Madde hükmünün değiştirilmeden önceki metnine göre, mali durumu zayıflayan aracı kuruluşa, kurul tarafından uygun bir süre tanınarak işlemlerinin uygunluğunu sağlaması ve mali durumunu güçlendirmesi talimatı verilecek, tanınan süre içinde bu talimat gereğinin yerine getirilmemesi halinde, kurumun borsa bankerliği belgesinin iptali yoluna gidilecek, Maliye Bakanlığı Kurul'un önerisi üzerine borsa bankerliği belgesi iptal olunan aracı kurumun tedricen tasfiyesine karar verilebilecektir. Tedricen tasfiye işlemleri TTK, İcra ve İflas Kanunu ve öbür mevzuatın tasfiyeye ilişkin hükümlerine tabi tutulmadan Maliye Bakanlığı'nın belirleyeceği bir banka tarafından yürütülecek, tasfiyeye giren kurumların aktifleri öncelikle taahhütlü satışlarından doğan yükümlülüklerinin karşılanmasına tahsis olunacak, bu yükümlülüklerin tasfiye sonucu beklenmeden yerine getirilmesi için Merkez Bankası nezdinde kurulan ve aracı kurumlarca yıl sonlarında taahhütlü satışları tutarının % 0.1'i oranında ertesi yılın beşinci ayı sonuna kadar mecburen yatıracakları ve kurumlar vergisi matrahında gider gösterecekleri meblağlardan oluşturulan fondan gereksinim oranında avans verilecek, fon, verilen avanslar dolayısıyla tasfiye halindeki kurumun bütün aktifleri üzerinde imtiyazlı alacaklı sıfatını kazanacak, Maliye Bakanlığı fon adına aracı kurumun iflasını isteyebilecektir, kanuna, işletme amaç ve ilkelerine aykırı işlemleri nedeniyle aracı kurumun iflasına neden olan yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile 1. derece imzaya yetkili yöneticilerin Maliye Bakanlığı'nın talebi üzerine iflasına mahkemece karar verilebilecek ve haklarında İcra ve İflas Kanunu'nun 5, 6 ve 7. babları kuralları uygulanacaktır. Hiç bir kuşku ve duraksamaya yer verilmeyecek açıklıkta olan bu önlemler nedeniyledir ki yasa kuralının yürürlükte kaldığı 11 yıllık süre içinde kamuoyunun gündemini batan banker, bankerzede gibi olaylar işgal etmemiş, sermaye piyasası da işlevini başarı ile yürütmüştür. Tüm bu olumluluk, anılan yasa kurallarını değiştiren 29.04.1992 tarih 3794 sayılı yasanın yürürlüğe girmesiyle sona ermiştir.

Gerçekten 46. madde kuralının değiştirilmesi sonucu alınan tedbirler, sermaye piyasası kurumlarının mali yapılarının ciddi surette zayıflamakta olduğunun belirlenmesi üzerine verilecek uygun bir süre içinde durumlarını düzeltmeyenlerin salt yetkilerinin kaldırılması, genel hükümlere göre tasfiyelerinin ve gerektiğinde iflaslarının istenmesi ile sınırlandırılmış bulunmaktadır. Yaşanan üzücü olayların tedrici tasfiye işleminin ve dolayısıyla fonun kaldırılmış olmasından kaynaklandığı kuşkusuzdur. Yeniden söz konusu yasanın ele alınmasında yarar olduğu görüşü hakimdir(160).

V - RESMİ AÇIKLAMALARIN BORSA ÜZERİNE ETKİLERİ

Bilindiği gibi piyasa ekonomisinin mekanizmaları istikrar üzerine kurulmuş değildir. Sürekli bir dalgalanma hakimdir. Esasen hiç bir ekonomi tasarruftan vazgeçemeyeceğine göre özellikle ülkemiz ekonomisinde tasarrufları piyasa mekanizmasının korumasına bırakmak geçiş döneminde bile olsa, pek mümkün görünmemektedir. Bu nedenledir ki, kamu da kendi yetkili kuruluşları kanalıyla zaman zaman piyasa ekonomisinin işleyişine müdahale etmektedir.

Özellikle sermaye piyasası bizim ülkemizde, biraz da doğası gereği arz ve talep değişkenlerinin baskısı altında denge arayışındadır. Sistem üzerinde kamu güvencesinin olması da tasarruf sahipleri açısından ayrıca önem kazanmaktadır.

Ülkemizde 1994 yılı başlarında tüm ekonomiyi sarsan döviz krizi yaşandı. Birinci önlem paketi hükümet yetkilileri tarafından yürürlüğe konuldu, ancak pek etkili olmadığı anlaşılınca ikinci bir önlemler paketi açıklandı. Söz konusu önlemler paketinde yer alan kararlara bazı özel bankaların yetkilileri de katıldılar. İkinci büyük oranlı devalüasyon söylentileri, 12 trilyonu bulan şubat 1994 likiditesindeki büyük genişleme, döviz piyasalarındaki istikrar arayışı, döviz rezervlerindeki erime endişesi ve borsanın düşüşe tahammülü kalmaması gibi konular bu paketin ana temasını oluşturdu.

Bu toplantılardan sonra tüm ekonomiyi etkileyen kararların alındığının yetkili organlar tarafından açıklanmasından sonra piyasaları istikrarın geldiği ve borsa endeksinin de buna bağlı olarak yükselişe geçtiğine tanık olundu.

Resmi açıklamaların etkisi en çok özelleştirilecek kamu kuruluşları üzerinde görülmüştür. Olumlu hava taşıyan açıklamalar sözkonusu kamu kuruluşunun tahtasında yüksek montanlı taleplerin gelmesine neden olmuş, dolayısıyla sözkonusu hisse senedinin fiyatı

(149) "Sermaye Piyasası, Ekonomik Kalkınma", CUMHURİYET GAZETESİ, 7.7.1994, sy.2.

artmış, tersi durumda da hisse senedinde satışlar yoğunlaşmış ve hisse senedinin fiyatı büyük oranda düşmüştür. Buna örnek olarak 1993 ve 1994 yılında özelleştirme kapsamında olan Petkim, Tüpraş, Petrol Ofisi ve özellikle Erdemir tahtasını verebiliriz. Erdemir'deki fiyat değişiklikleri zaman zaman hükümet açıklamalarıyla aynı doğrultuda olmuştur. Hatta hükümete yakın kişilerin bu tahta üzerinde etkili olduğu da konuşulan konular arasında yer almıştır.

Gelişmekte olan ülkemiz sermaye piyasasına son derece özen gösterilmesi gerekirken, yapılan açıklamaların hisse senedi üzerindeki etkilerinin de hesap edilerek zamanlamasının yapılması son derece önem kazanmaktadır kanısındayız. Özellikle borsa üzerinde etkili olan Kamu Ortaklığı İdaresi'nin açıklamaları büyük önem taşımaktadır. Örneğin 1994 yılı başlarında Kamu Ortaklığı İdaresi'nce borsayı destekleme mahiyetinde 5 trilyon TL.'lık A tipi yatırım fonu kurulacağı açıklandığı(161) halde bu tutarda A tipi fon kurulmamış ve borsada alım yapılmamıştır. Bu örnekleri çoğaltmak mümkündür.

Sermaye piyasasının sağlıklı gelişebilmesi, küçük tasarruf sahiplerinin doğru yönlendirilmesi ve bu yöndeki resmi açıklamaların tutarlılığına da bağlıdır.

VI - MEDYANIN BORSA ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Menkul kıymetlerin halka arzında üzerinde önemle durulması gereken husus ise "kamuyu aydınlatma" meselesidir. Kamuyu aydınlatma prensibinin esası, ilgililere şirketin durumu hakkında bilgi vermektir. Bundan amaç ise, münferit hissedarların bilgi alma hakkının, idarecilerin bilgi verme yükümlülüğüne dönüşerek, "bilgide eşitlik" prensibinin gerçekleştirilmesini sağlamaktır.

Kamuyu aydınlatma prensibinin diğer bir hedefi ise, menkul kıymet sahiplerinin ve diğer ilgililerin aldatılmalarını önlemek ve müstakbel yatırımcıların aydınlatılması suretiyle "caydırıcı fonksiyon" ifa etmektir.

Zamanla, kamuyu aydınlatma prensibinin sadece birinci el sermaye piyasalarında uygulanmasının yeterli olmadığı, zira, hesap yılı sonunda hazırlanan belgelerin sadece yıl sonu itibarıyla şirketin durumunu gösterdiğinin, bundan sonraki gelişmeleri ise, gereği gibi yansıtmadığını, bu suretle de bilgide eşitlik kuralının bozulduğunun ve insider muamelelerine engel olunamadığının gözlenmesi, kamuyu aydınlatma prensibinin ikinci el sermaye piyasalarında da uygulanmasını ve "sürekli kamuyu aydınlatma prensibine" dönüşmesini sağlamıştır(162).

(161) "Kriz Masası, Likidite Yönetimi, Borsa ve İstikrara Ağırlık Verdi", DÜNYA GAZETESİ, 1 Şubat 1994, sy.12.

(162) TURANBOY, sy.184.

Menkul kıymetlerin halka arzında, kamuyu aydınlatma prensibinin gereklerinin yerine getirilmesinde yararlanılan en önemli araçlar, izahname ve sirkülerdir. Bu hususta halka yapılan ilanlar ve yazılı açıklamalar da ayrıca önem taşımaktadır. Buraya kadar olan açıklamalar sözkonusu ilan ve yazılı açıklamaların basın yoluyla halka bildirimini ile halkın aydınlatılmasına dönük olmuştur.

Bizim bu çalışmada üzerinde duracağımız konu, medya kanalı ile halka açık şirketlerin hisse senetlerinin borsadaki fiyatlarını etkileyecek olan gerçek ve\veya gerçek dışı haberlerin önemidir.

Bu konuda en çarpıcı örnek, geçmiş yıllarda kapalı duran Metaş A.Ş. şirketinin tekrar üretime geçip geçmemesi üzerine yapılan spekülasyonlardır. Metaş'ın kredi borçlarından dolayı uzun bir zaman kapalı kalması, hisse senetlerinin de borsada değer kaybetmesini birlikte getirmiştir. Şirketin en büyük ortağının bir banka olması ve bankanın şirkete kredi açması, düşünülen bir kurtarma formülü idi. Fakat kurtarılma süreci son derece sancılı olmuştur. Bu arada şirketin hisse senetlerinin borsada işlem görmesi dolayısıyla spekülasyonlara bağlı olarak Metaş hisse senetlerinin fiyatları sürekli dalgalanmış ve bu fiyat dalgalanmalarında bazı kesimlerin çok büyük kazançlar elde etmesi, yatırımcılar arasında şikayet konusu olmuştur.

1988 yılını 9.9 milyar TL. zararlar kapatan şirket, 1989 yılında mahkeme kararı ile kara geçmiştir. Ardından sermaye artırımını kararı çıkınca, Metaş hisseleri 3.700 TL.'na kadar çıkmıştır. Metaş hisse senetlerinin fiyatları yüksek marjlarda dalgalanırken, şirketin ortağı olan T.İş Bankası portföyünü boşaltmakta idi. En çok işlem yapan diğer üyeler ise Entez, Yener Selimoğlu ve Mustafa Yılmaz idi. İddialara göre şirket ortakları yatırımcıları oyuna getirmiş, fiyatı yükselterek ellerindeki hisseleri satmışlardır. Daha sonra haftanın 4 günü tabandan kapanan Metaş 1250 TL.'na gerilerken, sokak borsasında 600 TL.'na kadar düşmüştür. Metaş yatırımcıları kurtarılmayı beklerken, SPK, şirkete bir uyarı göndererek, bilançonun düzenlenmesini istemiştir. Bütün yatırımcılar Metaş hisse senedinden umutlarını keserken, haftanın son günü Yener Selimoğlu, Entez ve Merchant Bank, 1250 TL.'dan tekrar alıma geçmişler ve Metaş hisse senedinin fiyatı haftayı 1300 TL.'dan kapatmıştır. Borsacıların bir bölümü alımları spekülasyon olarak yorumlarken, hala umutlarını kesmeyenler şirketin kurtarılacağına işaret olarak yorumlamışlardır(163).

(163) "Metaş Yatırımcısı Aldatıldı", EKONOMİK PANAROMA, 13 Mayıs 1990, sy.63.

Metaş şirketinin üzerinde yapılan spekülasyonlar yoğunlaştırılarak sürdürülmüştür. Borsada, KOİ Başkanı Üstün Sanver'in Metaş Yönetim Kurulu Başkanı Haluk Saruhan ile akraba olduğu ve Metaş'ın kurtarılması için çalıştığı konusu bile spekülasyona konu olmuştur. Üstün Sanver ve Haluk Saruhan'ın akraba olduklarının doğrulanmış olduğunu burada belirtmekte yarar vardır. Son spekülasyon konusu ise Yaşar Grubu'nun Metaş'a talip olduğu şeklinde olmuştur. O tarihlerde Selim Yaşar, "kesinlikle böyle bir şeyin söz konusu olmadığını" belirterek, "Yaşar Grubu, gıda ve boya sektöründe faaliyet gösteriyor. Hiç bir zaman böyle bir şey düşünmedik. Bu tamamen spekülatif amaçla çıkarılmış bir söylentidir" demektedir. 1994 yılında Metaş şirketinin yönetim kurulu üyeleri ve ortaklarına baktığımızda; Selçuk Yaşar'ın Metaş Yönetim Kurulu Başkanı olduğunu ve T.İş Bankası'nın % 60'83 oranında ortağı olduğunu görüyoruz.

Dolayısıyla bu tür spekülasyonların var olduğu ve Medyanın spekülasyonları beslediği doğru olmakla birlikte, yetkililerin de gerçek dışı beyanlarının sermaye piyasasına olan güveni sarstığını söyleyebiliriz.

VII - TAHTA BAZINDA ETKİLİ OLMANIN BORSA ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Gelişme yolunda olan sermaye piyasamız ve borsamızda bir çok konunun yasal olarak yerinde oturmadığı kabul görmektedir. Ancak, toplum olarak yasaların çizdiği çerçeveler içinde hareket etmek yerine bunun dışına çıkmak adeta desteklenmektedir.

"Spekülasyon" ekonomi biliminde anlaşılabilceği gibi, bir varlığı ucuz iken, satın alıp, pahalılaştınca satmak yoluyla para kazanma faaliyeti biçiminde tanımlanabilmektedir. Bu işlemin yapılabilmesi için hiç kuşkusuz alımı satımı yapılan malın herşeyden önce kolay alınıp satılabilen bir mal olması gerekmektedir.

Bu yüzden günümüzden en az yüz yıl önce gelişmiş batı ekonomilerinde bazı bireylerin, böyle kolaylıkla alınıp satılabilen hisse senetleri ve tahviller üzerinde spekülasyon yapmaya başlamışlardır. Ülkemizde ise, bu faaliyet önce altın ve arsa daha sonra döviz üzerine yapılmaya başlanmıştır. Ancak, artık günümüzde ülkemizde de bu spekülasyon faaliyetleri hisse senetleri üzerinde yoğunlaşmaya doğru gitmektedir.

Spekülasyonu yapılan mal ne olursa olsun, yani ister altın, döviz, hisse senedi, tahvil, isterse arsa gibi gayrimenkul olsun; burada amaç sözü edilen varlığı fiyatı düşünce satın alıp, fiyatı yükselince satmaktır. Bu fiyat düşme ve yükselmeleri ne kadar kısa sürede ve ne kadar yüksek oranda olursa, spekülasyon kazancı da o kadar yükselmektedir.

Hisse senedi ve tahvillerin piyasadaki fiyatı (reel fiyatı), bunların her ikisinin de sağlayacağı yıllık kazanç ile piyasa faizi arasındaki karşılaştırmaya dayanmaktadır.

Biz örnek olarak ele aldığımız bir hisse senedi ile bir tahvilin her ikisinin de yıllık % 50 kazanç sağladığını ve bu kazancın yorumumuz süresince sabit kalacağını düşünelim. Öte yandan balangıçta piyasa faizinin de % 50 olduğunu varsayalım. Bu durumda spekülasyon yapanlar hareketsiz kalacaklardır.

Ancak piyasa faizi bir süre sonra % 100'e çıkarsa elinde tahvil ve hisse senedi bulduran herkes bunları satarak para elde edip bu parayı % 100 faizle çalıştırmak isteyeceğinden hisse senedi ve tahvillerin fiyatı anormal bir biçimde düşecektir. İşte bu durumda spekülatörler fiyatı çok düştüğü anda hisse senedi ve tahvilleri satın alarak bekleyeceklerdir(164).

Henüz emekleme döneminde olan borsamızda, halka açık olan şirketlerin hisse senetleri üzerinde kısa ve orta dönemde bir çok işlem ile kazanç elde etmek spekülatörlerin sıkça uyguladıkları yöntemlerdir.

Tahta bazında etkili olmanın çeşitli yolları aşağıda genel tanımları ile verilmeye çalışılacaktır. Bunlar tahta bazında etkili olarak kısa dönemde kazançlı çıkan spekülatörlerin yoğun bir şekilde uyguladıkları yöntemlerdir. Ayrıntılara girilmekten özel olarak kaçınılmıştır. Çünkü verilmeye çalışılan konu spekülatörlerin tahta bazında etkili olarak, küçük yatırımcıların kısa dönemli hareket etmesi halinde zarar ile sonuçlanacak bilgileri vermektir.

1 - SERMAYE BÜYÜKLÜĞÜ

Tahta bazında etkili olmanın bilinen en eski yöntemidir. Tahtaya satış için yazılan bütün hisse senetlerinin piyasadaki spekülatör tarafından toplanarak, fiyatları kendilerinin belirlediği bir yöntemdir. Piyasada son derece az sayıda kalan hisse senedi, küçük hacimli bir talep karşısında bile yüksek fiyat ile karşılık verecektir.

Bu arada, bu yöntemin alternatif maliyetinin çok yüksek olduğu belirtilmelidir. Daha çok, rekabet ortamı içinde, şirketin yönetimini ele geçirebilmek için uygulanan bir yöntemdir. Çünkü piyasadaki toplanacak olan hisse senetlerine ödenecek olan bedel piyasa fiyatları ile yüksek meblağlara ulaşmaktadır.

Büyük sermaye ile girildiğinde, tahta üzerinde son derece etkili olunmakta, özellikle küçük yatırımcılar açısından, hisse senedinin fiyatının tavan tavan gitmesi, çok kısa dönem sonra da taban taban gitmesi büyük zararlara yol açmaktadır.

(164) BERBEROĞLU, Genel Ekonomi ..., sy.102-104.

2 - AÇIĞA ALIM-SATIMIN YOĞUNLUĞU

1993 yılı içinde sermaye piyasasının gelişebilmesi için kredi kullanımını ve kağıtların teminat gösterilerek, hemen hemen teminatın yarısı kadar kredili alım-satımın yasal olarak serbest bırakıldığı görüyoruz.

1994 yılı Ocak ayında 28.883 olan borsa bileşik endeksi 19 seans sonra % 45.6 düşmüştür(165). 9 Şubat 1994 tarihinde ise borsa bileşik endeksi 15.695 puana düşmüştür. Daha sonra ise 13.000 seviyelerine kadar gerilemiştir. Bu büyük düşüşe neden olarak kredili alım yapanların panik halinde satışa geçmeleri gösterilmiştir. Dolayısıyla fiyatlar yüksek iken alım yapan küçük tasarruf sahipleri çok kısa bir süre içinde yatırdıkları paranın yaklaşık yarısını kaybetmişlerdir.

Gelişme yolunda olan borsamızda kredili alım-satımın denetlenmesi son derece büyük önem kazanmaktadır.

3 - TAVAN-TABAN İLE KAĞIT BAZINDA ETKİLER

Sermaye piyasasının vazgeçilemez kurumu borsalarda spekülâtörlerin de vazgeçilmez olduğu görüşünde olanlar da vardır.

"Spekülâtörlerin, yani bir anlamda normalin üzerinde risk alanların mevcudiyeti, sağlıklı bir borsa için şarttır. Spekülâtörler, sistemin derinlik kazanmasına katkıda bulunurlar" (166) şeklindeki görüşlere katıldığımızı belirtmek isteriz.

Küçük yatırımcıların henüz hisse senetlerini tanımadan borsadan kağıt alması sırasında hata yapma olasılığı çok yüksektir. Spekülâtörlerin sık sık başvurdukları yöntemlerden birine yakalanmaları, yeterli bilgiye sahip olmayan küçük yatırımcılar için kısa ve orta dönemde (dönemleri İMKB'ye göre düşünmekte yarar vardır) zararlar sonuçlanabilecek kararların verilmesine yol açabilecektir.

Spekülâtörlerin başvurdukları yöntemlerden biri de tavan-taban kurularak, arada oluşacak alım-satım miktarları üzerinden kazanç elde etmektir.

Bu yöntemin uygulanabilmesi, spekülâtörün hareket ettirebileceği hisse senedinden yeteri kadar elinde bulundurmasına bağlıdır. Bu arada yeteri kadar nakitin varlığını var kabul ediyoruz. Bilindiği üzere nakit olmaksızın hiç bir yöntem uygulanamaz.

(165) "Ekonomiyle Beraber Borsa da Çöktü", MİLLİYET GAZETESİ, 10 Şubat 1994, sy.7.

(166) ULUSAN, Aydın, "Sağlıklı Borsa İçin Spekülâtör Şart", MİLLİYET GAZETESİ PARA PİYASASI EKİ, Haziran 1990, sy.14.

Seans açıldığında taban ve tabanın 1 kademe üstüne, yeterli sermayenin alabileceği büyüklükte (kağıda bağlı olarak 1.000 lot/10.000 lot arası) alım emri yazılır.

Bir önceki seans kapanış fiyatından başlanarak alt kademelerin hepsine kağıt satılır. Taban ve tabanın 1 üst kademesinde bulunan büyük miktarlı alışlarına gelinceye kadar kağıt satımına devam edilerek, tavan ve tavanın 1 kademe altı fiyattan yüklü miktarda satış yazılır.

Hangi aracı kurumun ya da kimlerin satım yaptığı belli olmadığı için, yoğun miktarda satış baskısı altında olan kağıdın tahtasına, öncelikle küçük yatırımcılar olmak üzere, yoğun miktarda her kademede satışlar gelir (tahtaya satış yazılır). Fiyat düşmeye devam etmektedir. Fiyatın daha da düşeceğini düşünen yatırımcılar, artık hangi fiyattan olursa olsun elindeki kağıtları satmak istemektedirler ve tabana kadar satış emri yazdırmaktadırlar. Bu aşamada spekülâtörün istediği olmuştur. Spekülâtör şimdiye kadar yüksek fiyattan başlayarak tabana kadar satmış olduğu kağıdını çoğaltarak ve % 5, % 10 ucuza maliyet ile yerine koymuştur.

Bu yöntem açığa alım, açığa satım ile birleştiğinde; açığa satımda endeks ve sözkonusu hissenin fiyatı düşerken, açığa satımda endeks ve sözkonusu hissenin fiyatı yükselirken, spekülâtörün kazancı katlanarak artacaktır.

4 - KADEME KURULARAK KAĞIT BAZINDA ETKİLER

Yöntem olarak tavan-taban yöntemine benzemektedir. Ancak bu yöntemde spekülâtör, hisse senedinin gerek alım, gerekse satımındaki % 10 alt ve üst barajın tüm fiyat aralıklarına ve tüm kademelerde alım ve satım emirleri girmektedir. Aynı seans içinde olabileceği gibi, bir kaç gün sürebilecek bir yöntemdir. Ancak kısa dönem içinde amaç; satışta kar maksimizasyonu veya düşük maliyetli kağıt elde edebilmektir.

Bu yöntemde spekülâtör elinde bulunan hisse senetleri ve yeterli gördüğü nakit ile amacına ulaşmaya çalışmaktadır. Seans başladığında, eğer genel durum satışa dönük ise, satış yapılarak elinde bulundurduğu hisse senetlerinin maliyetini düşürerek kazanç elde etmek amaçlanır. Genel durum alışa dönük ise, kağıt bazında hareket ederek ucuz maliyetli kağıt toplanarak yüksek fiyattan satış yapılarak kazanç maksimizasyonu amaçlanır. Yöntemin işleyişi şöyledir; seans başladığında önceki kapanış fiyatına göre, genel durum gözönünde bulundurularak alış yapılacaksa tabandan itibaren her kademeye alış yazılır. Tabandan itibaren de her kademeye satış yazılır. Eğer düşük maliyetli kağıda sahip olmak amaçlanıyorsa, satış baskısı arttırılır. Yüksek fiyattan kağıt satmak

amaçlanıyorsa, alt kademelerdeki alış miktarları lot olarak her kademede kuvvetlendirilir. Genel duruma bağlı olarak, küçük yatırımcılar fiyatı düşen ve satış baskısı olan kağıttan kaçmak isteyecekler ve her kademede kağıt satacaklardır. Ters durumda da, fiyatı yükselen ve alış baskısında olan kağıdı da, küçük yatırımcılar almak isteyecek ve tavana kadar çeşitli kademelerde alış yapacaklardır. Bu aşamada spekülâtör amacına ulaşmış ve genel duruma bağlı olarak seans içinde kar maksimizasyonuna gitmiştir. Seans içinde % 5 ile % 10 arasında kazanç elde edilmiştir.

5 - ELİT SİSTEMİNİN İŞLEYİŞİNDEKİ ETKİLER

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası(İMKB)'ında, 1994 yılının Kasım ayında tamamen elektronik sistem ile alım-satım yapılabilecek duruma gelinmiştir. Kısaca ELİT Sistemi adı ile anılan sistemde, borsada işlemler elektronik olarak gerçekleştirilmektedir.

ELİT Sistemi kendine özgü bazı üstünlükler yanında, pratikte bazı aksamaları da birlikte getirmektedir. Bu konuları başlıklar halinde bir sonraki aşamada görmeye çalışacağız.

ELİT Sisteminin fonksiyonlarını maddeler halinde görmek yararlı olacaktır:

- Emir girişlerinin ve sözkonusu emirlerin gerçekleştirilmesi,
- İşlemlere ilişkin bütün dataların bulunması,
- Emirlerin ekranda değişik formatlarda gözükmesi,
- Temsilci ve piyasa bazında emir ve işlem sorgulaması,
- Kurallara uygun olarak emir iyileştirme ve iptal olanağı,
- İşlemlerin gerçekleştirilmesi,
- Endeks, işlem hacmi ve işlem miktarının sürekli olarak güncelleşmesi,
- İşlem raporlarının verilmesi,
- Kontrol mekanizmasının sağlanması,
- Veri dağıtım şirketlerine sürekli veri iletimi,
- Emirler ve gerçekleşen işlemler ile ilgili her türlü bilginin anında ilgili kişilere duyurulması,
- Emirlerin, fiyat ve zaman önceliği kurallarına uygun olarak Sistem'e kabul edilmesi,
- Sürekli olarak güncelleştirilen "Genel Piyasa" ekranında ilgili hisse senedine ait en iyi fiyat ve miktarlı emirlerin izlenmesi,
- Normal lot, Küsürat ve Özel Emirlerin girilmesi,
- İşlem gerçekleştirilmesi(otomatik/manuel),
- İşlem iptal ve değiştirme talebi,
- Açıklayıcı raporların alınması,
- Gönderilen mesajların yayınlanması,
- Daha önce gerçekleştirilen işlemlerle ilgili bütün bilgilerin alınması(167).

A - Satıcı Çokluğu

Elektronik alım-satım sistemi olan ELİT Sisteminin yukarıda sayılan yararları yanında bazı olumsuz görünen yanları da vardır. Bunların biri de alıcıların ve satıcıların kim ya da kimler olduğunun belli olmaması, sadece miktar olarak (lot olarak) belli olmasıdır. Alıcıların ve satıcıların kimler olduğunun belli olmamasının, rekabeti arttırdığı, rekabette eşitliği getirdiği ve piyasada şeffaflığın gelişmesine katkısı olduğu yönünde savunmalar da vardır.

Bunun olumsuz yanlarından biri pratikte spekülâtörler tarafından küçük yatırımcıların zararına kullanılmasıdır. Yukarıdaki kısımda spekülâtörlerin kullandığı yöntemlerden bazıları verilmeye çalışıldı. ELİT Sisteminin en çok eleştirilen yanlarından birisi de satıcıların kimler olduğunun bilinmemesidir. Spekülâtörler bu konuyu avantajlı hale getirerek kısa dönemde kazanç elde etmek için son derece etkin bir şekilde kullanmaktadırlar.

Seans sırasında daha düşük fiyattan kağıt alabilmek için tavan fiyattan ve/veya bir, iki kademe altına aynı aracı kurum yoğun miktarda satış yaparak satış baskısı oluşturmaktadır. Yoğun miktarda satıcı olduğunu gören küçük yatırımcılar ellerindeki hisse senetlerini satmaktadırlar. Spekülâtörler ELİT Sisteminin bu uygulamasını kendi avantajlarına kullanarak kısa dönem içinde kazanç elde etmektedirler.

B - Alıcı Çokluğu

ELİT Sisteminde alıcı ve satıcıların kim olduğunun belli olmamasını, spekülâtörler yukarıdaki kısımda anlatılmaya çalışıldığı gibi, satıcı çokluğunun tersi bir durumda kağıdın fiyatını yükseltmek istediğinde ve/veya yüksek fiyattan kağıt satmak istediklerinde taban ve tabana yakın fiyat kademelerine yoğun alış girerek hisse senedinin fiyatını yukarı kademelere çıkarabilmektedirler. Bu yöntem ile kısa dönemde kazançlarını maksimize edebilmektedirler.

6 - DEĞİŞİK ARACI KURUMLAR KANALI İLE KAĞIT BAZINDA ETKİLER

Sermaye Piyasası Kanunu ile yasaklanmasına rağmen yatırımcıların yatırım tercihlerinin hisse senedi bazında etkilenmesi Türkiye'de yaşanan bir olaydır. Ancak bu konunun takibi ve çözülmesi, belgelenmesi çok zor olduğu için bu yöntemler kullanılarak, zaman zaman yatırımcıların hisse senedi bazında yatırım tercihleri etkilenmektedir.

Değişik aracı kurumlar kanalı ile belli bir şirketin hisse senetlerinin toplanması yanında, yine değişik aracı kurumlar kanalı ile belli kağıtlar satılarak kısa dönemlerde kazanç elde edilebilmektedir.

Bu yöntem özellikle bir şirketin hisse senetlerinin ilk kez halka arz edilmesinde yaşanmaktadır. Bunu dışında da uygulamada rastlanılmaktadır. Özellikle aynı gruba ait aracı kurumlar kanalı ile aynı hisse senedi tahtası üzerinde spekülasyonlar yapılarak, bazen birinin sattığı kağıtları diğerinin alması yoluyla, bazen de birlikte hareket ederek aynı hisse senedi üzerinde bazen satış baskısı yolu ile bazen de alış baskısı yolu ile kısa dönem içinde kazanç elde ettikleri görülmektedir.

İkinci Kısım

SEÇİLMİŞ ŞİRKET HİSSELERİNE YATIRIM

I - SEÇİLMİŞ BEŞ ŞİRKETİN TEMEL ANALİZ YÖNTEMLERİ KULLANILARAK İNCELENMESİ

1 - ARÇELİK A.Ş.

1955 yılında, Çayırova - Gebze'de kurulan ARÇELİK A.Ş.'nin 1994 yılındaki Genel Müdürü Mehmet Ali BERKMAN'dır. Yönetim Kurulu Hasan SUBAŞI, Suna KURAÇ, Fred BURLA, İnan KIRAÇ, Uğur ERŞİOĞLU, Erdoğan GÖNÜL, Mustafa KOÇ, Necati ARIKAN'dan oluşmaktadır. Türkiye'nin çeşitli bölgelerinde kurulu fabrikalara dönüşmüştür.

Arçelik A.Ş. 1993 yılında işletmelerdeki üretim kapasitesi, teknolojik yatırımları ve gerçekleştirdiği satış miktarı bakımından Avrupa'nın beyaz eşya üreticileri arasında ilk 10 içinde yer almaktadır.

Şirket 1993 yılında satışlarını miktar olarak % 20 artırmış ve artan rekabete rağmen pazar payını korumuştur. Bunun yanında şirket 1992 yılına göre ihracatını % 62 arttırarak 45 milyon dolara çıkarmıştır.

1993 yılı içinde Ankara'daki bulaşık makinası yatırımı tamamlanarak faaliyete geçmiştir. Ayrıca şirket kapasiteyi arttırmak, model yenilemek ve modernizasyon amacı ile toplam 277 milyar TL.'lık yatırıma gitmiştir. 1993 sonu itibariyle şirket, sözkonusu yatırımlar için 90.330 milyon TL. tutarında harcama yapmıştır.

Türkiye'nin AT ile gümrük birliğine girmesi çalışmalarını doğrultusunda üretilen mamüllerin koruma oranlarını önümüzdeki bir kaç yıl içinde sıfırlanacağını gözönüne alan şirket, kalite ve verimliliği arttırma çalışmalarını bu yıl da sürdürmüştür.

Şirket, 1993 yılı içinde, toplam Maliyetler içindeki payı % 33 olan; 226 milyon dolarlık ithalat, toplam satışlar içindeki payı % 4 olan; 45 milyon dolarlık ihracat yapmıştır (Ek.:2, sy.1).

Şirketin iştirakleri ve iştirak payları şöyledir:

<u>İŞTİRAKLER</u>	<u>İŞTİRAK PAYI (%)</u>
TÜRK ELEKT.END.A.Ş.	99.96
ARDEM PİŞİRİCİ İSİ.CİH.A.Ş.	78.15
DESTEK EV CİH.SAN.ve Tic.A.Ş.	39.90
BEKOTEKNİK A.Ş.	27.50
RAM DIŞ TİC.A.Ş.	10.00
KOÇBANK A.Ş.	3.57

Şirketin başlıca ortakları ve sermaye payları da şöyledir (Ek.:2, sy.2):

<u>ORTAK ÜNVANI</u>	<u>SERMAYE PAYI (%)</u>
KOÇ HOLDİNG A.Ş.	23.11
TEKNOSAN	18.28
KOÇ YATIRIM A.Ş.	15.00
KOÇ AİLESİ	10.56
GRUP ŞİRKETLERİ	9.62
DİĞER	23.43

İnceleme devremiz olan 1989 - 1993 yıllarında şirketin bilançolarının ve Gelir Tablolarının incelemeler sonucunda aşağıdaki oranlar bulunmuştur (Ek.:3):

TABLO : 5

ORANLAR	1989	1990	1991	1992	1993
Cari Oran	1.42	1.92	1.74	1.78	1.82
Likidite Oranı	1.05	1.26	1.05	1.35	1.35
Alacak Devir Hızı	3.88	5.99	5.23	4.00	3.66
Stok Devir Hızı	9.02	9.76	8.85	10.35	12.11
Borç/Özvarlılık	2.49	1.24	1.38	1.40	1.43
Top.Borç/Top.Aktif	0.71	0.55	0.58	0.58	0.59
Kısa Vdl.Borç/Top.Borç	0.81	0.72	0.79	0.77	0.72
F.V.Ö.K./Top.Aktif	0.21	0.36	0.33	0.32	0.27
V.Ö.K./Özvarlık	0.50	0.74	0.68	0.59	0.55
Net Kâr/Top.Aktif	0.09	0.22	0.20	0.17	0.18
Brüt Sat.Kârı/Net Sat.	0.21	0.21	0.22	0.24	0.25
V.Ö.K./Net Sat.	0.08	0.14	0.13	0.12	0.11
F.V.Ö.K./Finans Gid.	2.76	9.33	8.58	4.62	7.04
Kâr Dağıtım Oranı	0.75	0.69	0.76	0.71	0.77
Pay Başına Tem.Verimi	22.17	5.72	10.97	6.52	12.22
Pay Başına Verim	693.15	67.69	268.10	18.44	394.76
Fiyat/Kazanç Oranı	13.18	6.31	11.68	5.78	14.86
Piyasa Değ./Nakit Akışı	7.82	4.81	8.52	4.19	9.43
Piyasa Değ./Defter Değeri	4.27	3.07	5.67	2.40	6.41

Şirketin 1989 - 1993 yılları arası rasyolarının değerlendirilmesi sırasında pratikte en çok kullanılan Fiyat/Kazanç Oranı'na baktığımızda yatırımcı açısından en uygun alım zamanının 1992 yılı olduğunu görüyoruz. Bu alım zamanlamasını Piyasa Değeri/Defter Değerinin de düşük olması teyit etmektedir. Ancak, 1992 yılında, pay başına verimin negatif olduğu da önemlidir. Şirketin 1992 yılında temettü verimi % 6,52 gibi son derece düşük bulunmuştur. Cari Oran ise 1989 yılında düşüktür. Ancak, diğer yıllarda düzelmeye yoluna girmiştir. Alacak devir hızı yıllar itibariyle dalgalanma geçirmekle birlikte en düşük düzeyine 1993 yılında kavuşmuştur. Brüt Satış Karı/Net Satışları oranı da en yüksek 1993 yılında bulunmuştur (Ek.:4).

Bu oranları yatırımcı açısından değerlendirdiğimizde, 1992 yılında alım yapılarak 1993 yılından satım yapılması en uygun yatırım olacaktır. Yıl içinde alım - satım zamanlamasının tayin edilmesine ise, Şirketin teknik analizde grafiklerine baktıktan sonra karar verilecektir.

2 - BAĞFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.

1970 yılında Bandırma kurulmuştur. Kimyevi Gübre ve Asit üretmektedir. 1994 yılında Genel Müdürü Kemal GENÇER'dir. Yönetim Kurulu Recep GENÇER, Kemal CANTÜRK, Kemal GENÇER, Ahmet GENÇER, Osman BUBİK, Zekai GÜMÜŞDİŞ, Recep ÖRDEKÇİ'den oluşmaktadır.

Kimyevi gübre ve asit üreten Şirket, Bandırma Erdek karayolu üzerinde kurulu 4 ayrı cins gübre fabrikası ile sülfürik asit ve fosforik asit fabrikalarından oluşan entegre tesislerinde üretim yapmaktadır.

1993 yılı üretimi ile Türkiye'deki çiftçinin ihtiyacını büyük ölçüde karşılayan BAĞFAŞ, bunun yanısıra Yunanistan başta olmak üzere Tanzanya, Brezilya ve Ürdün'e toplam 58.523 ton amonyum sülfat gübresi, Yemen'e 6.000 ton triple süper fosfat cinsi gübre ihraç ederek toplam 4.445 bin dolar ihracat geliri elde etmeyi başarmıştır.

Kimyevi gübre pazarının % 20'sini elinde bulunduran Şirket'in üretim kapasitesi kimyevi gübrede 840.000 ton/yıl, fosforik asitte 140.000 ton/yıl ve sülfürik asitte 500.000 ton/yıl'dır (Ek.:5, sy.1).

Şirket; 1993 yılı içinde, toplam maliyetleri içinde % 81 oranı ile 40.632 bin dolarlık ithalat; toplam satışlar içinde % 3'lük bir oran ile 4.445 bin dolarlık ihracat yapmıştır.

Şirketin iştirakleri ve payları şöyledir (Ek.:5, sy.2):

<u>İŞTİRAKLER</u>	<u>İştirak Payı (%)</u>
BADETAŞ BAN. DENİZ TAŞ.A.Ş.	46.70
BAGASAN AMBALAJ SAN.A.Ş.	26.60

Şirketin başlıca ortakları ve sermaye payları ise şöyledir:

<u>ORTAK ÜNVANI</u>	<u>Sermaye Payı (%)</u>
Recep GENCER	25.00
GENCER HOLDİNG A.Ş.	2.74
BAGASAN A.Ş.	2.00
BADETAŞ A.Ş.	1.25
DİĞER	69,01

Şirketin 1989 - 1993 yılları arasındaki bilançoları ve Gelir tablolarını (Ek.:6) incelediğimizde aşağıdaki rasyolara ulaşmaktayız(Ek.:4):

TABLO : 6

ORANLAR	1989	1990	1991	1992	1993
Cari Oran	2.69	1.92	3.91	3.19	2.02
Likidite Oranı	2.06	1.25	2.82	1.80	1.55
Alacak Devir Hızı	4.94	3.53	7.63	11.96	3.55
Stok Devir Hızı	8.73	7.37	6.98	6.35	8.70
Borç/Özvarlık	0.38	0.67	0.30	0.38	0.68
Top.Borç/Top.Aktif	0.27	0.40	0.23	0.27	0.40
Kısa Vdl.Borç/Top.Borç	0.97	0.94	0.89	0.88	0.92
F.V.Ö.K./Top.Aktifler	0.31	0.26	0.31	0.39	0.30
V.Ö.K./Özvarlık	0.37	0.32	0.28	0.40	0.53
Net Kâr/Top.Aktifler	0.16	0.10	0.12	0.18	0.19
Brüt Sat.Kârı/Net Satış	0.16	0.17	0.27	0.31	0.23
V.Ö.K./Net Satış	0.12	0.13	0.16	0.19	0.20
F.V.Ö.K./Finans Gider.	7.07	3.77	3.13	3.80	21.57
Kâr Dağıtım Oranı	0.71	0.95	0.67	0.58	0.68
Pay Başına Tem.Verimi	32.00	6.78	5.15	6.82	26.09
Pay Başına Verim	404.00	71.19	(12.37)	(40.91)	904.35
Fiyat/Kazanç Oranı	10.51	18.38	9.84	2.23	11.69
Piyasa Değ./Nakit Akışı	8.60	13.91	8.06	1.78	9.93
Piyasa Değ./Defter Değeri	2.32	3.08	1.48	0.56	3.72

Şirketin 1989 - 1993 yılları arasındaki bilanço ve gelir tablolarından hazırlanan oranlarına baktığımızda şu sonuçlar ile karşılaşırız. Cari oranı yıllar itibariyle dalgalanma göstermekle birlikte, genel ortalamaların üstündedir. Oranlar arasında dikkatimizi çeken en önemli gelişme Vergi Öncesi Kazancın/Finansman Giderlerine bölümüdür. Bu oran 1989 yılından 1993 yılına kadar normal gelişimini sürdürmüştür. Ancak 1993 yılında 21,57'e yükselmiştir. Şirketin 1993 yılındaki Finansman Giderlerindeki artışa rağmen, gelirlerindeki artış fevkalade yükselmiştir.

Pratikte, yatırımcılar açısından önemli bir oran da Fiyat/Kazanç oranıdır. 1992 yılında en düşük seviyesi olan 2,23'dür. En yüksek oranı ise 1990 yılında 18,38 ile yakalamıştır. Dolayısıyla 1992 yılında kâğıdın alımı ve 1993 yılında satımı yatırımcı için kazanç getirecektir. Piyasa Değeri/Defter Değeri de bu saptamayı doğrulamaktadır. Yıl içindeki alım - satım zamanlaması için teknik analizlerine ve grafiklerine bakılarak karar verileceği dağaldır.

3 - EGE BİRACILIK VE MALT SANAYİ A.Ş.

1967 yılında İzmir'de kurulan Fabrika'nın 1994 yılındaki Genel Müdür'ü Ahmet BOYACIOĞLU'dur. Yönetim Kurulu Kamil YAZICI, Namık Kemal ELAL, İzzet ÖZİLHAN, Nail ÖZKARDEŞ, Aydın KENT, Osman YAZICI, Tuncay ÖZİLHAN, İbrahim YAZICI, Sermet KUNTMAN, Metin TOKPINAR, Osman Turgut YAZICI'dan oluşmaktadır.

Bira sektörü 1992 yılında bir önceki yıla göre % 15 oranından bir gelişme göstermiştir. 1991 yılında KÖRFEZ savaşıdan diğer sektörler gibi olumsuz yönde etkilenen bira sektörü 1992 yılında önemli bir canlanma yaşamış ve bira satışları % 17 oranında bir gelişme sağlanmıştır.

Ancak 1993 yılında meydana gelen terör olayları özellikle turizm sektörünü etkilediğinden, bira sektöründe de gelişme hızı beklenen düzeyde gerçekleşmemiştir. Şirketin bira satışlarında 1992 yılına göre % 17 oranında artış sağlanırken, toplam bira pazarı içindeki payı % 28.6 oranında olmuştur (Ek.:7, sy.1).

İzmir'de kurulu tesislerinde bira, Afyon'da kurulu tesislerinde malt üretimi yapan, 1993 yılı sonu itibariyle 220 milyon litre bira ve 30 bin ton malt üretme kapasitesine sahip, her iki fabrikadan yaklaşık % 70 kapasite ile çalışan Şirket'in son üç yıl itibariyle üretim miktarları şöyledir.

	<u>Bira (1000 Litre)</u>	<u>Malt (1000 ton)</u>
1991	129.832	13.922
1992	155.514	23.956
1993	158.722	19.949

1994 yılında yeni bira fabrikası için 732,7 milyar TL., İzmir Bira Fabrikasının ikinci kademe modernizasyon ve yenileme yatırımları için 214,6 milyar TL. harcama yapılması öngörülmektedir. Yatırımların finansmanını özkaynaklarından karşılamayı düşünen Şirket'in net satış hasılatı bir önceki yıla göre % 55,8 artış göstermiştir.

Şirketin 1993 yılı içinde toplam maliyetleri içinde % 1 paya sahip 11.771 bin dolarlık ithalat; toplam satışları içinde % 1 paya sahip 582 bin dolarlık ihracat yapmıştır (Ek.:7, sy.2).

Şirketin iştirakleri ve iştirak payları şöyledir:

<u>İŞTİRAKLER</u>	<u>İŞTİRAK</u>	<u>PAYI (%)</u>
ANADOLU BİRACILIK	45,00	
ERCİYES BİRACILIK	30,00	
EFES PAZARLAMA A.Ş.	30,00	
TARBES TARIM ÜRÜN A.Ş.	30,00	
GÜNEY BİRA VE MALT SAN.A.Ş.	25,70	
CYPEX CO.LTD.	5,40	
TEKNO PARK A.Ş.	0,50	

Şirketin başlıca ortakları ve ortaklık payları da şöyledir:

ORTAK ÜNVANI	SERMAYE PAYI(%)
YAZICILAR A.Ş.	36,11
ÖZİLTAŞ A.Ş.	17,01
YÖNETİCİLER	0,14
AİLE	0,03
DİĞER	46,71

İnceleme devremiz olan 1989 - 1993 yılları arasındaki Şirketin bilançolarına ve gelir tablolarına(Ek.:8)bakarak oluşturulan oranlar aşağıda yer almaktadır(Ek.:4):

TABLO : 7

ORANLAR	1989	1990	1991	1992	1993
Cari Oran	0,95	1,48	2,01	2,32	2,68
Likidite Oranı	0,46	1,01	1,47	1,76	2,08
Alacak Devir Hızı	14,60	9,72	9,77	13,28	9,36
Stok Devir Hızı	4,92	6,12	7,81	5,77	5,25
Borç/Özvarlık	0,79	0,51	0,53	0,47	0,39
Top.Borç/Top.Aktifler	0,44	0,34	0,34	0,32	0,28
Kısa Vdl.Borç/Top.Borç	0,67	0,85	0,86	0,87	0,84
F.V.Ö.K./Top.Aktifler	0,33	0,49	0,49	0,53	0,52
V.Ö.K./Özvarlık	0,55	0,71	0,75	0,76	0,66
Net Kâr/Top.Aktifler	0,14	0,28	0,30	0,33	0,34
Brüt Satış Kârı/Net Sat.	0,63	0,64	0,55	0,60	0,61
V.Ö.K./Net Sat.	0,32	0,39	0,37	0,44	0,46
F.V.Ö.K./Finans Gid.	11,71	19,12	150,26	854,59	3.507,59
Kâr Dağıtım Oranı	0,72	0,35	0,65	0,47	0,53
Pay Başına Tem.Verimi	25,24	5,16	4,56	5,43	3,13
Pay Başına Verim	828,16	89,03	227,37	181,52	171,88
Fiyat Kazanç Oranı	13,86	7,78	12,02	14,93	22,61
Piyasa Değeri/Nakit Akışı	9,30	6,11	9,40	11,72	17,11
Piyasa Değeri/Defter Değeri	3,51	3,30	5,57	7,29	10,60

Şirketin 1989 - 1993 yılları arası rasyolarının değerlendirilmesi sonucunda aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Şirketin cari oranı yıllar itibariyle düzelme göstermiş ve 1993 yılında en iyi yüzdeye ulaşmış görünmektedir. Diğer oranları da iyidir.

Bu arada göze çarpan en olumlu gelişme F.V.Ö.K./Finansman Giderleri oranında görülmektedir. 1989 yılında % 11.71 olan oran, 1993 yılında % 3.507,59'a ulaşmıştır. Şirket kar dağıtımında belli bir istikrar izlemektedir.

Fiyat/Kazanç oranı yüksek seyretmekle birlikte, piyasadan şirketin hisse senetlerinin yatırım kağıdı olarak kabul edilmesi nedeniyle her zaman alıcı bulmasından kaynaklanmaktadır.

4 - KORDSA KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Araç lastiklerinin üretiminde karkas ve kuşak malzemesi olarak kullanılan kord bezi ve endüstriyel tekstil sanayiinin önemli bir girdisi olan konveyör ve chafer bezlerini üreten Şirket, Türkiye'nin tek, dünyanın ise konusu ile ilgili en modern ve sayılı tesislerinden birine sahiptir. Şirket 1973 yılında kurulmuştur. Şirket üretimde kalite düzeyine önem vermekte ve bunun sonucunda yurtiçindeki tek satıcı konumunun dışında, yurt dışında da % 12'lik bir pazar payına sahip olmaktadır. 1993 yılında % 93 kapasite kullanım oranı ile çalışan ve yurtdışı satışlarını istikrarlı biçimde sürdürerek, 65 milyon dolarlık ihracat gerçekleştiren Şirket'in son üç yıllık üretim miktarları aşağıdadır;

Yıllar	Üretim(ton)
1991	23.463
1992	22.769
1993	24.384

Kordsa 1993 yılında da kalite kontrol faaliyetlerine gereken önemi göstermiş, üretimin her aşamasında uyguladığı kalite güvenlik sistemi ile kalitesini korumuştur. Çeşitli üretim ve planlama faaliyetleri sonunda, 1993 yılında, 22.140 ton ham, 21.665 ton da mamul bez üretimi gerçekleştiren Şirket, yıl içerisinde iç ve dış piyasanın tamamını kapsayacak şekilde toplam 24.376 ton olarak yaptığı satışlardan 1.7 trilyon TL. net satış cirosu elde etmiştir(Ek.:9, sy.1).

Şirket, 1993 yılında toplam maliyetleri içinde % 30 paya sahip 46 milyon dolarlık ithalat; toplam satışları içinde % 43 paya sahip 65 milyon dolarlık da ihracat geliri elde etmiştir.

Şirketin başlıca iştirakleri ve iştirak payları şöyledir (Ek.:9, sy.2);

İŞTİRAKLER	İŞTİRAK PAYI(%)
CİPAS	-
MARSA KRAPT	-
NİLE-KORDSA COMPANY	40.00
DUSA END.İPLİK SAN. VE TİC.A.Ş.	12.50
BEKSA ÇELİK KORD SAN.TİC.A.Ş.	10.00
BRİSA BRIDGESTONE LASTİK SAN.TİC.A.Ş.	6.60

Şirketin başlıca ortakları ve sermaye payları ise aşağıda gösterilmektedir;

ORTAK ÜNVANI	SERMAYE PAYI(%)
AKBANK TAŞ	34.23
AKBANK MENS.TEKAÜT SANDIĞI	14.47
H.ÖMER SABANCI HOLDİNG	13.22
BOSSA A.Ş.	5.12
DİĞER	32.96

İnceleme devremiz olan 1989-1993 yılları arasında Şirketin bilançolarının ve gelir tablolarının(Ek.:10)incelenmesi sonucunda aşağıdaki oranlar bulunmuştur(Ek.:4):

TABLO : 8

ORANLAR	1989	1990	1991	1992	1993
Cari Oran	2,17	2,52	2,37	1,45	1,68
Likidite Oranı	0,61	1,11	1,07	0,72	1,24
Alacak Devir Hızı	9,73	5,38	5,20	4,35	3,31
Stok Devir Hızı	2,93	2,51	3,01	3,65	4,97
Borç/Özvarlık	0,60	0,45	0,47	1,10	1,12
Top.Borç/Top.Aktifler	0,37	0,31	0,32	0,52	0,53
Kısa Vdl.Borç/Top.Borç	0,76	0,82	0,82	0,80	0,81
F.V.Ö.K./Top.Aktifler	0,30	0,23	0,28	0,13	0,19
V.Ö.K./Özvarlık	0,27	0,21	0,34	0,17	0,16
Net Kar/Top.Aktifler	0,15	0,12	0,15	0,07	0,05
Brüt Satış Karı/Net Sat.	0,30	0,33	0,37	0,28	0,27
V.Ö.K./Net Sat.	0,11	0,12	0,17	0,07	0,06
F.V.Ö.K./Finans Gid.	2,23	2,79	3,56	1,54	1,29
Kar Dağıtım Oranı	0,48	0,48	0,47	0,51	0,47
Pay Başına Tem.Verimi	21,56	3,87	5,14	4,87	9,52
Pay Başına Verim	421,36	(16.49)	93,68	(50,69)	295,24
Fiyat Kazanç Oranı	12,54	9,26	9,70	5,37	17,60
Piyasa Değeri/Nakit Akışı	8,81	6,60	6,68	2,66	7,93
Piyasa Değeri/Defter Değeri	2,98	1,62	2,15	0,78	1,90

1992 yılına kadar Şirket'in cari oranları genel kabul görmüş oranların biraz üzerinde seyretmiş, 1992 ve 1993 yıllarında en uygun oran yüzdesine gelmiş görünmektedir. Yıllar itibariyle stok devir hızının artması da Şirket'in stoklarını verimli kullandığını göstermektedir. Ancak Şirket'in 1992 yılından sonra borç/özvarlık oranı olumsuz gelişme göstermiştir. Şirket'in borçları yıllar itibariyle artmaktadır. Buna bağlı olarak FVÖK/Finansman giderleri oranı da yıllar itibariyle olumsuz gelişme göstermiştir.

Şirket, 1993 yılı içinde toplam maliyetleri içerisindeki payı % 55 olan 43 milyon dolarlık ithalat, toplam satışları içindeki payı % 39 olan 52 milyon dolarlık ihracat yapmıştır.

Şirket, hammaddeyi oluşturan blister bakır yurtiçi ve yurtdışından temin etmekte, ürünlerini de yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda pazarlamakta ve bu amaçla yıl içinde, yurtdışında tanıtım ve yeni satış imkanları yaratmak amacıyla uluslararası fuarlara katılmaktadır.

Diğer yandan sektörü ve Şirket'i, istikrarlı ve uzun vadeli programlara dayanmayan PTT ve TEK ihaleleri, hurda bakırın doğu sınırından yurda sokulması nedeniyle oluşan haksız rekabet ve hammadde % 70 oranındaki ithalat bağımlılığı nedeniyle döviz kurlarındaki artış olumsuz etkilemektedir (Ek.:11, sy.2).

Şirket'in başlıca iştirakleri ve iştirak sermayesi içindeki payı aşağıda gösterilmektedir.

İştirakler	İştirak Sermayesi	İştirak Payı(%)
SARDA DAĞITIM SAN. VE TİC.A.Ş.	750.000.000.-	99.90
SARMAKİNA SAN. VE TİC.A.Ş.	3.000.000.000.-	99.00
BEKTAŞ BAKIR EMA.KAB.SAN.A.Ş.	8.250.000.000.-	91.50
DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAM.A.Ş.	57.000.000.000.-	53.30

Şirket'in başlıca ortakları ve sermaye payları aşağıda gösterilmektedir.

ORTAK ÜNVANI	Tutar(Milyon TL.)	Sermaye Payı(%)
YÖNETİCİLER	3.104	4.11
DİĞER	72.496	95.89

İnceleme devremiz olan 1989 - 1993 yıllarında Şirketin bilançoların ve gelir tablolarının (Ek.:12)incelenmesi sonucunda, aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır (Ek.:4):

TABLO : 9

ORANLAR	1989	1990	1991	1992	1993
Cari Oran	1,43	1,45	1,67	1,42	1,72
Likidite Oranı	0,78	1,22	0,94	0,81	1,20
Alacak Devir Hızı	12,74	6,65	5,93	5,61	5,37
Stok Devir Hızı	7,12	10,21	9,79	8,09	10,76
Borç/Özvarlık	1,65	1,54	0,93	1,15	0,72
Top.Borç/Top.Aktifler	0,62	0,61	0,48	0,53	0,42
Kısa Vdl.Borç/Top.Borç	0,94	0,93	0,90	0,92	0,89
F.V.Ö.K./Top.Aktifler	0,22	0,15	0,27	0,32	0,39
V.Ö.K./Özvarlık	0,48	0,42	0,38	0,51	0,50
Net Kar/Top.Aktifler	0,16	0,15	0,16	0,16	0,19
Brüt Satış Karı/Net Sat.	0,14	0,11	0,16	0,21	0,23
V.Ö.K./Net Sat.	0,08	0,09	0,09	0,11	0,13
F.V.Ö.K./Finans Gid.	4,84	8,04	3,51	3,12	5,56
Kar Dağıtım Oranı	0,50	0,52	0,63	0,54	0,64
Pay Başına Tem.Verimi	29,16	6,25	7,41	5,60	10,42
Pay Başına Verim	959,57	18,75	131,48	(17,60)	384,38
Fiyat Kazanç Oranı	8,03	6,99	11,24	5,18	14,64
Piyasa Değeri/Nakit Akışı	6,48	5,16	8,46	3,69	9,63
Piyasa Değeri/Defter Değeri	3,41	2,60	3,52	1,76	4,80

Şirketin cari oranı yıllar itibariyle rasyonel düzeyde istikrarlı bir seyir izlemektedir. Likidite oranı ise yıllar itibariyle dalgalanma göstermekle birlikte şirketin işlem hacmine bakıldığında genel kabul görmüş oranlara uygundur.

Şirketin stok devir hızı genel kabul görmüş oranların üzerinde ve olumlu bulunmuştur. 1990 ve 1992 yıllarında toplam borçları özvarlıklarına göre artmıştır. Ancak, 1993 yılı borç/özvarlık oranı en uygun düzeydedir. Şirket sürekli şekilde kısa vadeli borç ile çalışmaktadır. Toplam borçlarının hemen hemen tamamı kısa vadeli dir.

Vergi Öncesi Kazancının Özvarlıklara Oranı'nda 1992 ve 1993 yıllarında uygun bulunmuştur. Şirket yıllar itibariyle daha karlı satış yapmaktadır. Bu da yıllar itibariyle Şirket'in maliyetlerini düşürdüğünü göstermektedir. Şirket'in finansman giderleri 1993 yılında yükselmiştir. Kar dağıtım politikası ise istikrarlı kar dağıtım yöntemidir. 1989 yılında pay başına temettü verimi en yüksek düzeyindedir. 1993 yılında ise % 10'dur. Buna bağlı olarak pay başına verim rasyosuna baktığımızda 1989 yılında Şirket'in hisse senetleri % 959 oranında kazandırmıştır. 1992 yılında ise yatırımcısına % 17 zarar ettirmiştir. 1993 yılında ise Şirket'in hisse senetleri % 384 kazanç getirmiştir.

Şirket'in fiyat kazanç oranı, Şirket hisse senetlerinin 1992 yılında alınması ve 1993 yılında satılması sonucunu vermektedir. Bu görüşümüzü Şirket'in piyasa değeri/defter değeri oranı da teyit etmektedir. Yıl içinde alım satım zamanlaması için teknik analize bakılacağı doğaldır.

II - SEÇİLMİŞ BEŞ ŞİRKETİN SEÇİLMİŞ TEKNİK ANALİZ YÖNTEMLERİ İLE İNCELENMESİ

1 - ARÇELİK A.Ş.

Beyaz eşya sektöründe faaliyet gösteren Şirket'in temel analizleri olumlu sonuç vermiş ve 1992 yılının alım yapılması için uygun olduğu sonucuna varılmıştır.

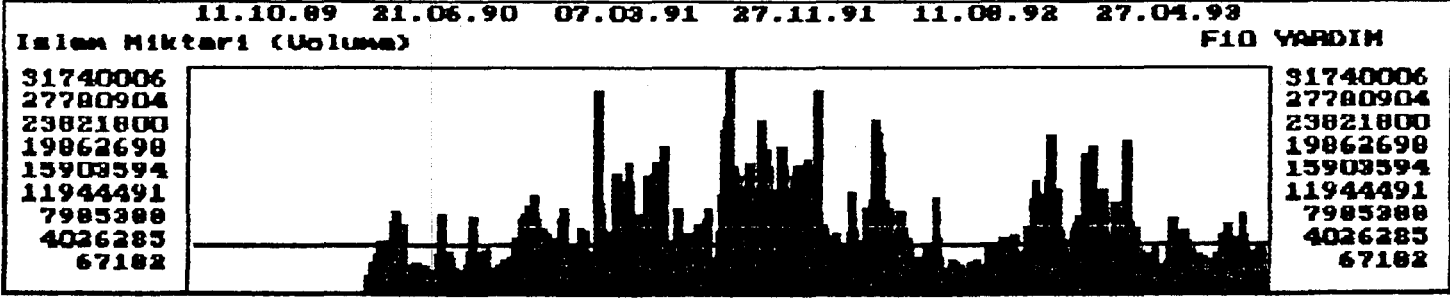
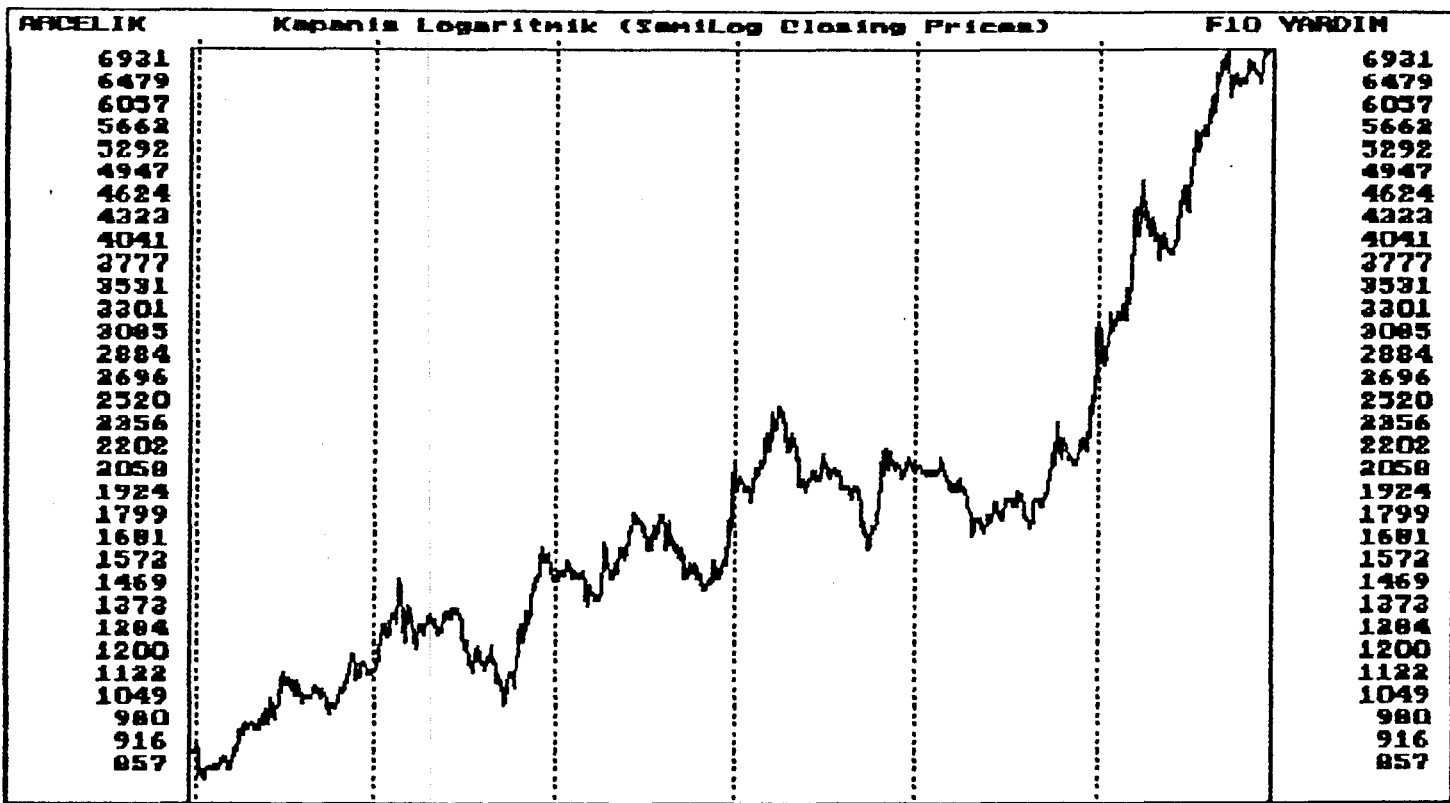
Temel analiz yanında teknik analize de bakılması gerekmektedir.

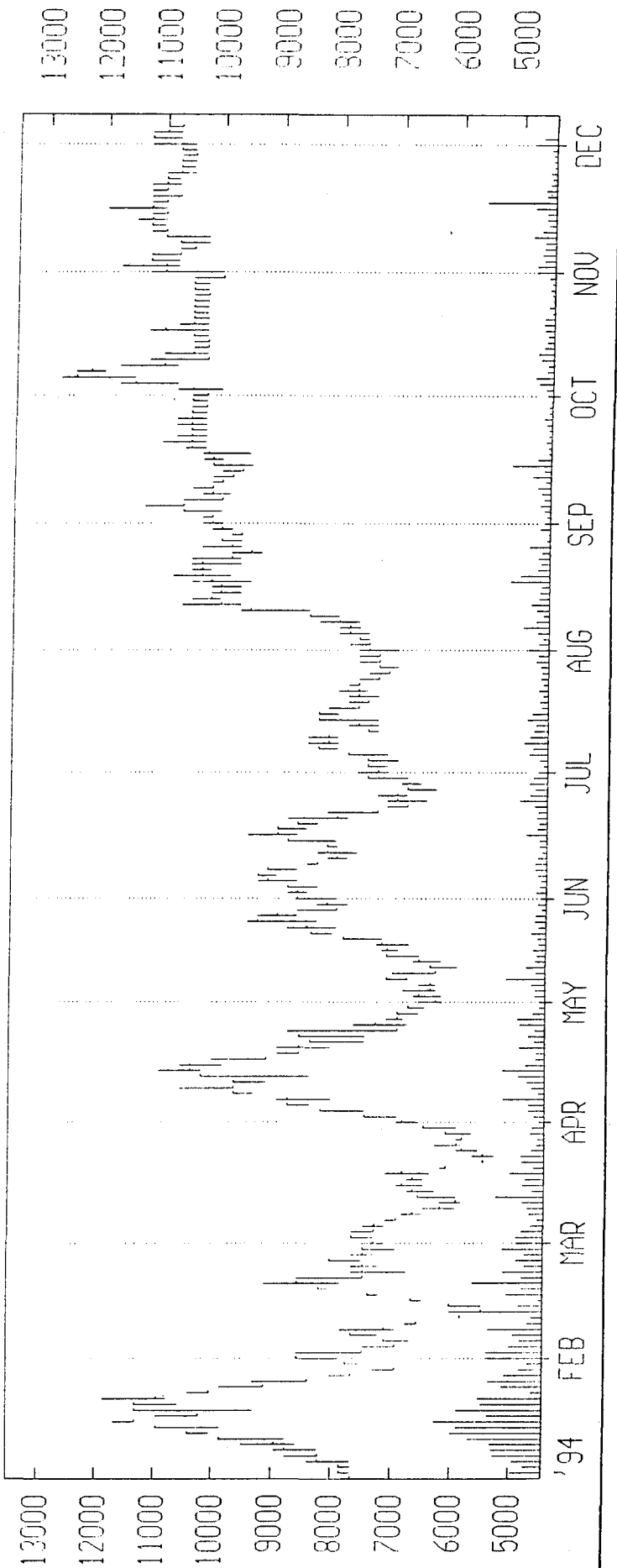
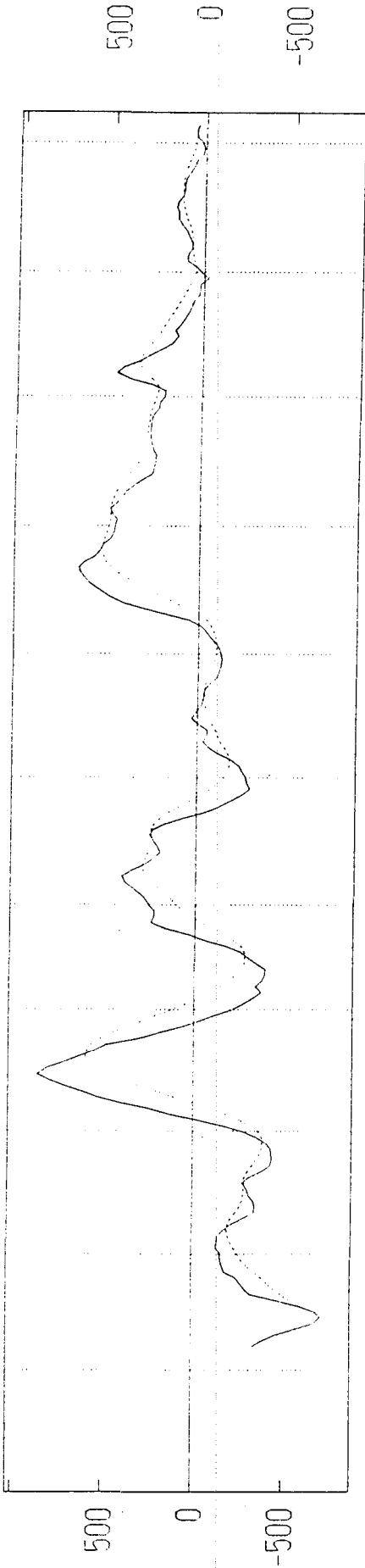
İnceleme devremiz olan 1989 - 1993 yılları içinde Arçelik Şirketi'nin hisse senetlerinin borsa kapanış fiyatlarını gösteren yarı logaritmik kapanış grafiğine baktığımızda şu sonuçlara ulaşmaktayız:

Arçelik hisse senedinin fiyatları istikrarlı bir şekilde yükselmektedir. 1990 yılının ortalarına doğru düşmüş ve 1991 yılının ortalarındaki genel düzeltme hareketine kadar bu trendini sürdürmüştür.

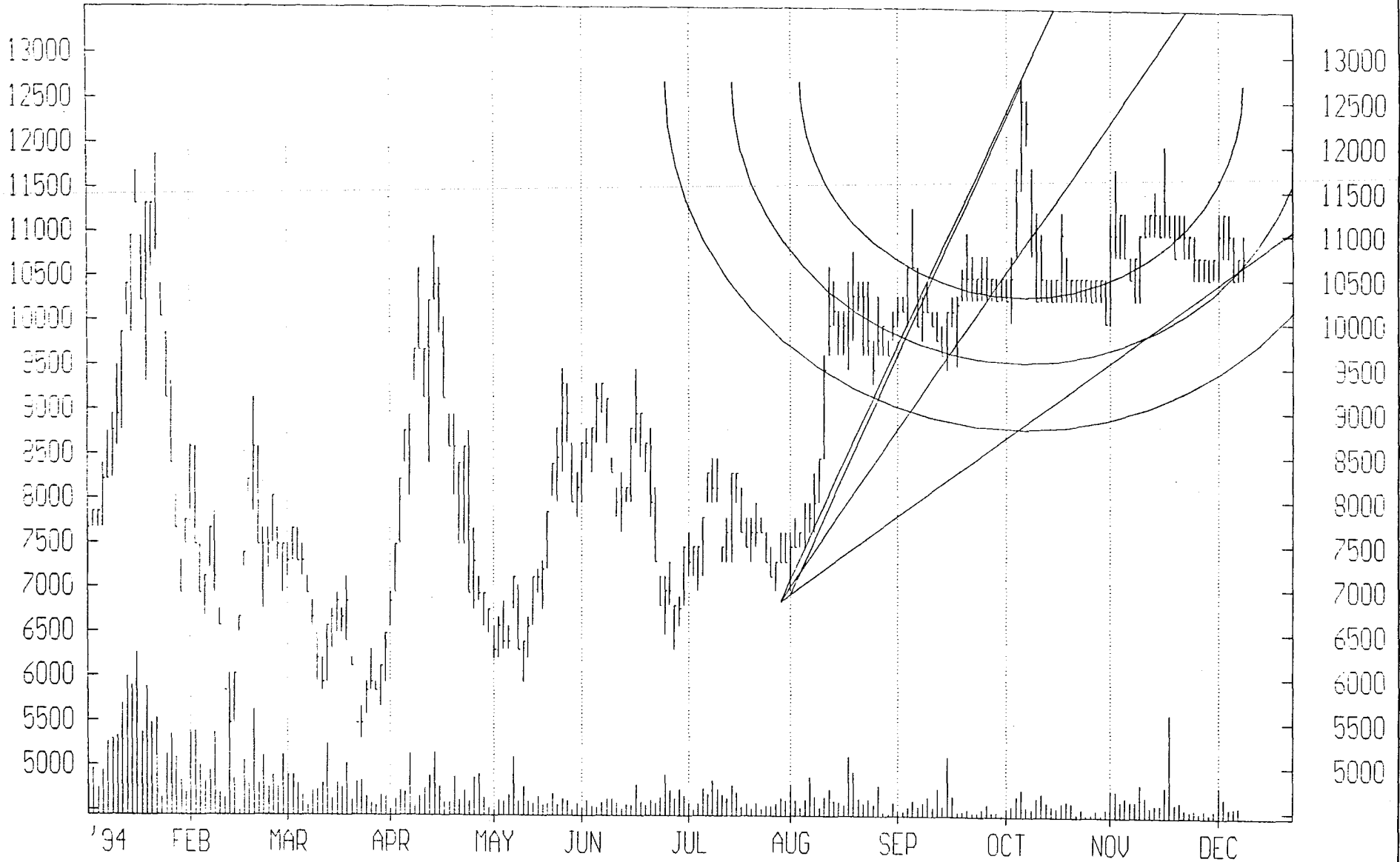
Temel analizde Arçelik hisse senedinin 1992 yılında alınarak, 1993 yılı sonuna doğru satılması gerektiği sonucu çıkmış idi. Teknik analizde, şirketin grafiğine baktığımızda da 1992 yılında uzun zaman aynı fiyatta kaldığını görüyoruz. Alım için uygun zamandır. Fiyat ise 1800.- TL. görülmektedir. 1993 yılında da yıl sonuna doğru 7.000.- TL. civarında satımın uygun olduğu sonucuna ulaşmaktayız.

Yatırımcıların en çok kullandığı teknik analiz araçlarından biri de MACD (Moving Averages Covergence - Divergence)'dir. Üslü hareketli ortalamaların arasındaki farkın azalması ya da çoğalmasından ortaya çıkan rakamlar MACD'yi oluşturur. Buna, genellikle kullanılan 9 günlük üslü hareketli ortalamaların oluşturduğu çizgi eşlik eder. MACD çizgisinin, genellikle kesik çizilen sinyal çizgisini alttan gelerek yukarıya doğru kesmesi ve üstüne çıkması halinde "al" sinyali verilmiş olur. MACD'nin gelip, sinyal çizgisini yukarıdan keserek altına doğru inmesi ise "sat" sinyali olarak kabul edilir.





ŞEKİL : 2



ŞEKİL : 3

Arçelik hisse senedinin 1994 yılı MACD'sinin değerlendirilmesinde kesin "al" - "sat" fiyat ve tarihleri grafikte verilmektedir. Buna göre sistematize edersek aşağıdaki sonuçlara ulaşmaktayız:

TABLO : 10

	TARİH	FİYAT	KAZANÇ (%)
ALIM	1.1.1994	8.000	
SATIM	14.1.1994	11.000	37.50
ALIM	15.2.1994	7.000	
SATIM	1.3.1994	7.500	7.14
ALIM	28.3.1994	6.000	
SATIM	15.4.1994	9.500	58.33
ALIM	14.5.1994	6.900	
SATIM	4.6.1994	8.900	28.98
ALIM	1.8.1994	7.500	
SATIM	27.8.1994	10.000	33.33
TOPLAM			165.28

İncelediğimiz 1994 yılı içinde MACD'ye bakarak Arçelik hisse senedini alıp-satarak % 165,28 getiriye ulaşılabilir. Hisse senedini elinde tutan bir yatırımcı 11 Aralık 1994 tarihine göre 1 yıl içinde % 58.25'lik bir getiri elde etmiştir. Enflasyonu gözönünde tuttuğumuzda reel anlamda herhangi bir getiri yoktur. Tam tersine yatırımcı zarar etmiştir.

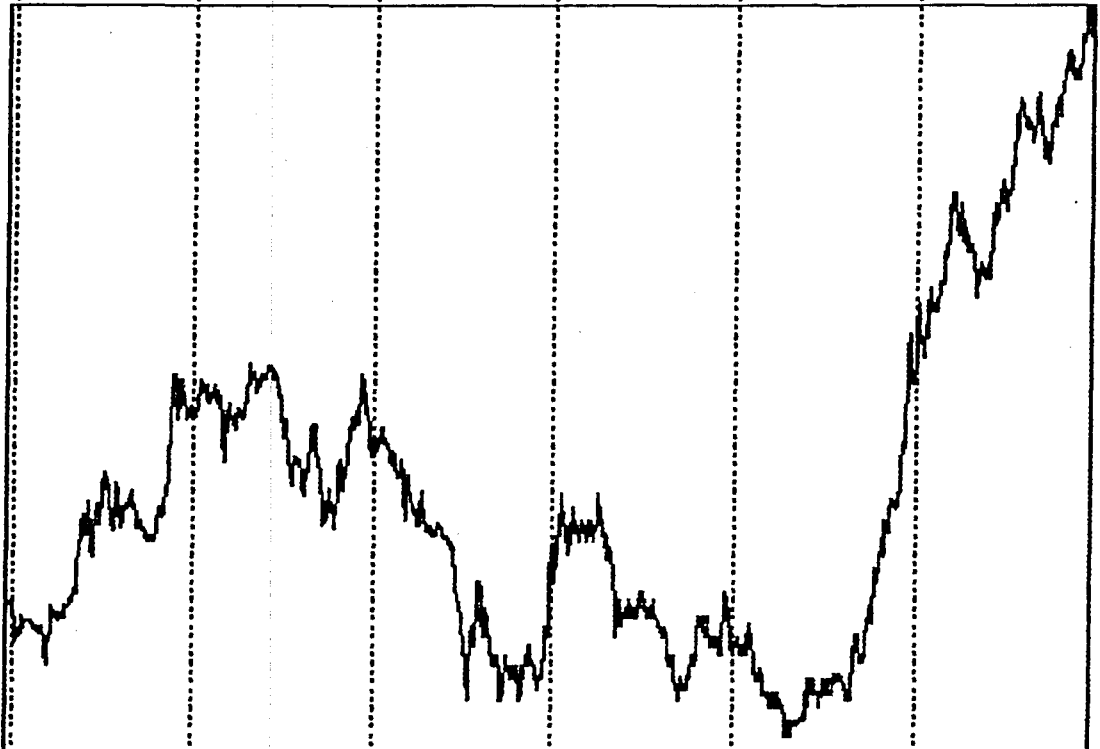
2 - BAĞFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.

Bağfaş Şirketi'nin 4 yıllık grafiğine baktığımızda, temel analiz sonucunda 1992 yılı alım yılı, 1993 yılı satım yılı çıkmasını teyid eder bir grafikte karşılaşmaktayız. Gerçekten 1992 yılında (Fiyatlar düzeltilmiştir) 900 TL.'ye alınan Bağfaş, 1993 yılı sonunda 9.000.- TL.'ye satılabilecektir.

Şirketin 1994 MACD'sine baktığımızda ise Mart ayının 15'ine doğru alım sinyali verilmiş ve Nisan ayının 20'sine doğru satım sinyali verilmiştir. Tekrar Mayıs ayının 10'una doğru alım sinyali, 20.6.1994 tarihinde ise satım sinyali vermiştir. Bu saptamaları tablolastırdığımızda aşağıdaki sonuçlara ulaşmaktayız.

3A0FAS Kapanis Logaritmik (SemiLog Closing Prices) F10 YARDIM

10592
9757
8988
8280
7627
7026
6472
5962
5472
5059
4661
4293
3955
3643
3356
3092
2848
2623
2417
2226
2051
1889
1740
1603
1477
1360
1233
1154
1063
980
902
821



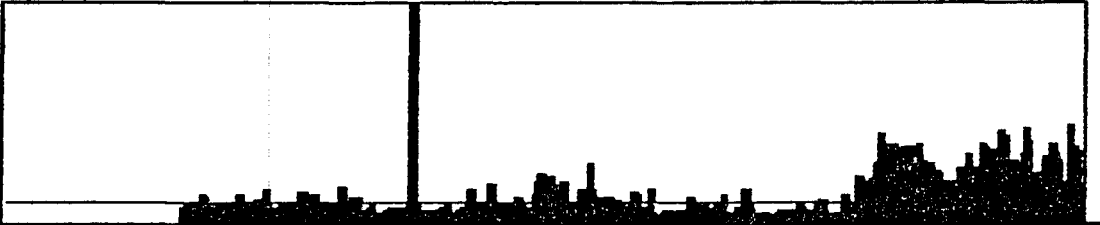
10592
9757
8988
8280
7627
7026
6472
5962
5472
5059
4661
4293
3955
3643
3356
3092
2848
2623
2417
2226
2051
1889
1740
1603
1477
1360
1233
1154
1063
980
902
821

11.10.89 21.06.90 07.08.91 27.11.91 11.08.92 27.04.93

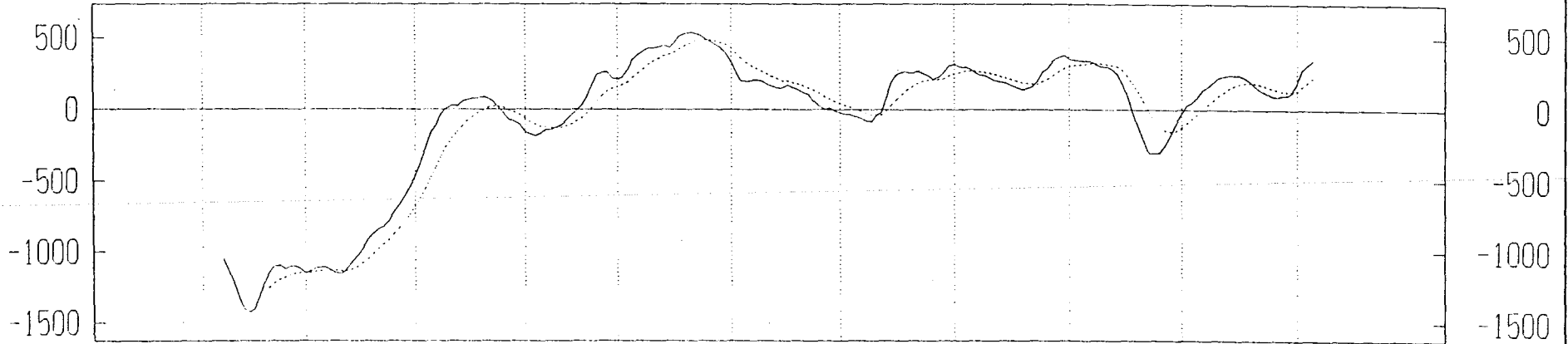
Alın Miktarı (Uluslararası)

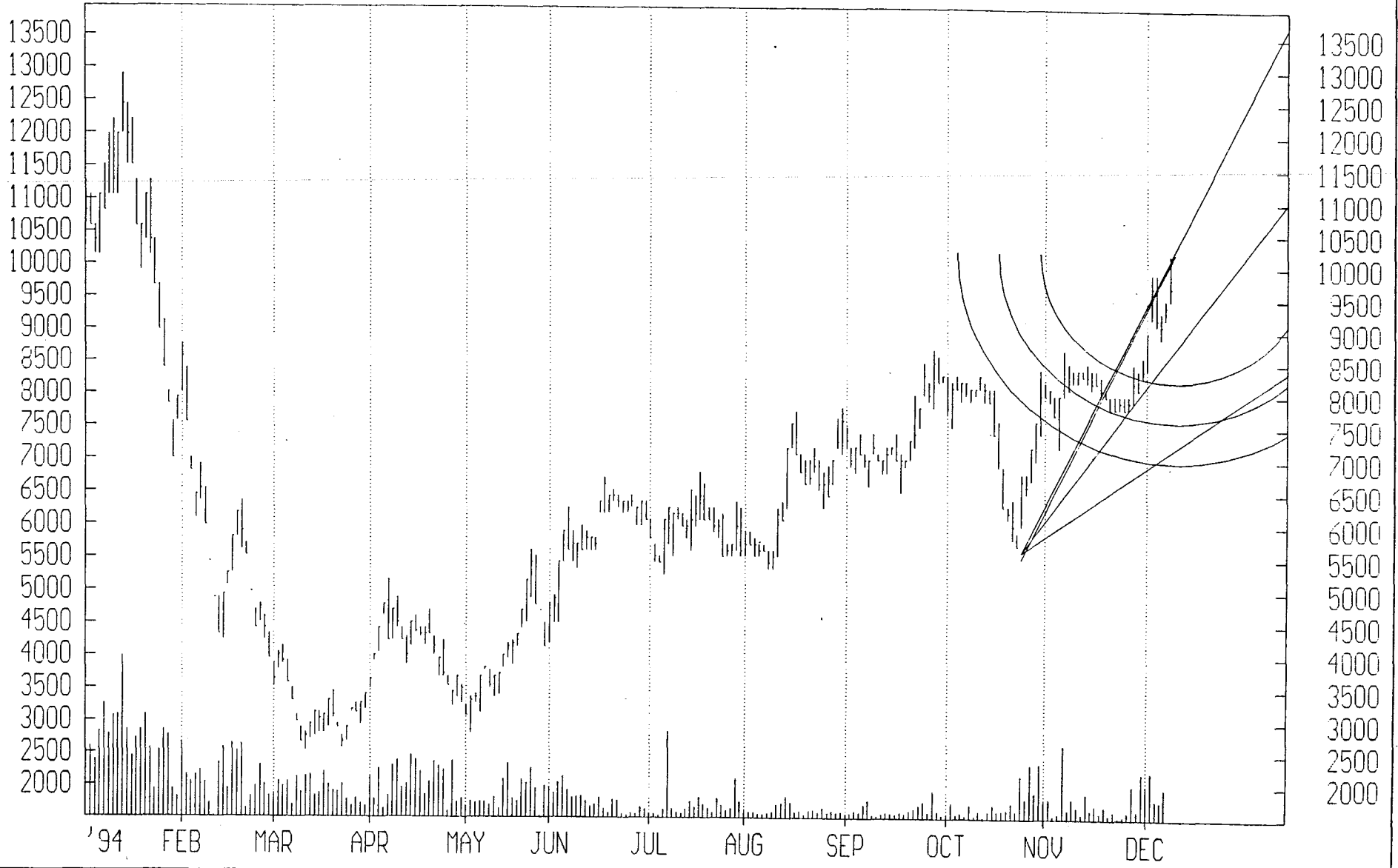
F10 YARDIM

23167732
20277858
17387984
14498111
11608237
8718264
5828490
2938616
48743



23167732
20277858
17387984
14498111
11608237
8718264
5828490
2938616
48743





	TARİH	FİYAT	KAZANÇ (%)
ALIM	15.3.994	3.000	33.33
SATIM	20.4.994	4.000	
ALIM	10.5.994	3.500	71.42
SATIM	20.6.994	6.000	
TOPLAM			104.75

MACD'ye bakarak alım-satım yaptığımızda % 104.75 getiri elde edilecektir. Halbuki kağıdın elde tutulması ile 11 Aralık 1994 tarihinde yılbaşına göre % 10 zarar devam etmektedir.

3 - EGE BİRACILIK VE MALT SANAYİ A.Ş.

İnceleme devresindeki 4 yıl boyunca istikrarlı bir yükseliş gösteren Ege Bira bir yatırım kağıdı görüntüsü vermektedir.

Yalnızca 1991 yılının sonuna doğru bir düşme hareketi görülse bile, genel olarak sürekli yükselen bir trend izlemiştir.

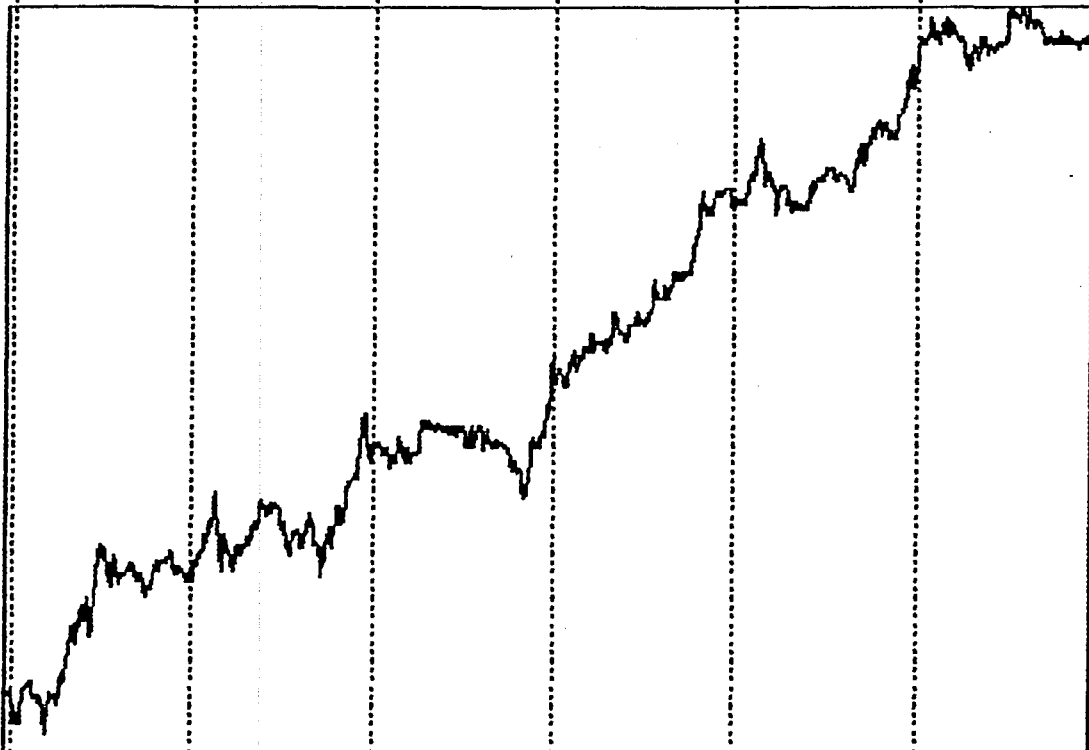
Şirketin MACD'sini incelediğimizde ise 1994 yılında dalgalı bir seyir izlemiştir. MACD kılavuz alındığında alım-satım yapılarak elde edilebilecek getiri sonucu aşağıda verilmiştir.

	TARİH	FİYAT	KAZANÇ (%)
ALIM	24.1.994	10.000	120,00
SATIM	25.2.994	22.000	
ALIM	1.4.1994	15.000	73,33
SATIM	17.4.994	26.000	
ALIM	1.6.1994	17.000	23,52
SATIM	22.6.994	21.000	
ALIM	2.7.1994	21.000	38,09
SATIM	20.8.994	29.000	
ALIM	12.8.994	26.000	34,61
SATIM	5.9.1994	35.000	
TOPLAM			289,55

Bütün fiyat düzeltmeleri yapıldıktan sonraki fiyatlar kullanılmıştır. MACD'ye bakarak alım-satım yapıldığında 1994 yılı verimliliği % 289,55 olmuştur. Kağıdın 1994 yılı getirisi 11 Aralık 1994 tarihi itibarıyla % 103,95'dir.

EGEBİRA Kapanis Logaritmik (SemiLog Closing Prices) F10 YARDIM

13173
11455
9960
8661
7531
6548
5694
4951
4305
3744
3255
2831
2461
2140
1861
1618
1407
1229
1064
925
804
699
608
529
460
400
348
302
263
229
199
172

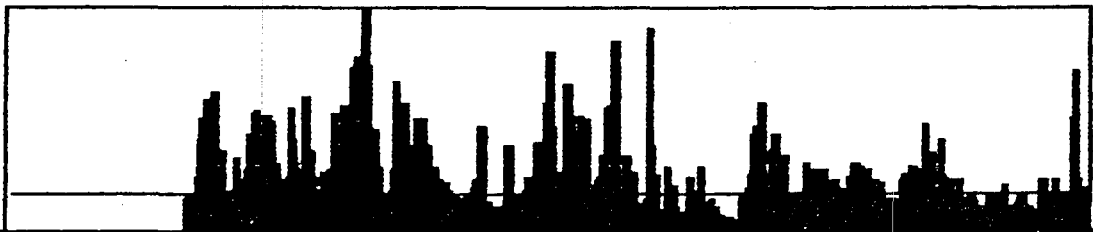


13173
11455
9960
8661
7531
6548
5694
4951
4305
3744
3255
2831
2461
2140
1861
1618
1407
1229
1064
925
804
699
608
529
460
400
348
302
263
229
199
172

11.10.89 21.06.90 07.03.91 27.11.91 11.08.92 27.04.93

İslem Miktarı (Volume) F10 YARDIM

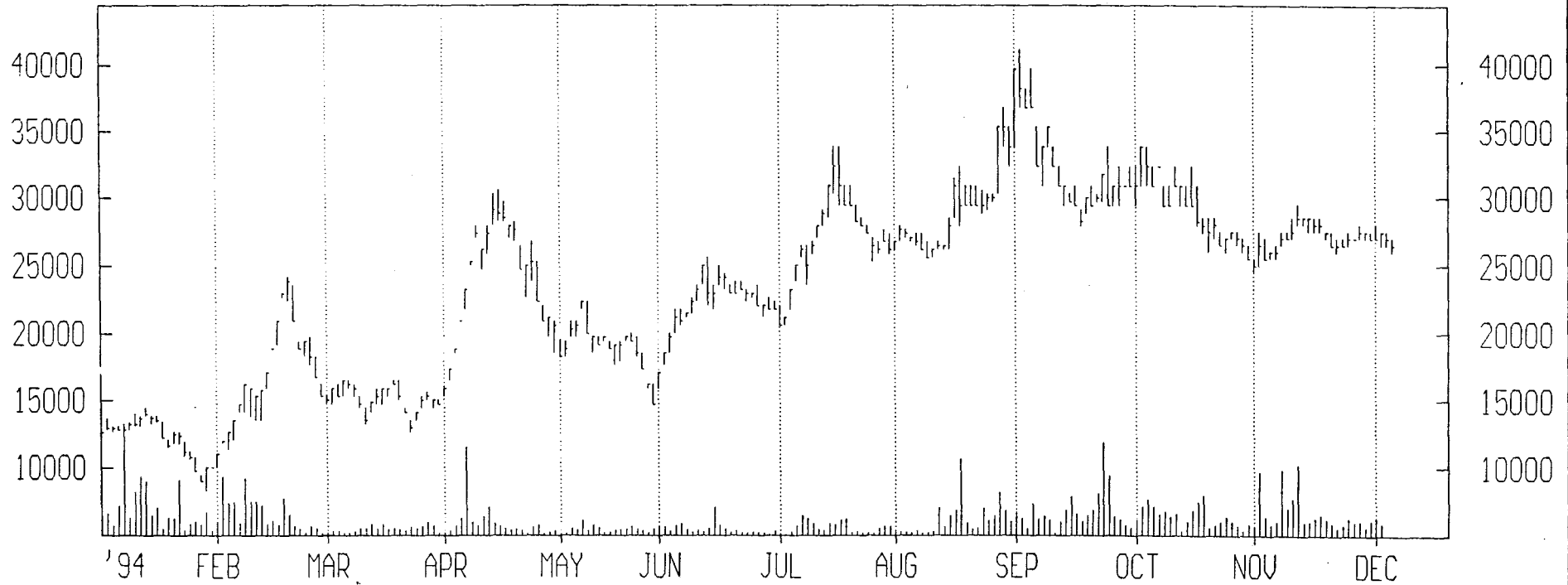
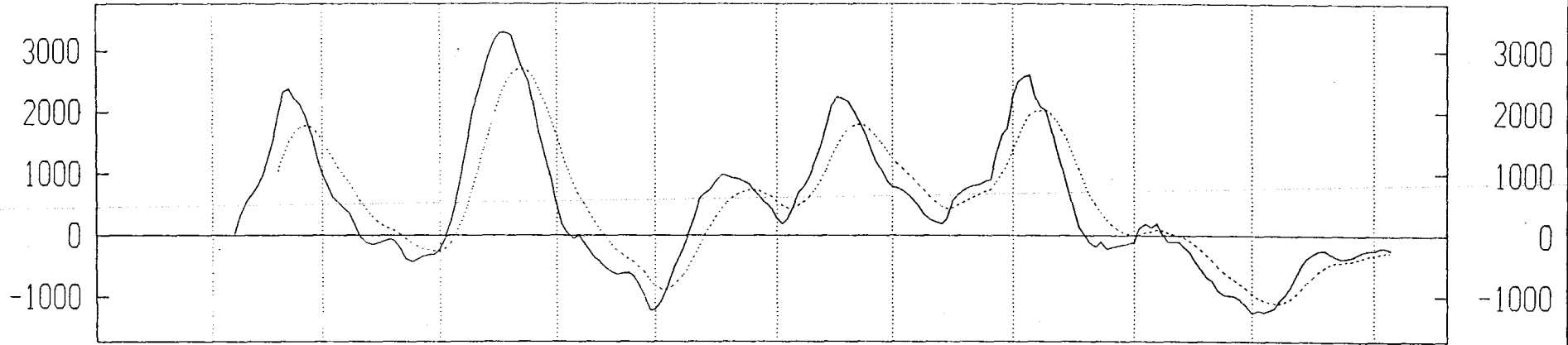
6880688
6024028
5167370
4310710
3454051
2597391
1740732
884073
27413



6880688
6024028
5167370
4310710
3454051
2597391
1740732
884073
27413

ECBRA E-EGEBIRA & MACD

12/06/94



FEKIL: 8



ŞEKİL : 9

4 - KORDSA KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

İncelediğimiz dönem boyunca yatırımcı açısından son derece riskli, spekülâtorler açısından son derece verimli bir kağıt görüntüsü vermektedir. İncelenen 4 yıl boyunca sürekli fiyat dalgalanması yaşanmıştır. Temel analize göre 1992 yılı alım için en uygun zaman, 1993 yılı da satım için en uygun zaman bulunmuştu. Kordsa şirketinin grafiğine baktığımızda da bu saptamamızın teyidini görmekteyiz. Gereçekten de 1992 yılının sonlarına doğru Kordsa hisse senedinin fiyatı 1.100.- TL. iken 1993 yılı sonuna doğru 5.100.- TL.'na çıkmıştır.

1994 yılı içindeki MACD'sine baktığımızda aşağıdaki sonuçlara ulaşmaktayız:

TABLO : 13

	TARİH	FİYAT	KAZANÇ (%)
ALIM	1.1.1994	8.000	75,00
SATIM	14.1.994	14.000	
ALIM	1.3.1994	4.000	87,50
SATIM	20.4.994	7.500	
ALIM	15.6.994	7.000	71,42
SATIM	15.7.994	12.000	
ALIM	15.9.994	14.000	17,85
SATIM	10.10.94	16.500	
		TOPLAM	251,77

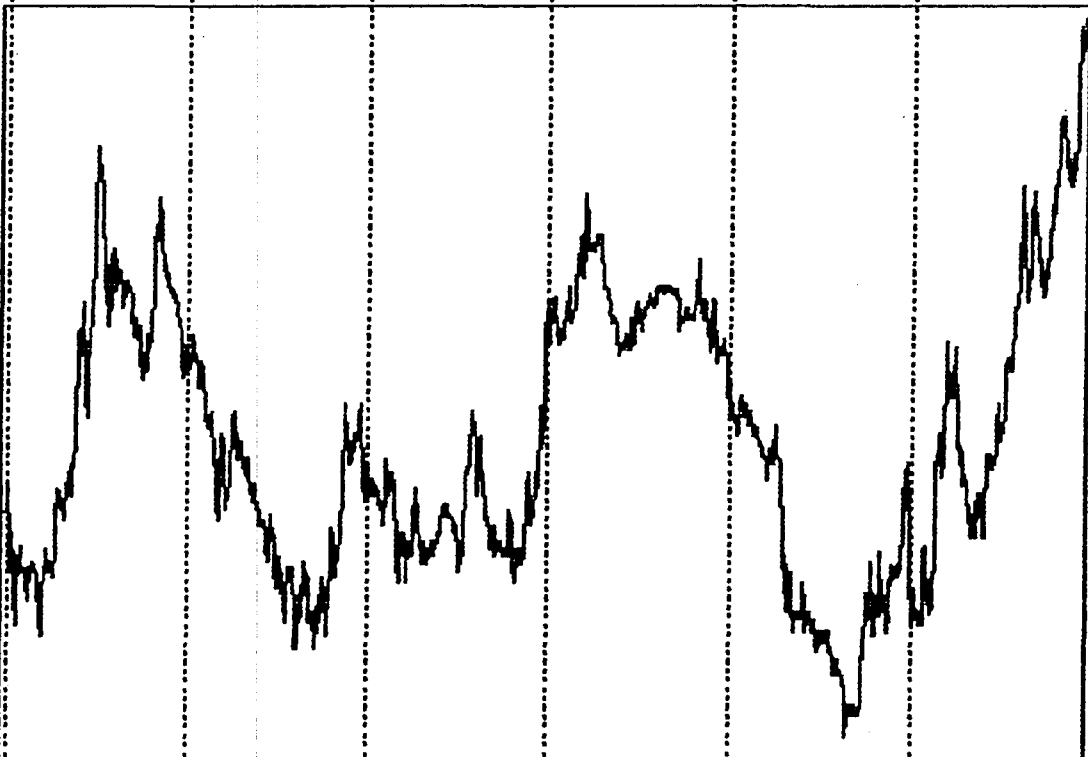
Şirketin hisse senetlerinin MACD kullanılarak alım satım yapılması sonucunda 1994 yılı içinde % 251,77 getiri elde edilmiştir. Hisse senedi elde tutulseydi 11 Aralık 1994 tarihi itibariyle yıllık getirisi % 205,12 olacaktı.

5 - SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

İnceleme dönemimiz olan 1989-1993 yılları arasında zaman zaman dalgalı bir seyir de izleyen Sarkuysan, genel olarak yükseliş trendini istikrarlı bir şekilde sürdüren bir yatırım kağıdı görüntüsü vermektedir. Ancak bir endeks kağıdı olduğunu söylemekte fayda vardır. İthalata olan yüksek orandaki bağımlılık, döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı hassas fiyat hareketleri göstermektedir. Temel analizde en uygun alım zamanının 1992 yılı olduğu belirtilmişti. Şirketin yıllar itibariyle grafiğine baktığımızda da gerçekten 1992 yılının alım zamanı olduğu ve 1993 yılının da satım zamanı olduğu görülmektedir.

KURDİSA **Kapanis Logaritmik (SemiLog Closing Prices)** **F10 YARDIM**

5471
5193
4929
4678
4440
4215
4000
3797
3604
3421
3247
3082
2925
2776
2635
2501
2374
2253
2139
2030
1927
1829
1736
1648
1564
1484
1409
1337
1269
1205
1144
1085

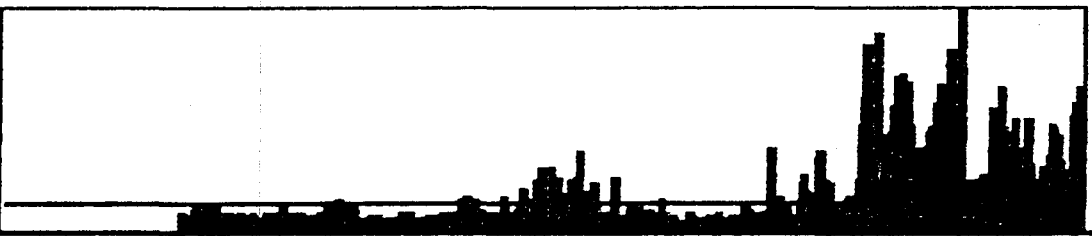


5471
5193
4929
4678
4440
4215
4000
3797
3604
3421
3247
3082
2925
2776
2635
2501
2374
2253
2139
2030
1927
1829
1736
1648
1564
1484
1409
1337
1269
1205
1144
1085

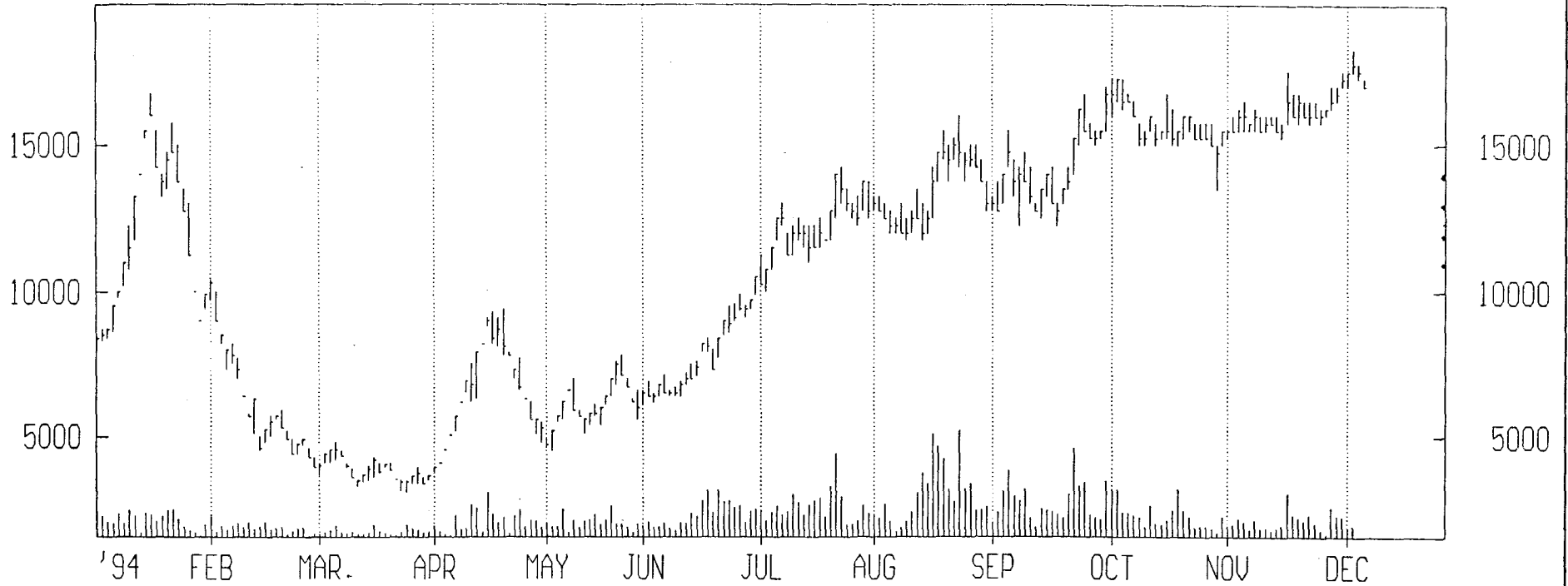
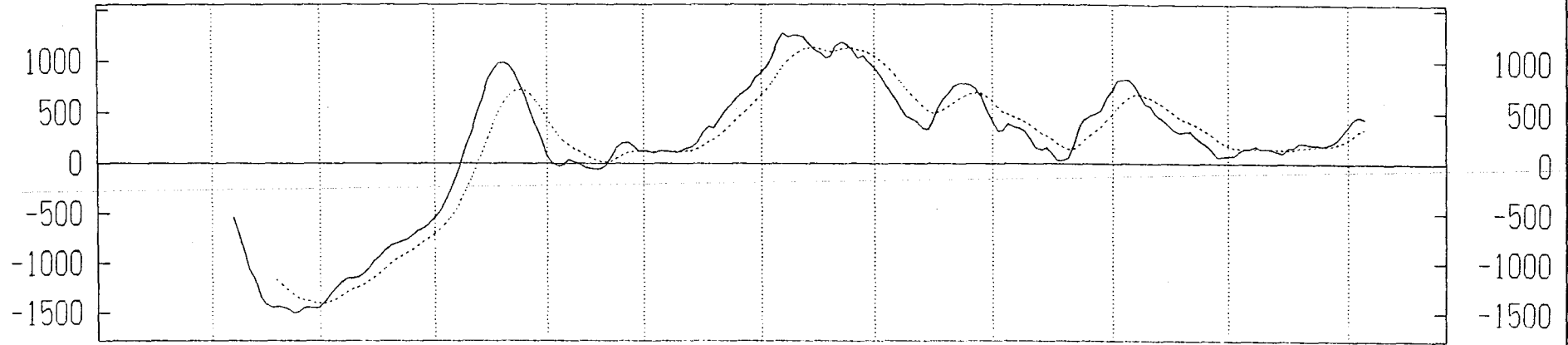
11.10.89 21.06.90 07.03.91 27.11.91 11.08.92 27.04.93

İşlem Miktarı (Volume) **F10 YARDIM**

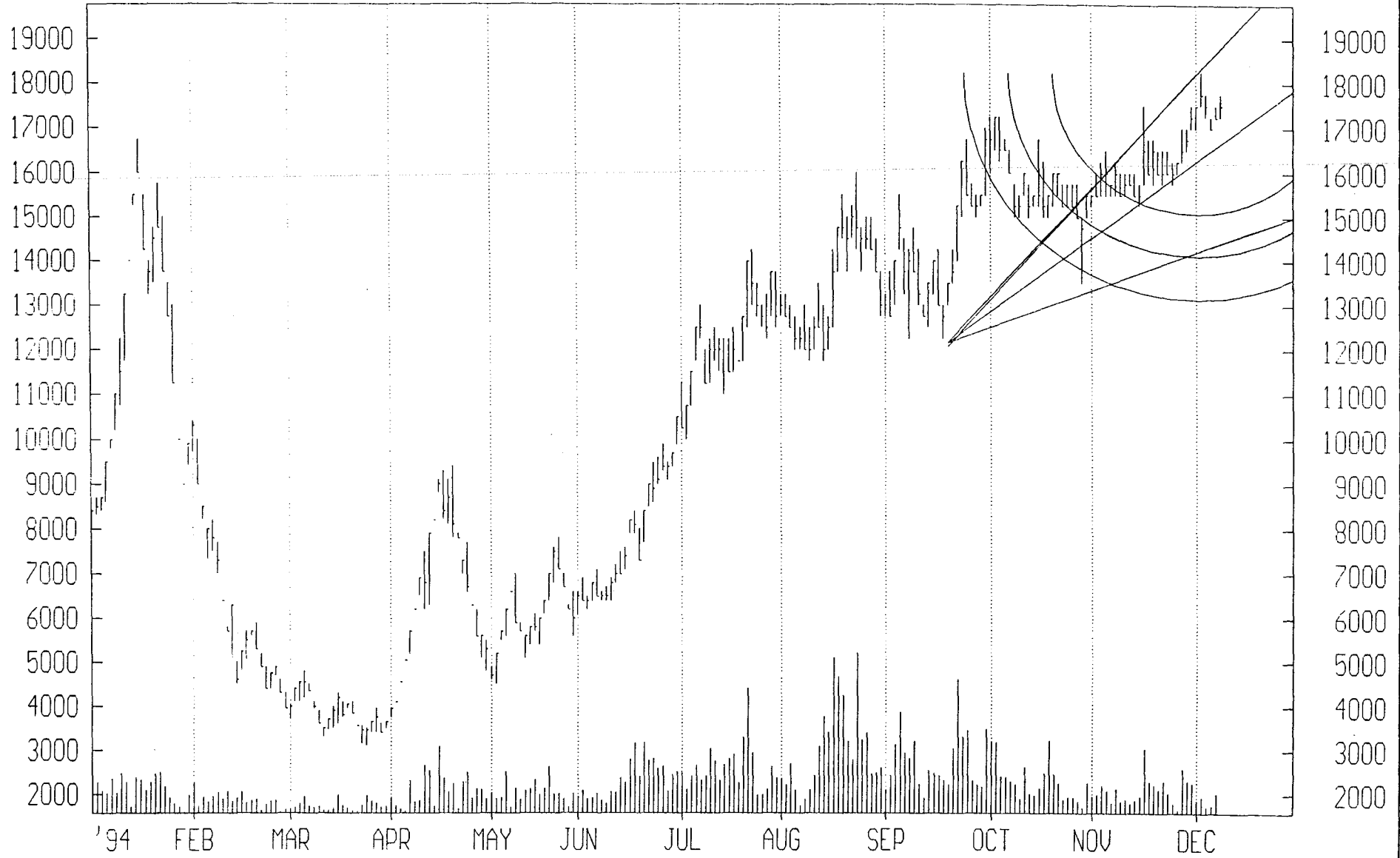
4948124
2805258
3262393
2719528
2176662
1622796
1090931
548063
5200



4948124
2805258
3262393
2719528
2176662
1622796
1090931
548063
5200



ŞEKİL: 11

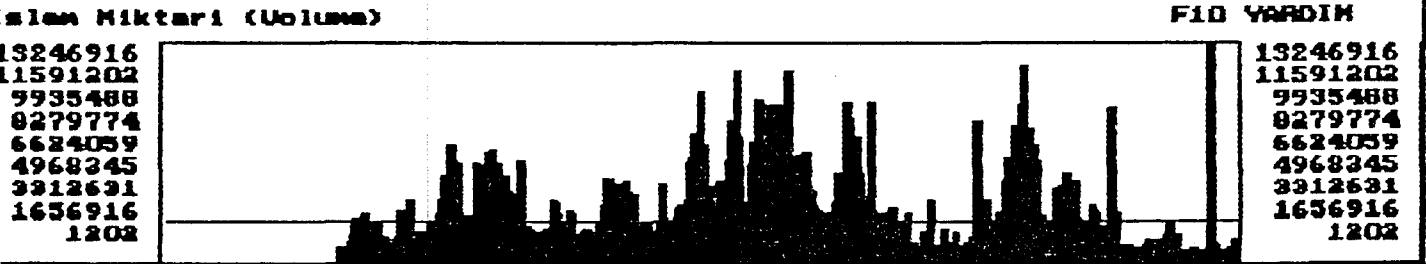
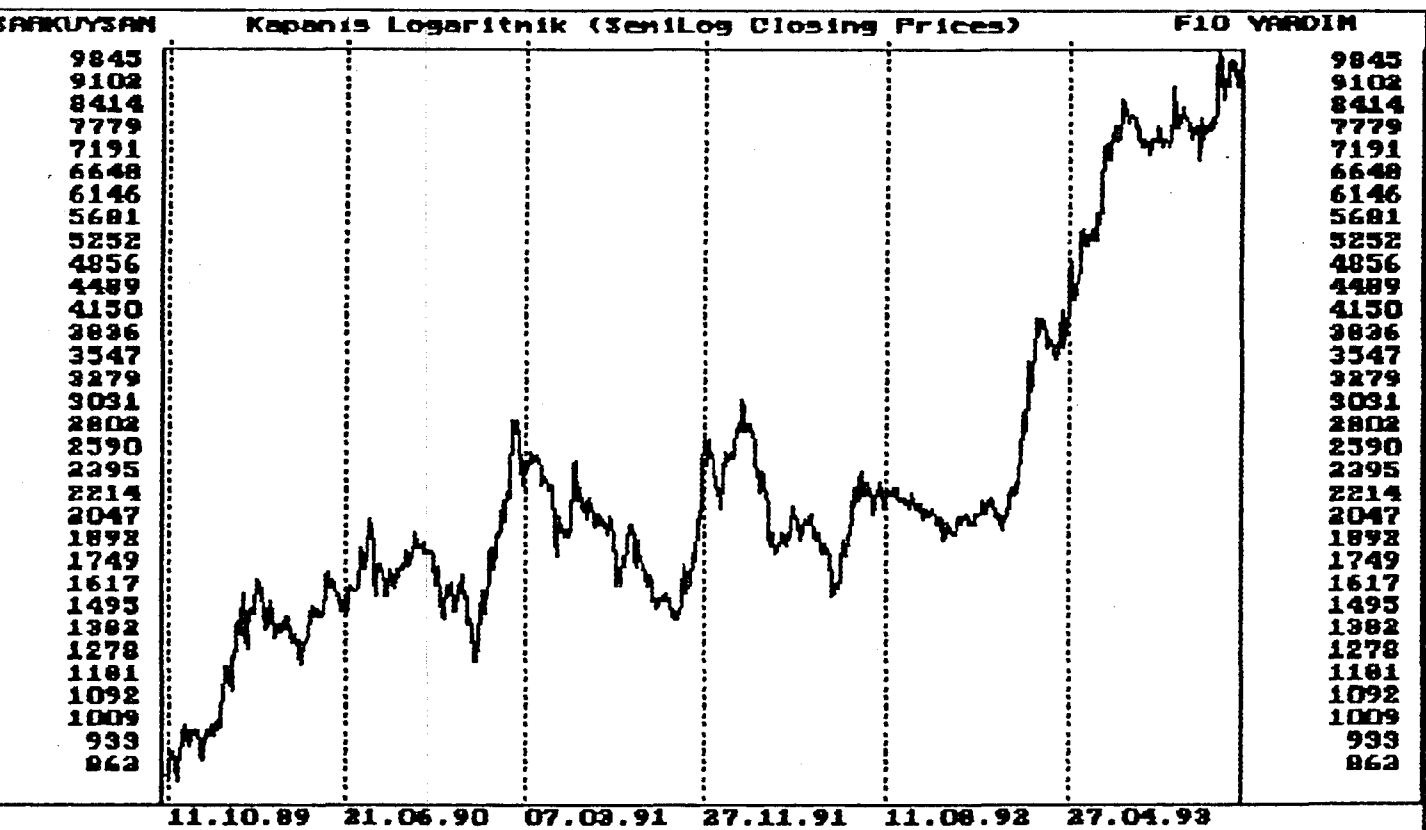


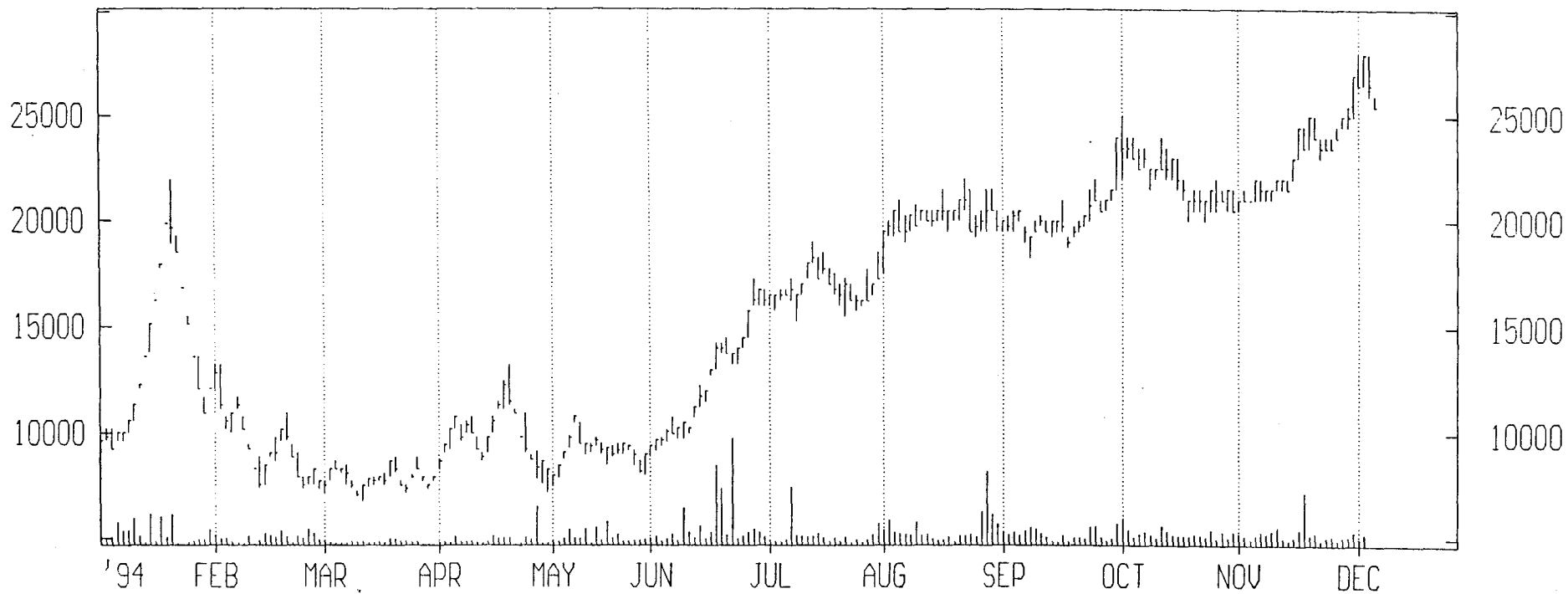
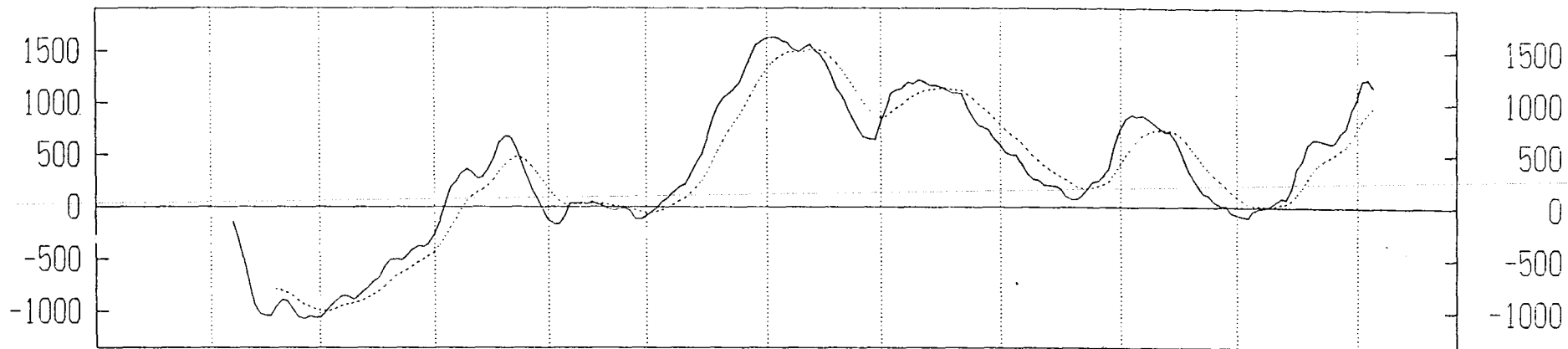
Şirketin MACD'sine baktığımızda; aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır;

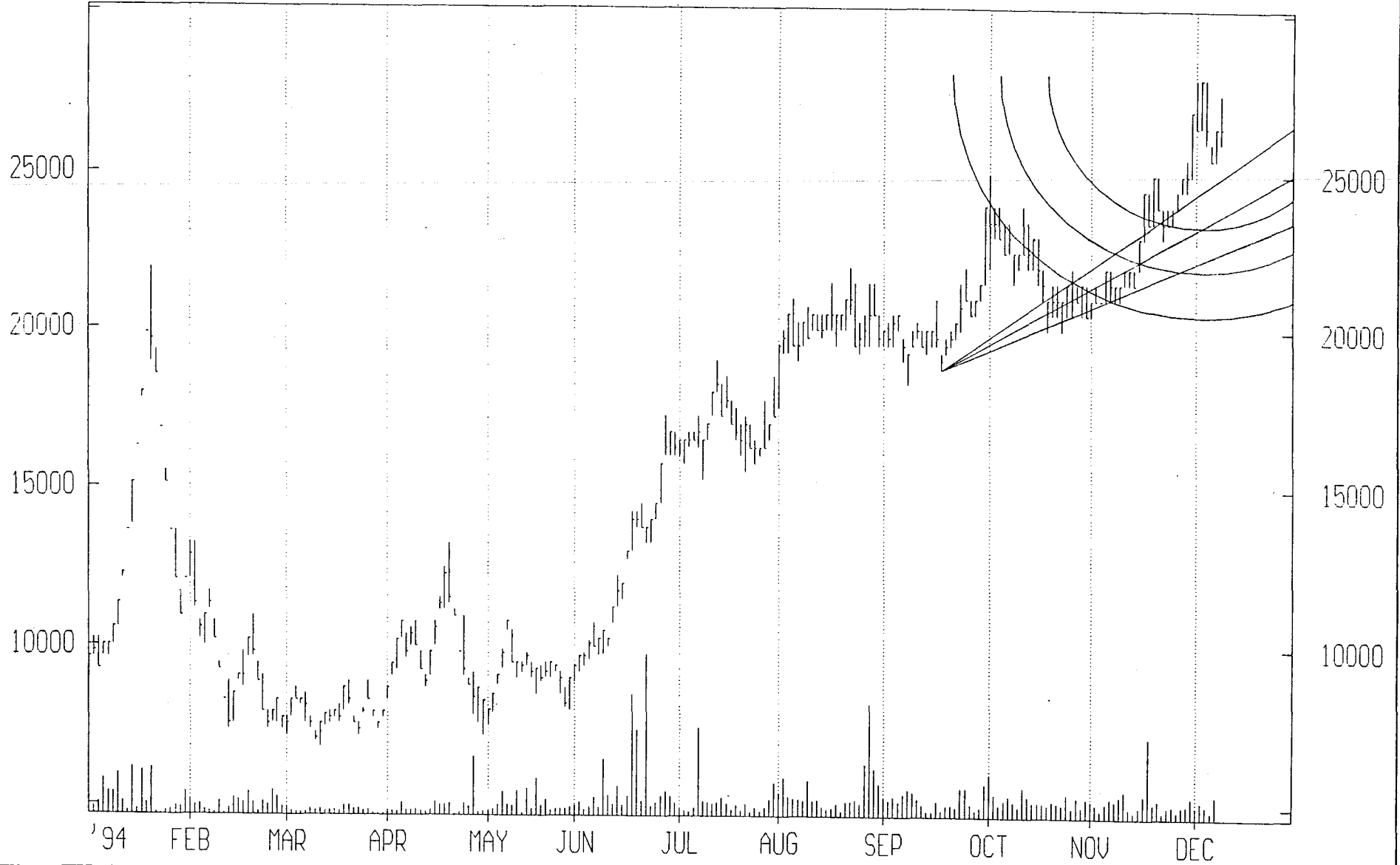
TABLO : 14

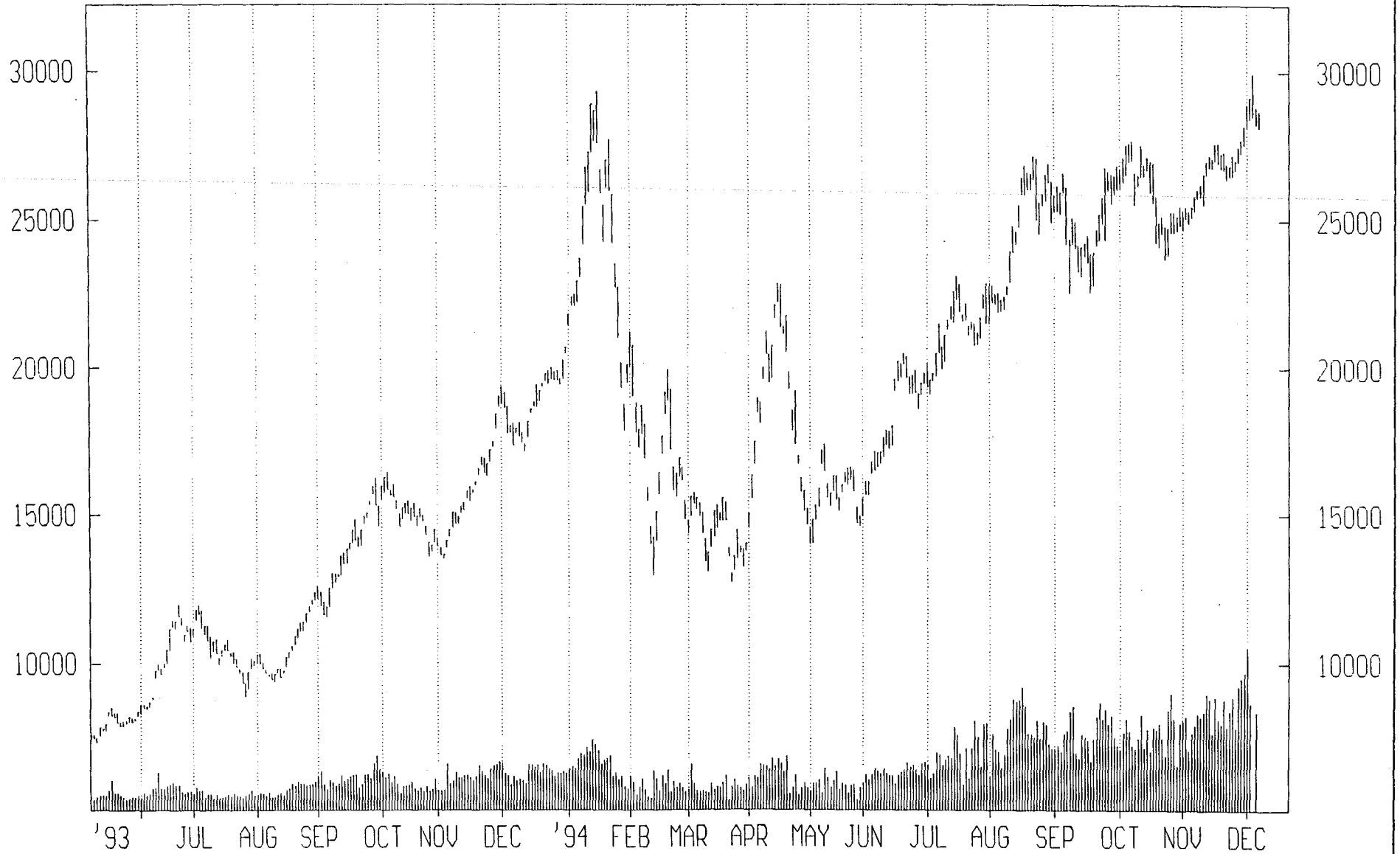
	TARİH	FİYAT	KAZANÇ (%)
ALIM	2.3.1994	6.000	133.00
SATIM	18.4.994	14.000	
ALIM	1.6.1994	8.000	100.00
SATIM	10.7.994	16.000	
ALIM	1.8.1994	15.000	26.66
SATIM	14.8.994	19.000	
ALIM	25.9.994	18.500	29.72
SATIM	10.10.94	24.000	
ALIM	4.11.994	21.000	28.57
SATIM	6.12.994	27.000	
		TOPLAM	317.95

Görüldüğü gibi, şirketin hisse senedini MACD'ye uygun olarak yıl içinde alım satım yapan bir yatırımcı % 317.95 oranında bir getiri sağlamıştır.









Üçüncü Kısım

PORTFÖY YÖNETİMİ

I - PORTFÖY YÖNETİMİ

1 - TANIMI

Her türlü riskli projenin değerlendirilmesinde kullanılabilecek olan bu yöntem, piyasa araştırmasına dayanan çeşitli çalışmaları gerektirmesi nedeni ile kapsamlı olduğundan burada ne olduğuna değinilecektir.

Yatırım yöneticiliğinin temel yaklaşımlarından birisi, yatırım olayını genel bir yatırım planının bir parçası olarak değerlendirme gereğidir. Sermaye piyasasında son zamanlarda ortaya çıkan ve süratle yaygınlaşan müşterek yatırım fonlarının temelinde bu yaklaşım yatar. Böylece, yatırıma yönlendirilecek fonlar ne kadar küçük olursa olsun, ortak bir hesapta toplanarak, riskin dağıtılması esasına göre farklı menkul kıymetlere plase edilir. İşte bu şekilde, aralarında herhangi bir sınırlama yapılmaksızın, çeşitli menkul kıymetlerden oluşan genel yatırım planına portföy denilmektedir. Bu çerçevede içinde her menkul kıymet, yatırım portföyünün bir parçasını oluşturur.

Herhangi bir yatırımcı tüm servetini tek bir finansal varlığa yatırdığında, beklenmedik olumsuz gelişmelerin ortaya çıkması ve yatırımın zararlı sonuçlanması halinde bütün servetini yitirebilecektir. Oysa birden fazla finansal varlığa yatırım yapıldığında, tüm yatırımların olumsuz sonuçlanması ve tüm servetin yitirilmesi çok küçük bir ihtimal haline gelmektedir. Yatırımcı, yaptığı yatırımların bir veya birkaçında zarara uğrasa bile muhtemelen diğer yatırımları olumlu sonuç verecek ve büyük zararlara uğramaktan kurtulacaktır(168).

Her yatırım aracına ne kadar veya ne oranda yatırım yapılacağı ise karar verilmesi gereken diğer bir konudur. Yatırım araçlarının farklı özelliklere sahip olması sebebiyle, yatırım yapılırken üstlenilen çeşitli riskler bu aşamada kesin olarak ortaya çıkacaktır. Yatırım araçları arasındaki dağılımın belirlenmesinde yapılan araştırma ve analizler, yatırımın sonucunu etkileyecektir.

Yatırımcılar çeşitli şekillerde davranırlar. Kimi yatırımcı riski göze alır, yatırımlarını tek bir kıymete yönlendirir. İngilizce'de "put all your eggs in one basket and watch that basket" şeklinde ifade edilen bu davranış biçimi, tek bir kıymete yönlendirilen yatırımın, sürekli olarak iyi bir şekilde izlenmesini gerektirir.

(168) BERBEROĞLU, "Hisse Senetlerinde ...", sy.14.

Kimi yatırımcı ise, daha ihtiyatlı davranıp farklı özelliklere sahip kıymetlere yatırım yaparken, "yumurtaları aynı sepete koymama"(Don't put all your eggs in one basket) kuralını elinden geldiğince uygular. Yatırımcı, bu davranış biçimiyle, bir "portföy" oluşturmuş ve yatırım yaptıktan sonra, "istenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığı" olarak tanımlayabileceğimiz "risk"lerin bazısından kurtulmuştur. Burada da, oluşturulan portföydeki kıymetlerin izlenmesi gerekmektedir ama, tek bir varlığa yatırım yapan kişiye göre daha az dikkat etmek genellikle yeterlidir.

Bahsedilen "portföy" kelimesinin tanımını bir kez daha verelim; Portföy, sahip olunan varlıkların ister aynı, isterse farklı özelliğe sahip en az iki kıymete yatırılması sonucu oluşan toplam değerdir.

Bu noktada "çeşitlendirme" (diversification) olarak bilinen yöntemden bahsetmek yararlı olacaktır. Çeşitlendirme:

- Farklı sektördeki şirketlerin hisse senetlerinin alınması,
- Farklı şirketlerin hisse senetlerinin alınması,
- Farklı bölgelerdeki (örneğin farklı ülkelerdeki) şirketlerin hisse senetlerinin alınması,
- Farklı özelliğe sahip yatırım araçlarının alınması (hisse senedi, tahvil gibi),
- Yatırım ortaklığı, holding ve diğer yatırım şirketlerinin hisse senetlerinin veya yatırım fonu katılma belgelerinin alınması,
- Çeşitli ürünleri olan şirketlerin hisse senetlerinin alınması,
- Geçmişte fiyatları birlikte ve aynı yönde hareket etmeyen şirketlerin hisse senetlerinin alınması sayesinde gerçekleştirilebilir(169).

Ayrıca bazı kişiler, hisse senedi piyasasındaki dalgalanmaları düşünerek alımlarını bir kerede değil, belli bir zaman içinde gerçekleştirerek çeşitlendirme yaparlar.

Çeşitlendirme;

- (a) Mevsimsel,
- (b) Sektöre özel,
- (c) Ortağı olunan şirkette

istenmeyen olayların gerçekleşmesi durumunda, karşılaşılabilecek bazı zararlardan korunmayı sağlar.

Çeşitlendirmenin dezavantajları ise şunlardır;

- Yatırım araçlarının yönetiminde karşılaşılan problemler artar.
- Her yatırım aracı için yapılması gereken analiz artar.
- Alım-satımda ödenen komisyon artar.
- Kar etme olasılığı azalır.

(169) SERMAYE PİYASASI ..., sy.213.

Çeşitlendirme yaparken, toplam portföy değeriyle yakından ilişkisi olan, yatırım yapılan kıymet miktarına özellikle dikkat edilmelidir. Kıymetlerde yatırım yaptıktan sonra, itfa, temettü ödemesi ve sermaye arttırımı gibi son derece önemli konular dışında, kıymetlerin işlem gördüğü piyasaları da izlemek gerekecektir. Sayılan sebeplerden dolayı, gerekenden çok çeşitlendirmenin yararı değil, zararı da olabileceği unutulmamalıdır.

2 - SEÇİLMİŞ PORTFÖY YÖNETİMİ TEKNİKLERİ

A - Geleneksel Portföy Yönetimi

Menkul kıymetler tek başlarına kendilerine özgü risk, getiri vd. özelliklere sahiptirler. Örneğin, Haft(170)ideal bir menkul kıymet yatırımının özelliklerini şöyle sıralamaktadır:

- a) Likidite (paraya çevrilebilme),
- b) Anaparanın güvenliği,
- c) Gelirin istikrarlı olması,
- d) Değer artışı potansiyeli,
- e) Vergiden muaf gelir,
- f) Yönetimin kolay olması,
- g) Gerçekçi (yatırımcının amacına uygun) vade tarihi,
- h) Miktarının piyasanın alım/satım birimleri büyüklüğünde olması,
- i) Teminat olarak değer taşınması.

Menkul kıymet portföyleri, yada menkul kıymet bileşimleri (bir yatırımcının sahip olduğu menkul kıymetlerin tümü, yatırım terminolojisinde "portföy" olarak adlandırılır) ise menkul kıymetlerin tek başlarına sahip oldukları özellikleri her zaman taşımazlar.

Günümüze kadar sermaye piyasasında portföylerin başarılı olarak seçimini ve yönetimini amaçlayan iki temel yaklaşım geliştirilmiştir. Geleneksel yada klasik portföy yönetimi (traditional portfolio management) ve modern portföy teorisi (modern portfolio theory). 1950'lerden itibaren geliştirilen modern portföy teorisi matematik-istatistik modellerinin anlaşılmasını gerektirdiğinden yatırımcılar ve aracı kurumlar arasında kullanımı sınırlı kalmış, geleneksel yöntemler ise bilimsel bir dayanaklarının olmaması nedeniyle eleştirilmişlerdir. Hangi yaklaşım uygulanırsa uygulansın uzun dönemde başarılı sonuçlar alınabilmesi ancak yatırımcının içinde faaliyet gösterdiği ekonomik ve endüstriyel çevrenin sürekli incelenmesi ve sürekli portföy analizi ile mümkündür.

(170) HAFT, Richard A., Investing in Securities, Pritice-Hall, Inc. 1975, sy.61.

Geleneksel portföy analizinde riskin (beklenen getiriyi elde edememe olasılığı) birden fazla menkul kıymete dağıtılması amaçlanır. Riskin bu şekilde dağıtılmasına yalın çeşitlendirme (naive diversification) denir ve yalın çeşitlendirme "bütün yumurtaları bir sepete koymamak" ifadesiyle açıklanabilir.

Yani geleneksel portföy analizinde 20 menkul kıymetten oluşan bir portföy 2 menkul kıymetten oluşan bir portföye göre 10 defa daha iyi çeşitlendirilmiş olarak algılanır, menkul kıymetlerin getirilerinin arasındaki ilişki ise dikkate alınmaz.

Geleneksel portföy analizinde menkul kıymetlerin birbirleriyle ilgisi olmayan endüstrilerden seçilmesiyle iyi bir çeşitlendirme yapılabileceğine, bir ortaklık yada bir endüstriye ait menkul kıymetlere, tahvil portföylerinde ise aynı vadeye sahip tahvillere portföy içinde aşırı ağırlık verilmemesi gerektiğine, yalın çeşitlendirilmiş bir portföyde menkul kıymet sayısının 10-15'e çıkarılmasıyla portföy riskinin büyük ölçüde düşerek piyasadaki sistematik risk düzeyine yaklaşacağına inanılır. Aşırı çeşitlendirmenin (superfluous diversification) ise şu sakıncaları olabilir:

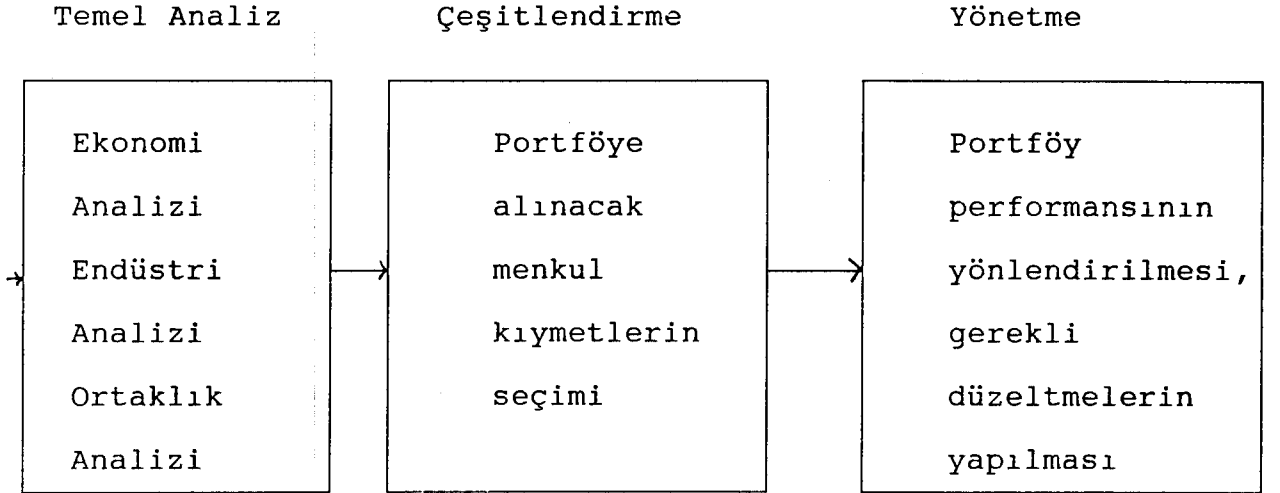
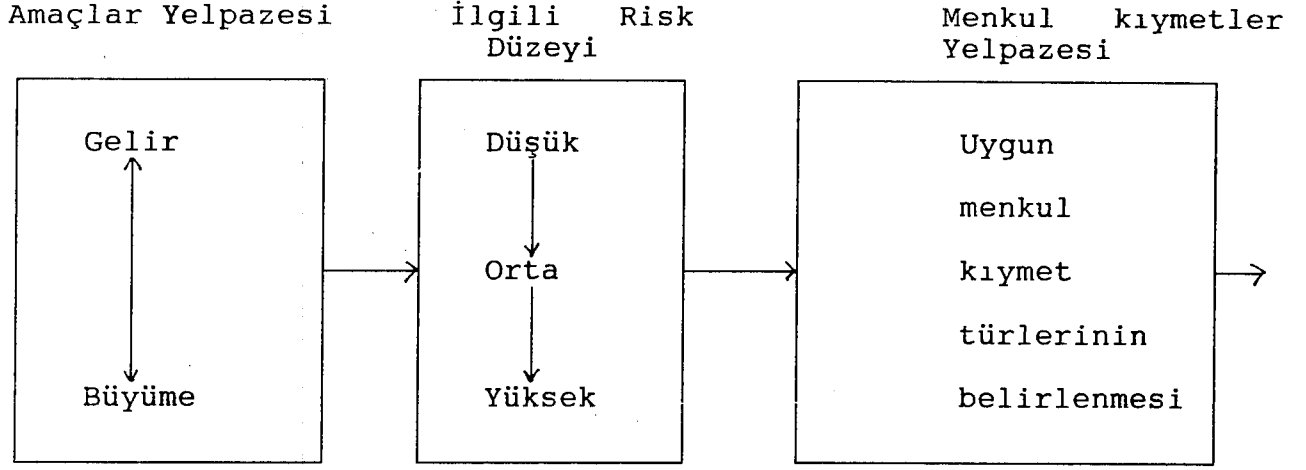
- a) Satın alınacak menkul kıymetler araştırılırken taşıdığı riske katlanılması için gerekli getiriyi sağlamayan menkul kıymetlerin de satın alınabilmesi,
- b) Değişik ortaklıklara ait çok sayıda menkul kıymeti içeren bir portföyün iyi bir şekilde yönetilmesinin güçlüğü (portföy yöneticileri bütün menkul kıymetlerle ilgili bilgilerden haberdar olamazlar),
- c) Çok sayıda menkul kıymetle ilgili araştırma yapma maliyetinin yüksek olması,
- d) Yüksek alım-satım gideri: portföye dahil edilen menkul kıymet sayısının artmasıyla, aynı menkul kıymetin alınan yada satılan miktarı azaldıkça alım-satım giderlerinin (aracılık komisyonu, borsa yönetimine ödenen ücretler v.b.) toplam maliyet içindeki payının artması.

Menkul kıymet portföylerinin yönetiminde geleneksel yaklaşım; yatırımcının amacının belirlenmesi (yatırımcının amacı; sabit ve istikrarlı gelir elde etme, sermayesini koruma, gelecekte yüksek sermaye kazancı elde etme vb. olabilir), portföye alınacak menkul kıymetlerin seçilmesi ve portföyü yönetmek ve örneğin yatırım amaçlarındaki değişme üzerine gerekli düzeltmeleri yapmayı kapsar(171).

(171) KARAŞIN, Gültekin, Sermaye Piyasası Analizleri, Ankara 1987, sy.103.

TABLO : 15

GELENEKSEL MENKUL KIYMETLER PORTFÖYÜ YÖNETİM SÜRECİ



B - Modern Portföy Teorisi

a) Modern portföy teorisinde temel varsayımlar

Modern portföy teorisi, yatırım kararı sürecine "eski okul"dan hareketle başlamaktadır. En önemli değişiklik ise menkul kıymet yatırımlarının tek tek ele alınması yerine tümünün bir arada, uygun seçilmiş bir portföy içinde düşünülmesidir.

Pek çok portföy yöneticisi bazı menkul kıymetlerin ya da menkul kıymet gruplarının aynı ya da ters yönde hareket ettiklerinin farkına varmışlar, ancak farkında olmanın ötesinde bu iç ilişkileri ölçen tekniklerin geliştirilmesi Modern Portföy Teorisinin babası olarak bilinen Harry Markowitz'e kadar mümkün olmamıştır. Markowitz, bir yatırım portföyünü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkilerin araştırılması ve getirileri arasında tam pozitif korelasyon bulunmayan menkul kıymetlerin bir portföyde toplanması ile beklenen getiride bir düşme olmaksızın sistematik olmayan riskin azaltılabileceğini öne sürmüştür(172).

Modern Portföy Teorisi; Piyasada bilgilerin nasıl değerlendirildiği, yatırımcıların nasıl davrandığı, yatırımcıların davranışlarının fiyat oluşumlarını nasıl etkilediği ve bu ilişkilerin nasıl nicelleştirilebileceğiyle uğraşanlar bir dizi teorik yapıya dayanır:

- Modern Piyasa Teorisi sermaye piyasasının oldukça etkin olduğunu varsayar (etkin piyasalar hipotezi). Burada, "etkinlik" menkul kıymet fiyatlarını etkileyen bütün bilgilerin süratle, tamamen ve doğru olarak menkul kıymet fiyatlarına yansıtacağı yani herhangi bir anda piyasanın dengede olacağı anlamındadır,
- Bütün yatırımcılar, her dönemde beklenen faydalarını maksimumlaştırmayı amaçlarlar ve refahları azalan marjinal faydaya (diminishing marjinal utility) sahiptir. Yani yatırımcılar her yatırımı, belli bir elde tutma dönemi sonunda nihai refahlarına katkıda bulunacak, olasılık dağılımına sahip getirileriyle algırlar,
- Yatırımcıların risk tahminleri beklenen getirideki değişimle orantılıdır (geçmişteki getirilerin standart sapması riskin tek göstergesidir.),
- Yatırımcılar, yatırım kararlarını yalnızca beklenen getiri ve riske göre alırlar. Yani fayda (U) beklenen getirinin (ER) ve getirideki değişimin (S) bir fonksiyonudur: $U=f(ER,S)$,
- Yatırımcılar, verilen her risk düzeyi için yüksek getirileri düşük getirilere yada verilen her getiri düzeyi için düşük riski yüksek riske tercih ederler.

(172) KARAŞIN, sy.106.

b) Markowitz yaklaşımında temel varsayımlar

Markowitz modelini açıklamakta kullanılacak olan semboller ve tanımları aşağıda verilmiştir.

ER_p : Portföyün beklenen getirisi

X_i : Portföyün i menkul kıymetine yatırılan kısmının portföye oranı (i'inci menkul kıymetin portföy içindeki payı)

ER_i : i'inci menkul kıymetin beklenen getirisi

N : Menkul kıymet sayısı

n : zaman dönemi (gözlem dönemi) sayısı

Cov_{ij} : i ve j menkul kıymetlerinin getirilerinin kovaryansı

R_{ij} : i ve j menkul kıymetlerinin getirileri arasındaki korelasyon

S_p^2 : Portföyün getirilerinin varyansı

S_i^2 : i'inci menkul kıymetin getirilerinin varyansı

Markowitz yaklaşımının temel kavramları ise şunlardır:

- Portföyün Beklenen Getirisi:

$$ER_p = \sum_{i=1}^N X_i \cdot ER_i$$

- İki Menkul Kıymetin Getirilerinin Kovaryansı (tek tek menkul kıymetlerin riskleri standard sapma ve varyansla ölçülebilir, ancak iki menkul kıymet birleştirildiğinde ikisinin birlikte içerdiği risk kovaryansla ifade edilir);

$$Cov_{ij} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \left[(ER_{it} - ER_i) (ER_{jt} - ER_j) \right]$$

Pozitif kovaryans iki menkul kıymetin aynı yöndeki, negatif kovaryans ise ters yöndeki hareketlerinin göstergesidir.

- İki Menkul Kıymetin Getirileri Arasındaki Korelasyon: Bilindiği gibi korelasyon katsayısı iki değişken arasındaki istatistiksel ilişkiyi gösterir ve kovaryansın, iki değişkenin (i ve j menkul kıymetlerinin getirileri) standard sapmalarının çarpımına bölünmesiyle elde edilebilir:

$$R_{ij} = \frac{cov_{ij}}{s_i \cdot s_j} \quad \text{yada} \quad cov_{ij} = R_{ij} \cdot s_i \cdot s_j$$

- Portföyün Getirilerinin Varyansı: Portföy varyansı (varyansın karekökü olan standard sapma portföy riskinin göstergesidir) şöyle tanımlanmıştır:

$$S_p^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i x_j cov_{ij} = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i x_j R_{ij} s_i s_j$$

Burada; "N" portföye alınan menkul kıymet sayısıdır ve çift toplama işareti ($\sum \sum$), N sayıda terimin toplanacağını ifade etmektedir. Örneğin; N = 2 için 4 terim,

$$S_p^2 = x_1 x_1 cov_{11} + x_1 x_2 cov_{12} + x_2 x_2 cov_{22} + x_2 x_1 cov_{21}$$

$$\text{yada } S_p^2 = X_{11}^2 S_{11}^2 + X_{22}^2 S_{22}^2 + 2X_{12} X_{12} \text{ cov}_{12}$$

N = 3 için 9 terim,

$$\begin{aligned} S_p^2 = & X_{11} X_{11} \text{ Cov}_{11} + X_{12} X_{12} \text{ Cov}_{21} + X_{13} X_{13} \text{ Cov}_{13} + X_{22} X_{22} \text{ Cov}_{22} \\ & + X_{21} X_{21} \text{ Cov}_{21} + X_{23} X_{23} \text{ Cov}_{23} + X_{33} X_{33} \text{ Cov}_{33} + X_{32} X_{32} \text{ Cov}_{32} \\ & + X_{31} X_{31} \text{ Cov}_{31} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{yada } S_p^2 = & X_{11}^2 S_{11}^2 + X_{22}^2 S_{22}^2 + X_{33}^2 S_{33}^2 + 2X_{12} X_{12} \text{ Cov}_{12} + 2X_{13} X_{13} \text{ Cov}_{13} + \\ & + 2X_{23} X_{23} \text{ Cov}_{23} \end{aligned}$$

olmaktadır(173).

(173) KARAŞİN, sy.109.

1. Markowitz modelindeki, çok sayıda kovaryansı tahmin etmenin yarattığı güçlük, temel bir varsayımla ortadan kaldırılmıştır. Tekli index modeli, her bir menkul kıymetin, bazı durumlarda çok, bazı durumlarda az olmak üzere pazar portföyünün çekimine cevap verdiğini varsayar. Modele göre kovaryans matrisindeki bütün rakamlar, pazar portföyüne menkul kıymetlerin verdikleri tepkilere göre açıklanabilir. Bütün menkul kıymetlerle pazar arasında doğrusal bir ilişkinin olduğu varsayılır.
2. Menkul kıymetler arasındaki artık değerlerin kovaryansı sıfırdır. Menkul kıymetlerin birlikte sistematik hareketlerinin nedeni, pazarla birlikte ortak hareketleridir.

$$\text{cov} (e_i, e_j) = 0$$

3. Karakteristik doğru en uygun doğru olduğundan, doğrudan sapmaların karelerinin toplamı minimize edilirse;

$$E(e_j) = 0$$

$$\text{Cov}(e_j, E(R)_p) = 0 \text{ elde edilir.}$$

Yani, belli bir dönemdeki artık değer beklenen değeri sıfırdır. Ve, artık değer pazarın getirisiyle kovaryansı sıfırdır. Tekli index modelinin geçerliliği, menkul kıymetlerin artık değerleri arasındaki kovaryansların tamamen sıfır olduğu varsayımının ne derece geçerli olduğuna bağlıdır. Çünkü, gerçekte artık değerler bir dereceye kadar ilişkilidir ve bu ilişki arttıkça, model doğruluktan sapacaktır. Ancak, modelin işlem hacmi ve süresi konusunda sağladığı kolaylık, bu sakıncayı giderebilecek düzeydeyse, tercih edilmelidir.

Portföy Getirisi ve Riski :

Portföyün beklenen getirisi ;

$$E(R) = \sum_{i=1}^n X_i R_i$$

$$E(R) = \sum_{i=1}^n X_i (a_i + B_i R_p) = \sum_{i=1}^n X_i a_i + \sum_{i=1}^n X_i B_i R_p$$

Pazar portföyünün betası 1'dir. Menkul kıymetler, betalarının 1'den küçük veya büyük olmasına göre pazardan daha çok riskli veya daha az riskli kabul edilirler.

$$a = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i^2}{B_i} \right) a_p + \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i^2}{e_i} \right) a_e$$

Sistemik Risk I

Sistemik Olmayan Risk

Çeşitlendirme yaptıkça portföyün artık varyansı sifıra yaklaşacaktır. Portföydeki bazı menkul kıymetler karakteristik doğrunun altında yer alırken, bazıları üstünde yer alacağı için, portföyün artık değeri, menkul kıymetlerin artık değerlerinin ortalaması olarak, portföydeki kâğıt sayısı arttıkça her zaman küçülecektir.

Portföy hacmini arttırdıkça elimine edilemeyen risk beta terimiyle ilişkili olan risktir.

Tekli index modelinde, menkul kıymetin portföyün getirisine ve sistemik riskine katkısı bu menkul kıymetin (B) katsayısı ile ölçülür. Portföyün (B) katsayısı portföyde yer alan menkul kıymetlerin beta katsayılarının ağırlıklı ortalamasıdır. Eğer portföyün (B) katsayısı 1'den büyükse, portföyün getirisinde piyasanın getirisindeki değişme ile aynı yönde ve ondan daha büyük bir değişme olacaktır. Eğer (B) + 1'den ve - 1'den büyük bir değer alırsa portföyün getirisinde piyasanın getirisindeki değişmeden daha küçük bir değişme olacaktır. Eğer (B) - 1'den küçük bir değer alırsa portföyün getirisinde piyasanın getirisindeki değişmeyle ters yönlü ve ondan büyük bir değişme olacaktır(174).

Sermaye piyasasının hızla geliştiği ülkemizde, portföy yatırımlarının bilimsel bir metoda dayandırıldığını söylemek mümkün değildir. Piyasalarda faaliyet gösteren birçok kurum dahil, küçük tasarrufçular "endeks yükseliyor veya düşüyor dolayısıyla bütün hisse senetlerinin fiyatı yükselecektir veya düşecektir" varsayımıyla alış veya satış yapmaktadır.

(174) BAKIRHAN, Cafer, Portföy Yönetimi, İstanbul 1991, sy.4.

Bu tür pazarlarda, pazarı düzenleyici kuruluşlar (market maker) olmadığı için, endeksin yükselişi de düşüşü de hızlı olmaktadır. Bu kısımda amaç, bu tür bir hisse senedi pazarında optimal portföyün tayin edilmesidir. Kullanılacak model "tek endeks modeli - single index model"dir ve aşağıda özetlenmiştir.

1. Her hisse senedinin ortalama getirisi (R_i) ve standart sapması (Se_i) hesaplanır. ($i=1, N$ adet hisse senedi için) Burada R_i her hisse senedinin belli bir dönem içinde haftalık getirisinin ortalamasını ifade eder.
2. En yüksek risksiz yatırım alternatifinin getirisi tesbit edilir. (R_f) Ülkemizde risksiz yatırım alternatifi devlet tahvilleri ve hazine bonolarının getirisi olarak kabul edilmelidir.
3. Her hisse senedinin riski hesaplanır. (B_i) ($i=1, N$ adet hisse senedi için) B hisse senedinin değerinin borsa endeksine ne kadar duyarlı olduğunu gösterir. $B=1$ ise sözkonusu hisse senedinin değeri borsaya paralel değişiyor, $B<1$ ise hisse senedinin değerindeki değişimler borsa endeksindeki değişimlerden daha az etkileniyor (daha az riskli) demektir. $B>1$ ise durum tersidir.
4. Pazar endeksinin standart sapması (Sm) hesaplanır.
5. Her bir hisse senedi için $(R_i - R_f)/B_i$ hesaplanır.
6. Hisse senetleri $(R_i - R_f)/B_i$ 'a göre sıralanır. (en yüksekten en düşüğe)
7. Sırayla 6'ncı basamaktaki her hisse senedi için:

$$C_i = \frac{Sm^2 \sum_{j=1}^i (R_j - R_f) B_j}{1 + Sm^2 \sum_{j=1}^i \frac{B_j^2}{Se_j^2}}$$

rakamı hesaplanır.

8. En yüksek C_i '1 olan hisse senedi ve ondan daha büyük

$(R_i - R_f)$ '1 olan

B_i

hisse senetleri portföye dahil edilir. Bu en yüksek C_i 'a C^* kritik seviye denir. (Kesim noktası)

9. Portföye dahil edilen her hisse senedi için:

$$Z_i = \frac{B_i}{2 S_{e_i}} \left(\frac{R_i - R_f}{B} - C^* \right)$$

hesaplanır.

10. Her hisse senedinin portföydeki yüzdesi

$$X_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^N Z_i} \text{ hesaplanır.}$$

Yukarıda özetlenen metod sadece, portföye hisse alan yatırımcılar içindir, hisse olmadan satanlar için (yok satanlar) değildir. Bu metodu kullanarak Ocak 1989 Temmuz 1990 arası Borsa verileri kullanılarak yapılan analizlere göre Portföye dahil edilmesi gereken hisse senetleri ve Portföy yüzdeleri aşağıda gösterilmiştir.

TABLO : 16

HİSSELERİN PORTFÖY YÜZDELERİ

Hisse	%
Eczacıbaşı Yatırım	21
Alarko Holding	10
Makina Takım	6
T.İş(c)	18
Koç Holding	15
Arçelik	20
Köytaş	4
T.İş(B)	2
Bağfaş	1
Sarkuysan	3

Ancak bu metotta kullanılan bazı verilerin zaman zaman değiştirilerek portföyün yeniden yapılması gerekir.

Bu metodla yapılan portföy şüphesiz sadece geçmiş pazar verilerine ve "tek endeks" varsayımına dayanmaktadır.

En iyi portföy, bilimsel metodlara, şirketlerin ve içinde buldukları sektörlerin sıhhatli analizine, genel ekonomik konjoktüre ve teknik analize dayandırılarak yapılan portföydür. Yukarıda oluşturulan örnek sadece geçmiş verilere ve tek endeks modeli varsayılarak yapılan bir portföydür(175).

c) İki menkul kıymetten oluşan bir portföyde çeşitlendirme

Genel olarak portföy riski;

- Menkul kıymetlere tahsis edilen kaynaklar arasındaki oranlara,
- Menkul kıymetlerin getirilerinin standard sapmalarına,
- Menkul kıymetlerin getirileri arasındaki kovaryanslara karşı duyarlıdır. İki menkul kıymetten oluşan bir portföyde riskin azaltılması koşullarını bir örnekten yararlanarak şöyle açıklayabiliriz;

Aşağıda risk ve getiri özellikleri verilen A ve B hisse senetlerinden 2/3 ve 1/3 oranlarında satın almakla kurulan portföyün getirisinin ve riskinin hesaplanması:

	A Hisse Senedi	B Hisse Senedi
Portföy içindeki payı	2/3	1/3
Olası getiriler (%)	7 yada 11	13 yada 5
Olasılıklar	0,5 , 0,5	0,5 , 0,5
Beklenen getiri (%)	9	9
Varyans	4	16
Standard sapma	2	4

(175) AKAN, Mustafa, BÜKTEL, Oğuz; "Tek Endeks Modeli İle Optimal Portföy Seçimi", FİNANS DÜNYASI DERGİSİ, Kasım 1990, sy.58.

$$ER_p = (2\sqrt{3}) (9) + (1\sqrt{3}) (9) = 9$$

$$\begin{aligned} Cov_{ab} &= \frac{1}{2} \left[(7-9) (13-9) + (11-9) (5-9) \right] = \frac{1}{2} \left[(-8) + (8) \right] \\ &= \frac{-16}{2} = -8 \end{aligned}$$

$$R_{ab} = -8 \sqrt{(2 \times 4)} = -1$$

$$S_p^2 = (2\sqrt{3})^2 + (1\sqrt{3})^2 + 2 (2\sqrt{3}) (1\sqrt{3}) (-8) = 0$$

$$S_p = 0$$

Bu noktada şu çıkarımları yapabiliriz :

- Eğer $R_{ab} = -1$ ve $x_a = \frac{S_b}{S_a + S_b}$ ise portföy riski

çeşitlendirme ile tamamen ortadan kalkar (yukarıdaki örnekte;

$$x_a = \frac{S_b}{S_a + S_b} = \frac{4}{2 + 4} = \frac{2}{3} \text{'tür}.$$

- Eğer $R_{ab} = 0$ ise;

$$S_p^2 = x_a^2 S_a^2 + x_b^2 S_b^2 + 2x_a x_b (R_{ab} S_a S_b)$$

eşitliğinde 3. terim sıfır olur.

- Eğer $R_{ab} = +1$ ise (tam pozitif korelasyon); çeşitlendirme ile

riskinin azaltılması mümkün değildir. Portföy riski iki hisse senedinin tek tek riskleriyle portföy ağırlıklarının çarpımının toplamına eşit olacaktır. (yukarıdaki örnekte eğer $R_{ab} = +1$ olsaydı: $S_p = (2/3)(2) + (1/3)(4) = \% 2,658$ olacaktı).

Sonuç olarak, diğer herşey aynı iken korelasyon katsayısı büyüdükçe portföy riskinde artacağı söylenecektir.

- Hisse Senetlerinin portföy içindeki paylarının değiştirilmesi: Yukarıdaki örnekte A ve B hisse senetlerinin risk ve getiri özellikleri aynı iken portföy içindeki paylarının değiştirilmesinin portföyün riskini nasıl etkileyeceği aşağıda gösterilmiştir;

TABLO : 17

Portföy Payları (%)

A Hisse Senedi	B Hisse Senedi	Portföyün Standard Sapması
100	0	2,0 = S _a
80	20	0,8
66	34	0,0
20	80	2,8
0	100	4,0 = B _b

Portföy ağırlıklarını dengelemekle riskin azaltılabileceği açıkça görülmektedir.

Genellikle, iki menkul kıymetin getirileri arasındaki korelasyon katsayısının, küçük standard sapmanın büyük standard sapmaya oranından küçük olduğu zamanlarda iki hisse senedinin bileşiminin standard sapması (portföyün riski) her bir hisse senedinin standard sapmasından (riskinden) küçüktür.

$R_{ab} < (S_a / S_b)$ koşulu örnek. 1'de $-1 < (2/4)$ ile sağlanmaktadır (176).

(176) KARAŞIN, sy.111.

d) Üç menkul kıymetten oluşan bir portföyde getiri

Üç hisse senedinden oluşan bir portföyle ilgili olarak aşağıdaki bilgilere ulaşılmıştır. Portföyün beklenen getirisinin ve riskinin hesaplanması;

	1.Hisse Senedi	2.Hisse Senedi	3.Hisse Senedi
Portföy içindeki payı	0,2	0,4	0,4
Beklenen Getirisi (%)	30	35	25
Standard sapması	10	15	5

Korelasyon katsayıları:

$$R_{1,2} = 0,3 \quad R_{2,3} = 0,4 \quad R_{1,3} = 0,5$$

$$ER_p = (0,2) (30) + (0,4) (35) + (0,4) (25) = 30$$

$$S_p^2 = X_1^2 S_1^2 + X_2^2 S_2^2 + X_3^2 S_3^2 + 2X_1 X_2 R_{1,2} S_1 S_2$$

$$+ 2X_2 X_3 R_{2,3} S_2 S_3 + 2X_1 X_3 R_{1,3} S_1 S_3$$

$$S_p^2 = (0,2)^2 (10)^2 + (0,4)^2 (15)^2 + (0,4)^2 (5)^2 + 2(0,2)(0,4)$$

$$(0,3)(10)(15) + 2(0,4)(0,4)(0,4)(15)(5) +$$

$$2(0,2)(0,4)(0,5)(10)(5) = 64,8$$

$$S_p = 8,05$$

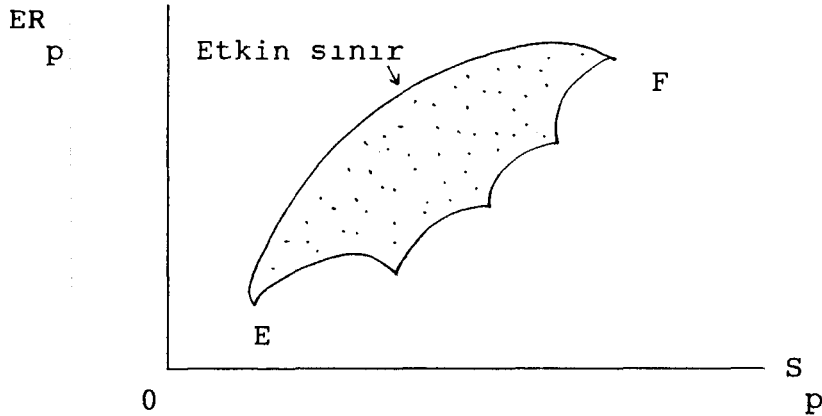
Bu portföy, muhtemel hisse senedi bileşimlerinden yalnızca bir tanesidir ve değişik hisse senedi bileşimlerine göre farklı getiri ve riske sahip pekçok portföy elde etmek mümkündür(177).

e) N sayıda menkul kıymet ve etkin sınır

Markowitz yaklaşımında, en uygun portföyü seçebilmek için portföye alınan her menkul kıymetin beklenen getirisi ve riskinden başka, tüm menkul kıymetler arasındaki korelasyonların ve tüm olası menkul kıymet bileşimlerinin hesaplanması gerekmektedir. N sayıda menkul kıymet bulunan bir piyasada menkul kıymetlere değişik ağırlıklar vermekle sınırsız sayıda portföy oluşturulabilir.

Markowitz, yalnızca değişik risk ve getiri düzeylerindeki etkin portföyleri birleştirilen eğriyi etkin sınır (efficient frontier) olarak tanımlamıştır. Çeşitlendirme ile riskin azaltılabilmesi nedeniyle portföyler tek tek menkul kıymetlere üstün olduklarından, etkin sınır üzerinde yalnızca portföyler yer alır, bu durumun tek istisnası en yüksek getiriye sahip olan portföyün tek bir menkul kıymetten oluşabilmesidir.

Menkul kıymetlerin aralarındaki korelasyon katsayısı -1'le + 1 arasında değiştiğinden (yalnızca getirileri arasında tam pozitif korelasyon bulunan menkul kıymetler risk ve getirinin doğrusal bileşimlerini oluşturabilirler); etkin sınır beklenen getiri eksenine dışbükeydir.



ŞEKİL : 17

Etkin sınır, borç alma ve vermenin dikkate alınmaması halinde beklenen getiri eksenine dış bükey bir eğridir. Ancak, borç alma ve verme olanakları analize dahil edilirse, yatırım fırsatlarının doğrusal bir seti, Sermaye Piyasası Doğrusu elde edilir.

Teorik olarak etkin sınır, sınırsız sayıdaki portföyün risk ve getiri uzayında işaretlenmesiyle elde edilir. Markowitz ise bu uzun ve gereksiz yöntemin yerine etkin sınır üzerindeki noktaları veren bir karesel programlama tekniği geliştirmiştir.

Karesel programlama algoritması belli sınırlamalar altında amaç fonksiyonunu minimumlaştırarak, portföy varyansını her getiri düzeyinde olabildiğince küçültmektedir. Portföy analizinde amaç fonksiyonu;

$$\text{Min, } Z_p = S_p^2 - \text{OER}_p = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \text{Cov}_{ij} - 0 \sum_{i=1}^N X_i \text{ER}_i$$

şu sınırlama altında tanımlanabilir;

$$\sum_{i=1}^N X_i = 1 \quad \text{ve} \quad X_i > 0 \quad (\text{bütün } i\text{'ler için})$$

Amaç fonksiyonu, yüksek getiri arzulayan ve riskten kaçınan bir portföy yöneticisinin amacını temsil etmekte, (-) katsayısı portföy yöneticisinin riskle getiriyi ikame etme arzusunu ifade etmektedir.

Karesel programlama algoritması (-) i 0'dan ∞'a kadar değiştirmekte ve her (-) değeri için portföyün varyansını minimumlaştırmakta, bunu yaparken etkin sınır üzerindeki köşe portföyler (Corner portfolios) risk-getiri uzayında izlenmektedir.

İlk köşe portföy en yüksek getiri ve riski taşıyan bir tek menkul kıymetten oluşur. Karesel programlama algoritması 2., 3. ve diğer köşe portföyleri hesaplayarak etkin sınır boyunca aşağıya doğru indikçe; bir önceki köşe portföye elde edilir. Bir sonraki köşe portföy bir öncekine göre daha küçük beklenen getiri ve risk taşır. İki köşe portföyün arasındaki etkin sınır köşe portföylerin doğrusal bir bileşimi olarak dikkate alınır.

Markowitz'in kovaryans modelinin uygulanmasındaki bir güçlük, modelin çok fazla sayıda girdiye gereksinme göstermesidir. N sayıda menkul kıymetten oluşan bir portföyde etkin sınırın çizilebilmesi için N sayıda beklenen getiri, N sayıda standard sapma ve $N(N-1)/2$ sayıda kovaryansın ve toplam $N(N+3)/2$ sayıda parametrenin hesaplanması gerekmektedir; bu sayı örneğin, 10 menkul kıymet içeren portföyde 65,20 menkul kıymet içeren portföyde 230 ve 50 menkul kıymet içeren portföyde ise 1.325 olmaktadır(178).

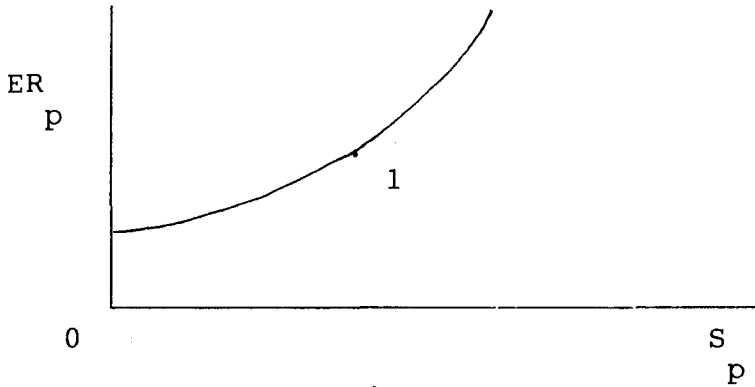
C - Yatırımcı Tercihleri

Esasen, yatırım analisti bir yatırımcı için en uygun portföyü seçemez, ancak bazı olasılıkları reddederek tüm etkin portföyleri belirleyebilir.

Tüketicinin öğrenmek zorunda olduğu piyasa fiyatlarına ve sabit gelirine bağlı olarak, sağlayacağı faydayı nasıl maksimize edeceğini burada, ordinal fayda görüşünün araçlarını oluşturan farksızlık eğrilerini incelemeye çalışacağız(179).

En uygun portföyün seçilebilmesi için ise yatırımcının tercihlerinin bilinmesi gereklidir: Fayda (U) kavramı, değişik tüketicilerin farklı istekleri olduğuna ve değişik şekillerde bireysel tatmin elde edilebildiğine dayanır. Tipik bir yatırımcının farksızlık eğrisi aşağıda gösterilmiştir:

Farksızlık Eğrisi



ŞEKİL : 18

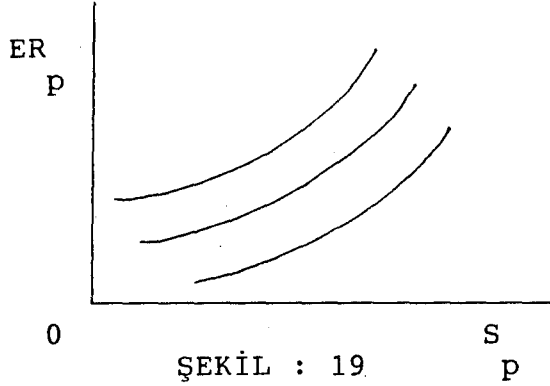
Bu farksızlık eğrisi, yatırımcının "1" portföyü ile arasında tercih yapamadığı (kayıtsız olduğu) diğer tüm portföyleri temsil etmektedir. Aynı yatırımcının değişik koşullardaki davranış

(178) KARAŞIN, sy.116.

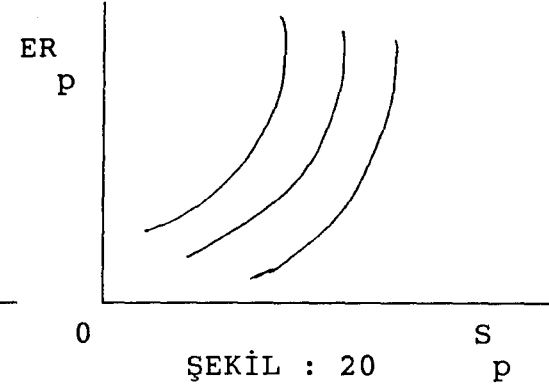
(179) BERBEROĞLU, Mikro Ekonomik ..., sy.104.

biçimi ise; yatırımcı ya değişik getiri-risk bileşimlerinde eşit tatmin (fayda) sağlayan noktaları birleştiren çok sayıda birbirine paralel farksızlık eğrileri ile belirlenebilir. Her yatırımcının fayda fonksiyonu ve dolayısıyla tüm farksızlık eğrilerini birleştiren farksızlık paftası (indifference map) birbirinden farklıdır.

Değişik Yatırımcıların Farksızlık Paftaları



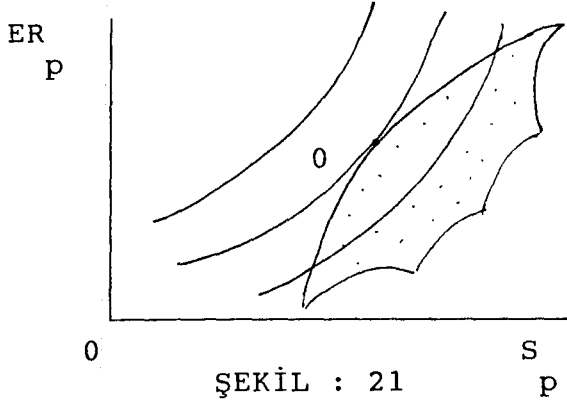
Risk - Alan Yatırımcı



Riskten Kaçınan Yatırımcı

Risk - Alan yatırımcı getirideki küçük bir artış için riskteki büyük bir artışa katlanabilmekte, Riskten - Kaçınan yatırımcı ise riskteki küçük bir artış için getiride büyük bir artış arzulamaktadır. Bir yatırımcı için en uygun portföy etkin sınırın farksızlık eğrisine teğet olduğu noktadadır.

En Uygun Portföy



Etkin sınır üzerindeki bütün noktaların etkin portföyleri ifade etmesine rağmen, yalnızca 0 noktasındaki portföy yatırımcıya en yüksek faydayı sağlamaktadır.

Sonuç olarak, analistin etkin sınırı belirlemesinden sonra, yatırımcının kendi tercihini yaparak, etkin sınır üzerinde bulunmak istediği noktayı seçeceği söylenecektir(180).

IV - TÜRKİYE`DE HİSSE SENETLERİNE YATIRIMIN VERİMLİLİĞİ

Özellikle siyasi ortamdaki belirsizliğin ekonomik belirsizliği de birlikte getirdiği ve bunun şirketlerin uzun ve orta vadeli planlarını etkilediği bilinen bir gerçektir.

Ülkemizdeki siyasi belirsizlik de ekonomik belirsizlik ile birleşince, şirketler açısından yatırımlar ve yeni anlaşmalar yapmak son derece riskli bir durum almaktadır.

Ülkemiz son on yıldır süregelen kronik bir enflasyona maruz kalmaktadır. Enflasyonun yüksekliği, şirketler açısından sermayelerinin küçülmesi ve yetersiz kalması sonucunu da birlikte getirmektedir. Her yıl Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan yeniden değerlendirme oranlarına uygun olarak şirketler bedelsiz sermaye artırımına gitmektedirler. Bedelsiz sermaye artırımı ile birlikte, ödenmiş sermayeleri yetersiz kalan şirketler bedelli sermaye artırımına da gitmektedirler. Bilindiği gibi bedelsiz sermaye artırımında şirket kasasına herhangi bir nakit giriş olmamaktadır. Bu nedenle bedelli sermaye artırımını şirketler açısından daha faydalı bir sermaye artırım şekli olmaktadır. Bu arada yeni teşvik politikalarının da yeni sermaye artırımlarını tazyik eder bir uygulama olduğunu belirtmekte yarar vardır.

Ülkemizde hisse senedi yatırımcıları açısından önemli bir konu da hisse senetlerinin fiyatlarının nasıl belirlendiğidir. Buna uygun olarak getiri karşılaştırmasından sonra yatırım kararı verilecektir. Bu sorunun cevabı "Borsa tarafından" olmalıdır. Ancak Ülkemizde borsada hisse senetleri fiyatlarının belirlendiğini söylemek mümkün değildir. Esasen fiyatlar borsa dışında belirlenmektedir.

Finans biliminde hisse senetlerinin fiyatını belirlemenin önemi ortadadır. Buna uygun olarak çeşitli teoriler ve yöntemler geliştirilmiştir.

Hisse senetlerinin değerini belirlemek için değişik görüşler de vardır. Bunlardan birini burada incelemek istiyoruz.

(180) KARAŞIN, sy.122.

Şirketlerin her yıl bir net kazançları oluyor. Gelecek yıllardaki "net kazanç"ların bugünkü değerini hesaplamak gerekmektedir. Hesaplanan bu değerlerin birbirine eklenmesi ile şirketin gerçek değerinin bulunabileceği savunulmaktadır. Buradan hareket ile şu sonuçlara ulaşılmaktadır;

- Hisse senetlerinin fiyatı nakit girdilerinin bugünkü değerine eşit olmalıdır.

Bu durumda borsada endeksin yükselmesi için aşağıdaki şartlardan en az birinin gerçekleşmesi gerektiği savunulmaktadır;

- Şirketlerin gelecek aylardaki gelirlerinde bir artış bekleniyor olmalıdır. Bu en kaba şekli ile büyüme hızında bir yükselme demektir.
- Faizlerin düşmesi, düştükten sonra da aynı kalması gerekmektedir. Faizler düşünce, ileride yatırımcının eline geçecek paranın bugünkü değeri aniden yükselmektedir. Bu, düşen faizlerin, Hazine bonolarının fiyatlarını artırması gibi düşünülebilir.
- Vergiler ile ilgili değişikliklerin yapılmasıdır. Şirketlere aniden bir vergi avantajı tanınırsa, gelecekteki kazançları yükselmektedir. Değerleri artmaktadır. Dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesi demektir.

Hisse senetlerin fiyatlarındaki muhtemel gelişmeleri değerlendirmek isteyen bir yatırımcı, yukarıdan sayılan unsurların varlığını araştırmak zorundadır(181).

Yatırımcı açısından en yüksek getiriyi sağlayan yatırım aracına yönelmek rasyonel bir davranış olmaktadır. Ancak ülkemizde zaman zaman en yüksek getirinin borsadan elde edildiği söylenmektedir. Bunun geçerli olup olmadığını test etmek için bu çalışmada diğer yatırım araçlarının getirileri ile tüketici fiyat endeksleri karşısında, inceleme devremizde seçilmiş şirketlerin yıllık getirileri ve uzun dönem getirileri karşılaştırılmıştır. (yıllık % değişiklikler olarak hesaplanmıştır ve tarafımızdan hazırlanmıştır. Dolar; Merkez Bankası döviz alış kurları üzerinden, altın; Cumhuriyet Altını olarak ve TÜFE'de ise 1989=100 olarak kabul edilmiştir).

(181) NEFTÇİ, Salih, "Fonlar ve BORSA", HÜRRİYET GAZETESİ, 17 Mayıs 1994, sy.8.

TABLO : 18

YILLAR İTİBARIYLA GETİRİLER

YILLAR	ARÇLK	BAĞFŞ	EBİRA	KORDS	SARKN	DOLAR	ALTIN	TÜFE
1989	693	404	828	421	960	28	25	63
1990	68	71	89	-17	19	27	24	60
1991	268	-12	227	94	132	73	52	66
1992	-18	-41	182	-51	-18	65	57	70
1993	395	904	172	295	384	67	140	66
TOPLAM	1406	1326	1498	742	1477	260	298	325
%	19800	4393	43892	1557	11515	675	788	1122

Yukarıda oluşturduğumuz tabloyu değerlendirdiğimizde şu sonuca ulaşıyoruz;

- Dolar ve altın'ın getirisi incelenen dönemde çok düşük düzeyde kalmıştır.
- TÜFE'ye göre 10 milyon TL.'lık bir yatırım kendisini koruyabilmesi için dönem sonunda en az 122 milyon TL.'lık bir meblağa ulaşması gerekmektedir.
- Dolar ve altın'ın getirisi enflasyonun altında kalmıştır.
- İncelenen dönemde düzeltilmiş fiyatlar ile çalışıldığında, seçilmiş beş şirketin getirisi Kordsa haricinde, TÜFE karşısında çok yüksek bir getiriye işaret etmektedir.

Bu çalışmanın amacına ulaştığı sonucunu yapılan tablodan da görmekteyiz. Uzun dönemde hisse senetlerine yatırım, alternatif yatırım araçları karşısında rakipsiz kalmaktadır.

S O N U Ç

Piyasada fiyatların arz ve talep tarafından belirlendiği genel kabul görmüş bir esastır. Sermaye piyasasının önemli kuruluşu İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda da hisse senetlerinin fiyatları ilk bakışta arz ve talep tarafından belirlenmektedir. Ancak inceleme derinleştirildiğinde, hisse senetlerinin fiyatlarının oluşumunu etkileyen bir çok faktörün bulunduğunu görüyoruz.

Türkiye'de hala gelişme sancuları çeken İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinin fiyatları, daha çok ekonomik, psikolojik ve siyasal faktörlerce belirlenmektedir. Diğer bir anlatımla finansal faktörler fazlaca etkili olamamaktadır. Hisse senetleri fiyatlarının sağlıklı bir şekilde dalgalanabilmesi için siyasi erk'in sermaye piyasasına doğrudan veya dolaylı müdahalelerde bulunmaması istenen bir beklenti olmaktadır.

Tasarruf sahipleri paralarını değerlendirmek amacıyla menkul kıymetlere yatırma yoluna gidebilirler. Böylece bir taraftan kar getiren emin bir yol bulunmuş, diğer taraftan ülkenin iktisadi büyüme ve kalkınmasında etkin ve yaygın bir rol oynama fırsatı ve imkanı elde edilmiş olur. Bu arada, kamu ve özel teşebbüslere yeni kaynaklar yaratılır. Sermaye piyasasına olan ihtiyaç bu ortamda kendini göstermektedir. Ancak yatırımların menkul kıymetlere kaymasının temini, sermaye piyasasının güvenli, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasına bağlıdır. Ayrıca menkul kıymet sahiplerinin korunmasının sağlanması, sermaye piyasasının denetimini de gerekli kılmaktadır.

Tüm olumsuzluklara rağmen, gelişmekte olan sermaye piyasamızda, uzun dönemde bilinçli seçilerek yatırım yapılan hisse senetlerinin getirisi, alternatif yatırım araçlarının getirisinden yüksek olacağı tezimizin, yaptığımız inceleme ve araştırmalardan ve verdiğimiz örnekten sonra geçerli olduğu sonucuna ulaştığımızı söyleyebiliyoruz.

Gelişmiş piyasa türlerine sahip olduğumuz günümüzde, piyasa türlerinin çok çeşitli kategoriler ile ayrıştığını görüyoruz. Ancak temel piyasa türleri mal(emtea) piyasaları, para piyasaları ve sermaye piyasaları olarak gelişimini sürdürmektedir. Genellikle arz ve talep, piyasada ortaya çıkacak fiyatı belirleyen iki temel etmendir.

Para piyasasında olduğu gibi sermaye piyasasının kaynakları da tasarruf sahiplerinin birikimleridir. Ülkemizde sermaye piyasasının en önemli ve yaygın araçları hisse senetleri ve tahvillerdir. Çalışmamızda hisse senedi ve tahvillerin tanımları ve türleri üzerinde ayrıntılı bir şekilde durulmuştur.

Bilindiği üzere sermaye piyasası uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasadır. Gelişmiş bir piyasa türü olan sermaye piyasasında işlem gören araçların fiyatlarının arz ve talep tarafından belirlendiğini söyleyebiliyoruz. Ancak ülkemizde hisse senetlerinin işlem gördüğü İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda hisse senetleri fiyatlarının sadece piyasadaki arz ve talep tarafından etkilenmediği, bu oluşuma bir çok faktörün etkili olduğunu görüyoruz.

Geniş anlamdaki sermaye piyasası kavramına para piyasası da dahil olmaktadır. Bu durumda gerek kredi arzı, gerekse kredi talebi para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir. Ülkemizde, para ve sermaye piyasasının içiçeliği aracı kurumlar ile bankalar arasında da sorunlara yol açmıştır. Bankaların sermaye piyasasındaki fiili ağırlığının temelinde yatan unsurlara bakıldığında ilk göze çarpan, bazı gelişmiş ülkelerde de gözlemediği gibi, bankaların mali piyasalardaki tarihsel üstünlükleridir. Ülkemizde ikinci piyasa işlemlerinin % 90'ı bankalar, % 10'u ise aracı kurumlar tarafından yapıldığı halde, hisse senedi alım satımındaki aracılığın % 27'si bankalar, % 73'ü ise aracı kurumlar tarafından yapılmaktadır. Böyle olduğu halde, bankaların sermaye piyasasında faaliyette bulunmaları beraberinde sorunları da getirmektedir.

Bankaların kendi esas faaliyet alanlarında işlem görmeleri, hisse senedi alım satım faaliyetlerini aracı kurumlara bırakmaları, sermaye piyasamızın sağlıklı gelişebilmesi için atılacak önemli bir adım olacaktır kanaatindeyiz.

Bu arada yaşanan olumsuz gelişmeler sonucunda, sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kurumların denetimi de zorunlu olmuştur. Özellikle 1994 yılında meydana gelen aracı kurum iflasları sonucunda, küçük ve orta ölçekli yatırımcılar mağdur edilmişlerdir. Bu olaylardan sonra aracı kurumların daha sıkı denetimi gündeme gelmiştir. Bizim çalışmamızda da aracı kurumların Sermaye Piyasası Kanunu yönünden denetimi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yönünden denetimi işlenmiş ve yapılan incelemeler sonucunda aracı kurumlar üzerindeki denetimin yeterli olmadığı ve yeterli şeffaflıkta olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle yeterli teminat göstermeden, piyasadan çok büyük meblağları toplayabilen aracı kurumlar üzerinde çok sıkı denetim yapılması gerekmektedir. Mevzuatta yeni düzenlemeler ile aracı kurumların yatıracakları teminatların yeterli düzeye yükseltilmesi sermaye piyasamızın daha sağlıklı gelişmesine katkıda bulunacaktır.

Sermaye piyasasının sağlıklı gelişebilmesi, piyasaya kurumsal yatırımcıların kazandırılabilmesine bağlıdır. Yalnızca spekülâtörlerin faaliyet gösterdiği bir borsanın sağlıklı olarak gelişebilmesi olanaksızdır. Özellikle küçük yatırımcılar açısından piyasaya kurumsal yatırımcıların kazandırılabilmesi büyük önem arz etmektedir. Ülkemizde bu konuda atılan adımlar yetersiz kalmaktadır. Bu konuda en önemli adım A tipi fonlar olmuştur. Borsa endeksinin hızla değer kaybettiği durumlarda A tipi fonlar yapısı gereği borsadan hisse senetleri alması gerekmektedir. Ancak 1994 yılı başlarında yaşanan büyük düşüşte A tipi fonların da bu işlevlerini yerine getirmediğine tanık olduk. Mevzuat gereği fon toplamının % 25'i hisse senetlerinden oluşmaktadır. Fonun toplam değeri çıkarılmış sermayesi ile ölçülmektedir. Kriz döneminde A tipi yatırım fonu katılma belgelerinin hızla fona geri dönmeleri ile sözkonusu % 25'lik hisse senedi oranının toplam değeri de hızla küçülmüştür. Dolayısıyla A tipi fon yöneticileri de portföylerine yeni hisse senetleri almak bir yana satışa geçmişlerdi.

A tipi fonları düzenleyen mevzuatın yeniden gözden geçirilmesinde sonsuz fayda olduğu görüşündeyiz.

Esasen, sermaye piyasasının gelişmesi için borsanın gelişmesi gereklidir. Sermaye piyasası birçok yatırım araçlarını içine alan karmaşık bir piyasadır. Ancak bir çok yatırım araçlarının borsa içinde yer almadığını görüyoruz. Borsada sadece hisse senedi alım satımı yapılmaktadır. Diğer işlemler ise sadece tescil işlemi şeklinde görülmektedir. Yatırımcının talep ettiği alternatif yatırım araçlarının da borsa içinde yer alması ve bunların da borsaya açılmasında yarar görmekteyiz.

Özelleştirme çalışmalarında borsa bir araç olarak kullanılacaksa, sözkonusu şirketlerin bilançolarında gereken şeffaflık ilkesine özen gösterilmesi sermaye piyasasının da gelişmesine katkıda bulunacaktır. Kısa dönem içinde yanlış uygulamalardan kaynaklanacak şekilde bu satışlardan devlet kar elde edebilse de, uzun dönemde borsaya olan güven sarsılacağından ekonomik kayıplar daha yüksek olacaktır.

Yaptığımız çalışmada özelleştirmenin borsa için önemi üzerinde durulmuştur. Özelleştirmeye olumlu ve olumsuz yaklaşımlar verilmeye çalışılmıştır. Bu arada gündemde olan bir konu olduğu için ülkemizde özelleştirmenin başarıya ulaşabilmesi koşulları incelenmeye çalışılmıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tanıtılmaya çalışılmış, İMKB'nin sorunları irdelenmiştir. Özellikle ELİT sisteminden kaynaklanan ve henüz yatırımcılar tarafından tam olarak anlaşılammış bazı yeni uygulamalar üzerinde durulmuştur. Sistemden kaynaklanan alıcı çokluğunun ve satıcı çokluğunun borsa yatırımcısı üzerindeki etkileri üzerinde durulmuştur. Küsürat işlemlerinin gerçekleştirilmesi sırasındaki eksiklikler incelenmeye çalışılmıştır. Elit sisteminden kaynaklanan olumsuzlukların giderilmesi sistemin sağlıklı işleyebilmesi açısından gereklidir. Bu arada bileşik endeksin hesaplanmasında hisse senetlerinin performansının hesaplanarak endekse dahil edilmesi yerine, borsada işlem görem bütün hisse senetlerinin ağırlıklı ortalamalarından hesaplanacak olan bileşik endeksin genel durumu daha rasyonel göstereceği kanaatimizi belirtmek isteriz.

Şirket değerlendirmesinde önemli bir konu da temel analiz yapılmasıdır. Yatırımcıların temel analiz konularını toplu bir şekilde görebilmesi için konular başlıklar halinde verilmeye çalışılmıştır. Temel analiz yanında hisse senedi alım satım zamanlaması için teknik analiz de önemlidir. Bu nedenle teknik analiz yöntemlerinden en çok kullanılanları ve bizim de güvendiğimiz analiz yöntemlerine yer verilmeye çalışılmıştır.

Türkiye'de hisse senetlerine yatırım ayrı bir konu olarak incelenmeye çalışılmıştır. Bu arada İMKB'da küçük yatırımcılar açısından önemli gördüğümüz spekülörlerin uyguladığı bazı yöntemler hakkında bilgiler verilmeye çalışılmıştır.

Son bölümde ise, portföy yönetimi teknikleri verilmeye çalışılmış ve bu tekniklerin ışığında tarafımızdan seçilen beş hisse senedine yatırım yıllar itibarıyla incelenmiştir.

Türkiye'de orta ve uzun dönemde bilinçli bir tercih ile hisse senetlerine yatırım yapıldığında, sözkonusu yatırım verimli bulunmuştur. Düzeltilmiş fiyatlar kullanılarak yapılan incelemeler sonucunda beş yıl sonra seçilen hisse senetleri portföyü getirisi alternatif diğer yatırım araçlarının getirisinden yüksek bulunmuştur.

Sonuç olarak önerilerimizi de şu başlıklar altında toplayabiliriz:

- Hisse senetlerinin hamiline değil, nama yazılı olması gerekmektedir. Bu uygulamanın yararı kimlerin ne kadar hisse senedi alım satım yaptığıının bilinmesi yanında, sahte hisse senedi olaylarının da ortadan kalkmasını getirecektir.
- Takas merkezinin işlevlerinin artırılması ve hisse senetlerinin fiziki dolaşımının ortadan kaldırılması gelişmiş bir sermaye piyasasına kavuşmanın temel yollarından birisi olduğu kanaatindeyiz.
- İMKB sigorta şemsiyesi altında, müşteri adına alım satımın, müşteri adı ve kod no.su ile yapılması özellikle küçük yatırımcılar için son derece önemlidir. Bu konunun hayata geçirilmesi yararlı olacaktır.
- Elit sisteminden kaynaklanan sorunların giderilmesi küçük yatırımcılar açısından son derece önemlidir.
- Küsürat emirlerinde fiyat bildirilmesi yatırımcıların yararına olacaktır.
- İMKB Bileşik Endeksinin hesaplanması yöntemi yeniden gözden geçirilmeli ve gerçekçi, kalıcı bir yöntemin bulunması sağlıklı bir borsa yolunda atılmış adımlar olacaktır kanaatindeyiz.

Unutmamak gerekir ki; sağlıklı bir borsa, sağlıklı bir ekonominin ilk işaretidir.

E K L E R

- EK. : 1 : Halka Arz Örneği.
- EK. : 2 : ARÇELİK A.Ş. Hakkında Temel Bilgiler.
- EK. : 3 : ARÇELİK A.Ş.'nin 1989-1993 Yılları Arası Bilanço ve Gelir Tabloları.
- EK. : 4 : Şirketlere Ait Finansal Oranlar.
- EK. : 5 : BAĞFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş. Hakkında Temel Bilgiler.
- EK. : 6 : BAĞFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.'nin 1989-1993 Yılları Arası Bilanço ve Gelir Tabloları.
- EK. : 7 : EGE BİRACILIK VE MALT SANAYİ A.Ş. Hakkında Temel Bilgiler.
- EK. : 8 : EGE BİRACILIK VE MALT SANAYİ A.Ş.'nin 1989-1993 Yılları Arası Bilanço ve Gelir Tabloları.
- EK. : 9 : KORDSA KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. Hakkında Temel Bilgiler.
- EK. : 10 : KORDSA KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.'nin 1989-1993 Yılları Arası Bilanço ve Gelir Tabloları.
- EK. : 11 : SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş. Hakkında Temel Bilgiler.
- EK. : 12 : SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.'nin 1989-1993 Yılları Arası Bilanço ve Gelir Tabloları.

Y A R A R L A N I L A N K A Y N A K L A R

KİTAPLAR

- AKGÜÇ, Öztin, : Finansal Yönetim, İstanbul 1976.
- " " : Finansal Yönetim, Ankara 1979.
- ALKİN, Erdoğan, : Gelir ve Büyüme Teorisi, İstanbul 1981.
- ALTINTAŞ, Berra, : KİT'lerin Özelleştirilmesi ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasasına Etkileri, Ankara 1988.
- BAKIRHAN, Cafer, : Portföy Yönetimi, İstanbul 1991.
- BATUMLU, Ragıp, : Osmanlı Dönemi Borsa ve Mali Sistemi, BORSA TARİHİ ARAŞTIRMALARI (2), İstanbul 1990.
- BERBEROĞLU, C.Necat, : Genel Ekonomi-II, Eskişehir 1990.
- " " : Makro Ekonomik Analiz, Eskişehir 1986.
- " " : Mikro Ekonomik Analiz, Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yay.No:60, Eskişehir 1980.
- " " : Sanayi Öncelikli Ekonomik Gelişmede Türkiye Tarımının Finansmanı ve Tarımsal Kredi Uygulaması, E*TİA Yay.No:235/156, Eskişehir 1981.
- BUĞRA, Ayşe, : İktisatçılar ve İnsanlar, İstanbul 1989.

- MANİSALI, Erol, : Gelişme Ekonomisi, İstanbul 1978.
- MERGEN, Ahmet, : Grafiklerle Borsa Teknik Analiz, İstanbul 1992.
- OLUÇ, Mehmet, : İşletme Organizasyonu ve Yönetimi, İstanbul 1978.
- ÖZMEN, Selahattin, : Türkiye'de ve Dünya'da KİT'lerin Özelleştirilmesi, İstanbul 1987.
- RODOPLU, Gültekin, : Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri, İstanbul 1983.
- SARCAN, Mustafa, : Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, İzmir 1987.
- SARIKAMIŞ, Cevat, : Sermaye Pazarları, İstanbul 1980.
- SAYAR, A.Güner, : Osmanlı İktisat Düşüncesinin Çağdaşlaşması, İstanbul 1986.
- SEZGİN, Orhan, : Çağdaş İktisadi Düşüncenin Gelişimi, İstanbul 1988.
- TECER, Meral, : Tahvil Yatırımlarının Yönetimi, Ankara 1989.
- " " : İşletmelerde Sermaye Maliyeti, Ankara 1980.
- TENKER, Nejat, : Şirketlerin Halka Açılmasında Finansal Tabloların ve Dış Denetimlerin Önemi, Ankara 1982.
- TOLUN, Osman, : Banka ve Borsa Hukuku, Ankara.
- TURANBOY, Asuman, : İnsider Muameleleri, Ankara 1988.
- TÜRK, İsmail, : Maliye Politikası, Ankara 1985.
- ÜLKEN, Yüksel, : Fiyat Teorisi, İstanbul 1984.
- ÜNAL, O.Kürşat, : Menkul Kıymetler, Ankara 1988.
- YASAMAN, Hamdi, : Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul 1982.

MAKALELER

- AKAN, Mustafa,
BÜKTEL, Oğuz, : "Tek Endeks Modeli ile Optimal Portföy Seçimi", FİNANS DÜNYASI DERGİSİ, Kasım 1990, sy.58.
- ATUK, Bülent, : "Türkiye'de Tahvil Piyasası", BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Temmuz 1974, sy.34.
- BERBEROĞLU, C.Necat,
ARSLAN, Sadık,
AFŞAR, Muharrem, : "Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye'de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi", EAÜİİBFD, C.X, S.1-2, sy.3.
- FERTEKLİGİL, Azmi, : "İMKB'nin Yeni Aracılık Düzeni", PARA VE SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, Y.7, S.82, Aralık 1985, sy.47.
- KARSLI, Muharrem, : "Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları", PARA VE SERMAYE DERGİSİ, Eylül 1986, sy.38.
- NEFTÇİ, Salih, : "Fonlar ve Borsa", HÜRRİYET GAZETESİ, 17 Mayıs 1994, sy.8.
- SEYHUN, T.Haluk, : "Sermaye Piyasası, Bankalar ve Aracı Kurumlar", PARA VE SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, S.121, Mart 1989, sy.23.
- TEKİNALP, Ünal, : "Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Menkul Kıymetleri Halka Arzolan Anonim Ortaklık ile Hisse Senetleri Halka Arzolan Anonim Ortaklık Farklılığı ve Sonuçları", İKTİSAT VE MALİYE DERGİSİ, Ekim 1981, C.28, S.7, sy.301.
- TÜRK, İsmail, : "Aracı Kurumların Durumu", PARA VE SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, S.121, Mart 1989, sy.7.
- TÜSİAD : "İstikrarlı Kalkınma ve Yeniden Sanayileşme İçin Ekonomik Çözümler", İstanbul Temmuz 1989, sy.50.
- ULUSAN, Aydın, : "Sağlıklı Borsa İçin Spekülatör Şart", MİLLİYET GAZETESİ PARA PİYASASI EKİ, Haziran 1990, sy.14.

UMAN, Nuri,

- : "Gelir Ortaklığı Senetleri", RAPOR GAZETESİ.
-
- : AKBANK DAHİLİ YAYINI.
-
- : SERMAYE PİYASASI VE BORSA TEMEL BİLGİLER KILAVUZU, İMKB Eğitim Yay.No:1, İstanbul Ekim 1994, sy.1.
-
- : "VDMK", BANKACILAR DERGİSİ, S.10, sy.62.
-
- : "Türkiye 1994 Yılı", EKONOMİST, 23.1.1994, sy.134.
-
- : CUMHURİYET GAZETESİ EKONOMİ SAYFASI, 22.7.1994.
-
- : "Endeksi Taşıyan Hisseler", CAPİTAL, Yıl.2, S.1, Ocak 1994, sy.166.
-
- : "Gökten Aracı Kurum Yağıyor", KAPİTAL, Kasım 1990, sy.14.
-
- : "Teknik Analiz Ne Fayda Sağlar", TREND BORSA DİZİSİ, 31 Ekim 1993, sy.9.
-
- : "Almanya'da Borsa İçinden Bilgi Sızdırmak Artık Suç", DÜNYA GAZETESİ, 5 Kasım 1993, sy.11.
-
- : "Mafya Ekonomisi 138 Trilyon", SABAH GAZETESİ, 3 Kasım 1994, sy.9.
-
- : "Sünerbank'a 3 Trilyonluk Teklif", CUMHURİYET GAZETESİ, 22 Kasım 1994, sy.7.
-
- : "Sermaye Piyasası, Ekonomik Kalkınma", CUMHURİYET GAZETESİ, 7.7.1994, sy.2.
-
- : "Kriz Masası, Likidite Yönetimi, Borsa ve İstikrara Ağırlık Verdi", DÜNYA GAZETESİ, 1.2.1994, sy.12.
-
- : "Metaş Yatırımcısı Aldatıldı", EKONOMİK PANAROMA, 13.5.1990, sy.63.
-
- : "Ekonomiyle Beraber Borsa da Çöktü", MİLLİYET GAZETESİ, 10.2.1994, sy.7.

TEBLİĞLER

- AYTAÇ, Zühtü, : "Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları" Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi Semineri'ne sunulan tebliğ, İstanbul 1984, sy.3.
- KARAHAN, Hakan, : "Menkul Kıymetler Borsasının Türk Ekonomisindeki Yeri" Seminerine sunulan tebliğ, İstanbul 1982, sy.20.
- POROY, Reha, : "Türkiye'de Sermaye Piyasası Alanındaki Gelişmelerin Hukuki Veçheleri", Vergi Dışı Kaynakların Mobilizasyonu Seminerine sunulan bildiri, İstanbul 1971, sy.138.
- TUNCER, Selahattin, : "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu", Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi Seminerine sunulan tebliğ, İstanbul 1984, sy.6.
- ULUSOY, Yılmaz, : "Hisse Senetleri", 20-21 Nisan 1984 tarihli Sermaye Piyasası seminerine sunulan tebliğ, İstanbul 1984.

KANUNLAR

Sermaye Piyasası Kanunu.

Türk Ticaret Kanunu.

6.10.1983 tarihli Kanun Hükmünde Kararname/91 Sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkındaki KHK.

16.5.1929 tarih ve 1447 Sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası Kanunu.

1211 Sayılı Merkez Bankası Kanunu.

RESMİ GAZETELER

18.10.1987 tarih ve 19668 sayılı.

13.12.1987 tarih ve 19663 sayılı.

14.7.1992 tarih Seri III No.lu.

1.7.1987 tarih sayılı.

DiğER

DPT Ekonomik İstikrar Tedbirleri-3, Nisan 1982, sy.78.

TOBB, Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesi İçin Tedbirler,
Ankara 1964.



GENEL MÜDÜRLÜK
YATIRIM BANKACILIĞI GENEL MÜDÜR YARDIMCILIĞI

İstanbul, 09.02.1994
Ref: 4-64-00051

Konu: Özsermaye finansmanı

Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Adana

Adana şubemiz pazarlama birimi yoluyla değerli firmanızın özsermaye finansmanı arayışı içinde olduğunu öğrenmiş bulunmaktayız.

1989 yılından bu yana yatırım bankacılığıyla ilgili tüm hususlarda faaliyet gösteren bölümümüz arayış içinde bulunduğunuz bu konuda sizlere yardımcı olmaktan memnun olacaktır.

Halen, gelişmekte olan ülkelerde özsermaye finansmanı yoluyla yatırım amacını güden yurt dışından yatırımcılar ile ilişkimiz bulunmaktadır. Bu yabancı yatırımcılar özsermaye finansmanı konusunda iki türlü yatırım yapma olasılığı üstünde durmaktadırlar.

- (1) Halka arz yoluyla satılan hisse senetlerinden satın almak,
- (2) Halka arz öncesi, firmadan belli bir oranda hisse alarak pasif yatırımcı konumunda bir süre beklemek, daha sonra halka arza gitmek.

Her iki seçenekte de yatırımcılar için birkaç aylık bir ön değerlendirme çalışmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

Öncelikle bu aşamada firmanızı tanıtıcı ve ekte bir örneği verilen profil kendilerine gönderilmiş ve öngörüş beklenmektedir.



IMPEXBANK
TÜRKİYE İTHALAT VE İHRACAT BANKASI A.Ş.
IMPORT-EXPORT BANK OF TURKEY

Olumlu görüş gelmesi durumunda firmanın değerinin saptanması amacıyla detaylı çalışmalara birlikte başlanacaktır. Ancak bir ön gösterge olmak üzere firmanın defter değeri ve İMKB temel verileri ve firma karlılığı gözönünde bulundurularak 1993 sonu itibariyle 4000-5000 TL civarında bir birim hisse fiyatının oluşabileceği görülmektedir.

Ancak bu fiyat aralığı yukarıda da söylendiği gibi çok pratik şekilde yapılan fiyatlamayla oluşturulmuş ve firmanın 1993 yılındaki performansına dayandırılmaktadır. Detaylı bir analizde firmanın gelecekteki faaliyetlerinin projeksiyonu yoluyla bu fiyat aralığının da doğrulanması gerekmektedir.

Sonuç olarak yabancı yatırımcılarımızdan gelecek bilgi akışına istinaden 1-2 hafta içinde istenen özsermaye finansmanına ve metoduna beraber karar verme aşamasına gelebileceğimizi tahmin etmekteyiz. Şu anda içinde bulunduğumuz genel ekonomik konjektörün dalgalı bir seyir izlemesi de bu tip bir bekleme için daha da uygun hale getirmektedir.

Konuyu bilgilerinize arz ederiz.

Saygılarımızla,

IMPEXBANK
Türkiye İthalat ve İhracat Bankası A.Ş.
Genel Müdürlük

Mert Akcanbaş
Genel Müdür Yardımcısı

Cihat Takunyacı
Müdür

COMPANY PROFILE:

Sanayi ve Ticaret A.Ş.

- * Established in 1975.
- * Member of Group having over 40 companies engaged in various fields of activities.
- * Leading manufacturer of and in industry.
- * Production facilities are located in Adana-Turkey (Mediterranean region) on a 103,000 sq. mt. land included 12,000 sq. mt. closed area.

Capital

- * TL 10,660 mm paid-in capital (networth at the end of 1993 TL 21,340 mm).
- * Main shareholders;

-	Holding A.Ş.		%51.6
-		A.Ş.	%35.9
-		A.Ş.	% 5.7
-		A.Ş.	% 4.6
-	Others		% 2.2

Production

- * Capacity of 12,000 tons/year.
- * Production of special requirements and normal with technical standards (TSEK, DIN, SAE, ANSI, JIS, etc.).
- * Mainly serves automotive industry, heavy construction equipment assemblers, power transmission tower assemblers, agricultural machinery producers, and various other industries.
- * Cold or hot forming or machinery technologies and zinc plated by hot dipping, zinc, phosphate, cadmium plated by electrolysis.

* Equipments;

-	Cold bolt presses	11
-	Cold nut presses	5
-	Hot nut presses	2
-	Nut tapping machines	10

* Three heat treatment and annealing furnaces of 1400 kg/h capacity each.

* Control of all production phases.

* 3000 sq. mt. of storage capacity.

* Products in compliance with ISO, DIN, AFNOR, ANSI, etc. creating increasing demand from especially European distributors.

Sales

(ton)

	<u>Domestic</u>	<u>Export</u>	<u>Total</u>
1991	6,880	1,490	8,370
1992	6,660	2,290	8,950
1993	7,820	1,820	9,100

* Leader in domestic market.

* Foreign trade balance (in USD)

	<u>Exports (Product)</u>	<u>Imports (Raw Material)</u>
1991	2,406,000	2,500,000
1992	3,162,000	2,600,000
1993	2,380,000	2,780,000

Strategic and Financial Analysis

Strategic

- * Appreciably higher profit margins.
- * High marketing capability due to the production of the essential elements of the whole industries.
- * Advantage to be a part of the construction industry based group.
- * Increasing rate of the export sales in total sales volume.

Financial

- * Heavily utilizes Eximbank-funds for short-term financing requirements.
- * Loss in 1992 was due to the heavy financial expenses of short-term bank loans used in paying workers' severance payments during personnel cut-off in 1992.
- * In 1993, reasonable pricing policies had a good impact on overcoming high financial expenses.

✱ Finansbank

SANAYİ ve TİCARET A.Ş.

HALKA ARZ ARACILIK TEKLİFİ

16 Şubat 1994

İÇİNDEKİLER

A. Yatırım Bankacılığı Bölümü

Sermaye Piyasaları

Uluslararası Sermaye Piyasaları

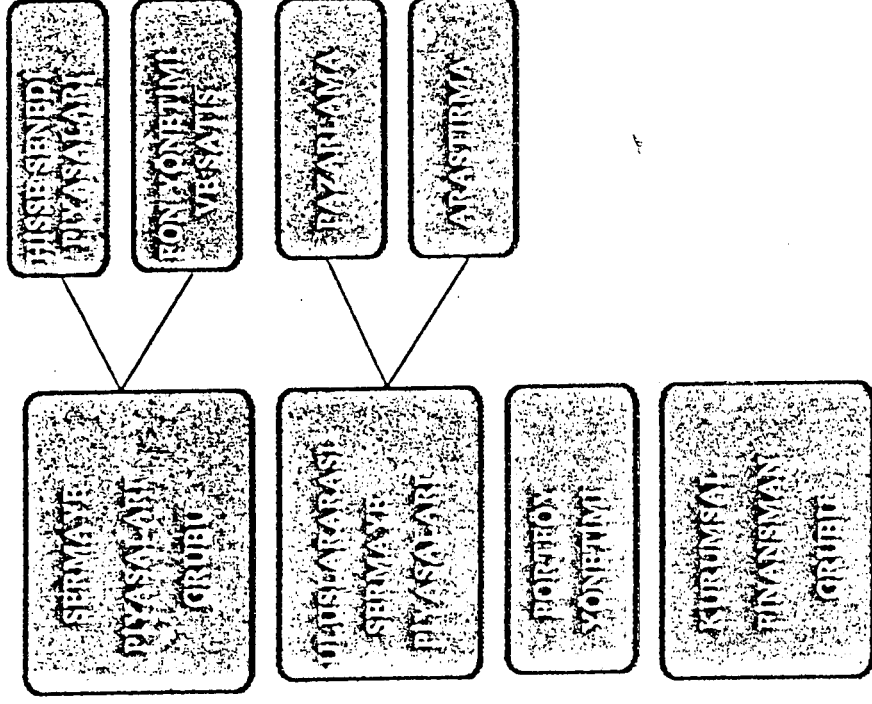
Portföy Yönetimi

Kurumsal Finansman

B. Halka Arz

C. Halka Arz: Case Study

A. YATIRIM BANKACILIĞI BÖLÜMÜ



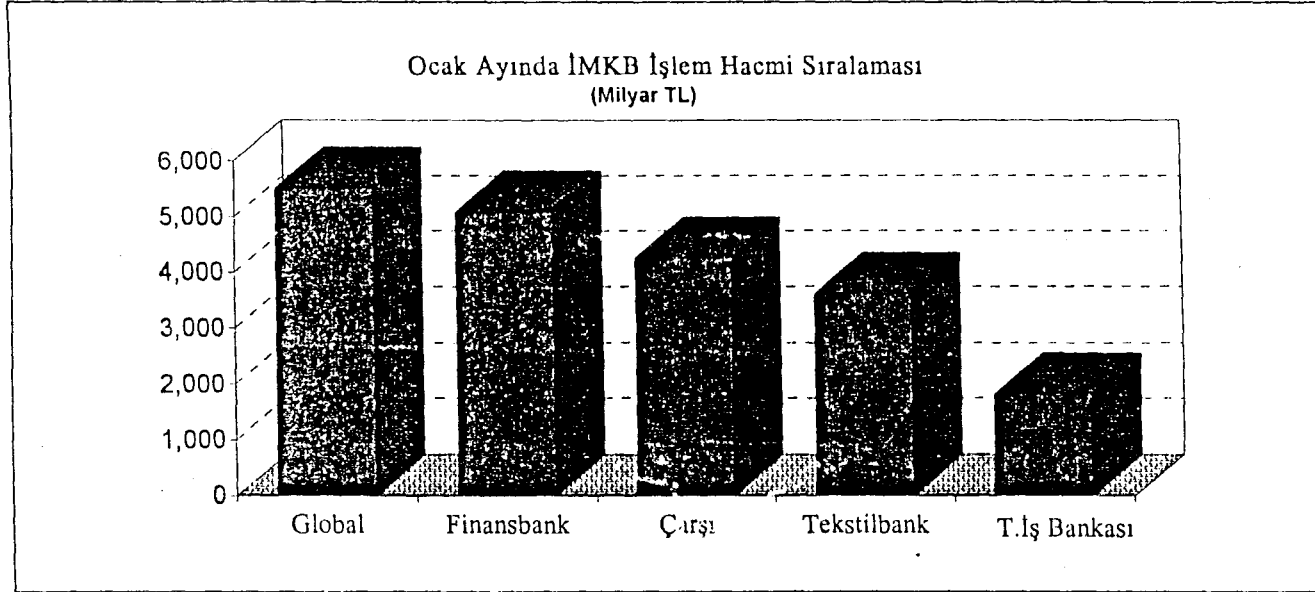
Sermaye Piyasaları Grubu

- Hisse Senedi Piyasaları
- Yatırım Fonları Yönetimi ve Satışı

 Finansbank

Hisse Senedi Piyasaları

- Yurt İçi Hisse Senedi İşlemleri Birimi, bireysel ve kurumsal yatırımcılara İMBK'de aracılık hizmeti vermektedir.
- Finansbank, 1993 yılında, İMBK'de işlem hacminde, tüm aracı kurumlar arasında ilk 5 arasında yer almış ve gerçekleştirmiş olduğu 13 Trilyon TL'lık işlem hacmi ile %2.6'lık bir pazar payına ulaşmıştır. Bankamız, 1994 yılında pazar payını %3.5'e yükseltmeyi hedeflemektedir.



Yatırım Fonları Yönetimi ve Satışı

- Grup, kurumsal yatırımcılara hizmet sunmaktadır.
- Grup halen, üçü A-Tipi olmak kaydıyla, beş adet yatırım fonu yönetmektedir. Ayrıca, Türkiye' deki ilk sigorta şirketi yatırım fonu, Finansbank tarafından yönetilmektedir.
- Banka, 1993 yıl sonu itibariyle, 65 milyon doları A-Tipi yatırım fonlarında olmak üzere, 75 milyon dolarlık bir yatırım fonu portföyünün yönetim ve satışını yapmaktadır.

Uluslararası Sermaye Piyasaları Grubu (ICM)

ICM yabancı kurumsal yatırımcılara hem İMKB'deki işlemleri için aracılık eder, hem de onlara komple araştırma hizmetleri sunar.

- *Finansbank, 1993'de "Extel Survey of Investment Analysts"de araştırma alanında bankalar arasında 1 Numara seçilmiştir.*
- *Araştırma Grubu, 90'ın üzerindeki uluslararası müşterilerine derinlemesine ekonomi, piyasa, sektör ve şirket araştırması sunar.*
- *Araştırma Analizcileri çalışmalarını 100 şirket üzerinde yoğunlaştırmışlardır. Bu Grup İMKB'deki en iyi 50 şirket hakkında hisse senedi analizleri yapmaktadırlar.*
- *Hisse Senedi İşlemleri Bölümü, gelişen piyasalar fon yöneticilerinden belli başlı uluslararası aracı kurumlar ve portföy yöneticilerine kadar uzanan geniş bir müşteri bazına sahiptir.*
- *ICM, Bankanın toplam hisse senedi işlem hacminin %25'ini gerçekleştirir ve aylık işlem hacmi yaklaşık 40 milyon dolardır.*

Portföy Yönetimi

- Grup, bireysel yatırımcılara (HNWI) hizmet vermektedir ve yaklaşık 80 milyon dolar tutarında bir portföy yönetmektedir.
- Bu toplamın 25 milyon doları hisse senetlerine yatırılmıştır.
- Yönetilen portföy hisse senetleri, tahviller, yatırım fonları ve dövizden oluşmaktadır.

Kurumsal Finansman Grubu

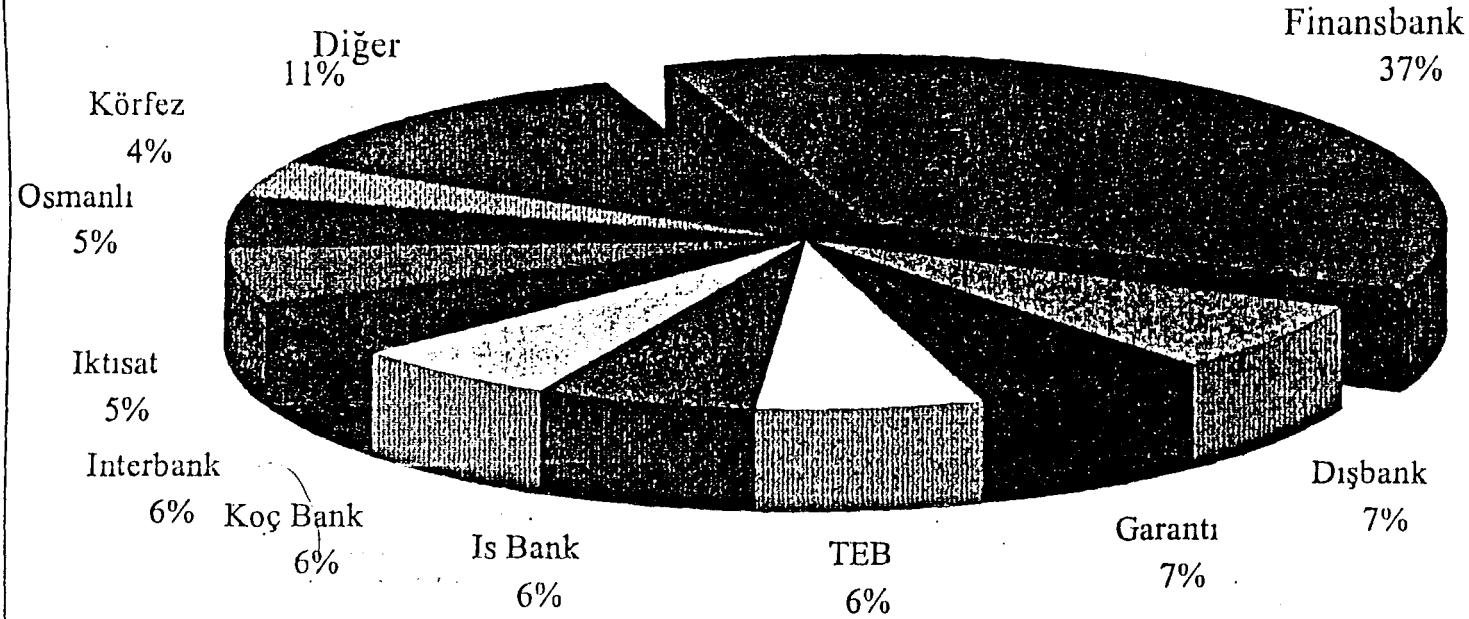
Kurumsal Finansman Grubu, Halka Arz, Özelleştirme, Şirket ve Borç Yeniden Yapılandırması, Proje Finansmanı ve M&A alanlarında hizmet vermektedir.

- Finansbank İMKB'de Halka Arzlarda lider konumundadır.
- Banka, bugüne kadar değeri 1 milyar doları aşmış 13 Halka Arza katılmıştır.
- Belli başlı Halka Arzlar Çimento (Çimento), Ege Seramik (Seramik), Turcas (Petrol), Alarko Sanayi (Üretim), Finans Leasing, Aktif Finans Factoring (Finansal Hizmetler) ve İhlas Holding'i içermektedir.
- Finansbank Kamu Ortaklığı İdaresi'ne içlerinde THY, Migros ve Konya Çimento'nun da bulunduğu 14 şirketin özelleştirilme çalışmalarında danışmanlık hizmeti vermiştir.
- Finansbank bir Türk şirketinin ilk defa gerçekleştirilecek olan GDR arzını üstlenmiştir. Tofaş Türk Otomobil Fabrikası AŞ.

Kurumsal Finansman Grubu

➤ Halka Açılmalarda Lider *

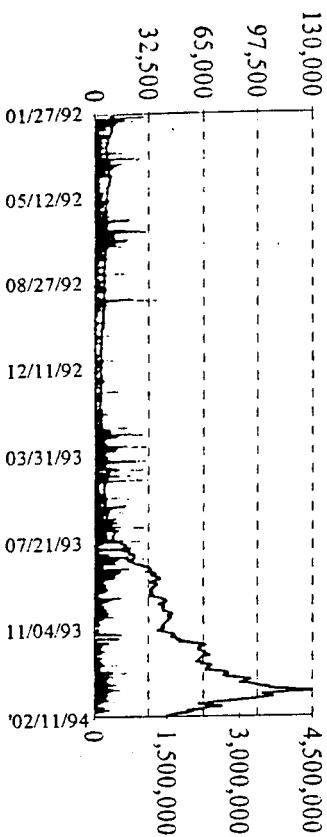
Dolar Bazında Halka Arzlarda Toplam Hacim (1990-1993)



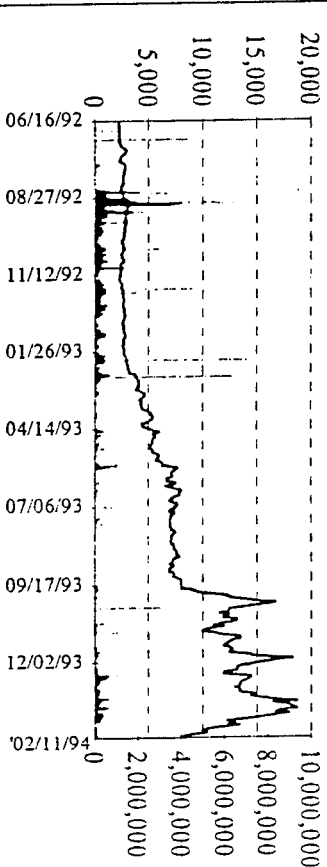
* İştirakler hariç

Kurumsal Finansman Grubu

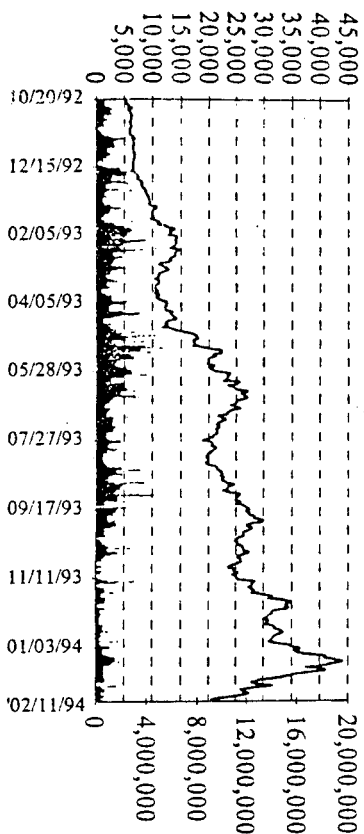
ALARKO SANAYI



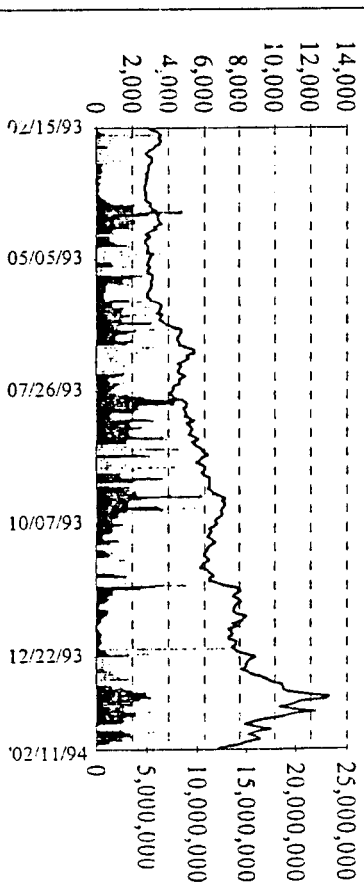
TURCAS



CIMENTAS



EGE SERAMIK



Özelleştirmeler

- Finansbank, aktif olarak yürütmüş olduğu 14 özelleştirme projesiyle, KOİ'ye bu konuda danışmanlık hizmeti veren kuruluşların başında gelmektedir.

1993
TOFAŞ

1991
Toros Gübre

1992
SEK
Bartın Çimento
Çorum Çimento
Sekerbank
Polinas
Teletas

1990
THY
Testas
Konya Çimento
Migros

1989
Fruko İlamak
Aroma

Finansbank'ın 1993 İMKB Performansı

Finansbank 1993 yılında Sermaye Piyasasında hizmet veren 64 banka ve 112 aracı kurumun aday olduğu 7 dalda İMKB ödüllerinden 5 tanesini almıştır.

- Hisse senedi halka arz işlemlerinde **ikincilik**
- Hisse senedi işlemlerinde **beşincilik**
- Toplam hisse senedi işlemlerinde (özel emirler dahil) **altıncılık**
- Borsa içi tahvil ve bono işlemlerinde **sekizincilik**
- Borsa içi repo işlemlerinde **onunculuk**

B. HALKA ARZ

HALKA AÇILMANIN AVANTAJLARI:

- Kurumsallaşma
- Vergi avantajı
- Ucuz finansman kaynağı
- Ortaklara likidite imkanı

➤ *Halka Arzda Etkin Faktörler*

➤ *Temel Faktörler*

➤ *Stratejik Faktörler*

Temel Faktörler

- Sağlam bir mali yapı
- Sağlam bir pazar payı
- Profesyonel bir yönetim
- Bağımsız dış denetim
- Kamuoyunda güçlü bir imaj
- Şirketin sektördeki konumu
- Sektörün büyüme trendi

- Zamanlama
- Fiyatlama
- Pazarlama ve Satış
- Halka arz sonrası verilen hizmetler

Halka Arz,

- ✓ İMKB endeksinin çıkış trendinde,
- ✓ İMKB işlem hacminin (likiditenin) yüksek ve
- ✓ Ön piyasa araştırmasının olumlu

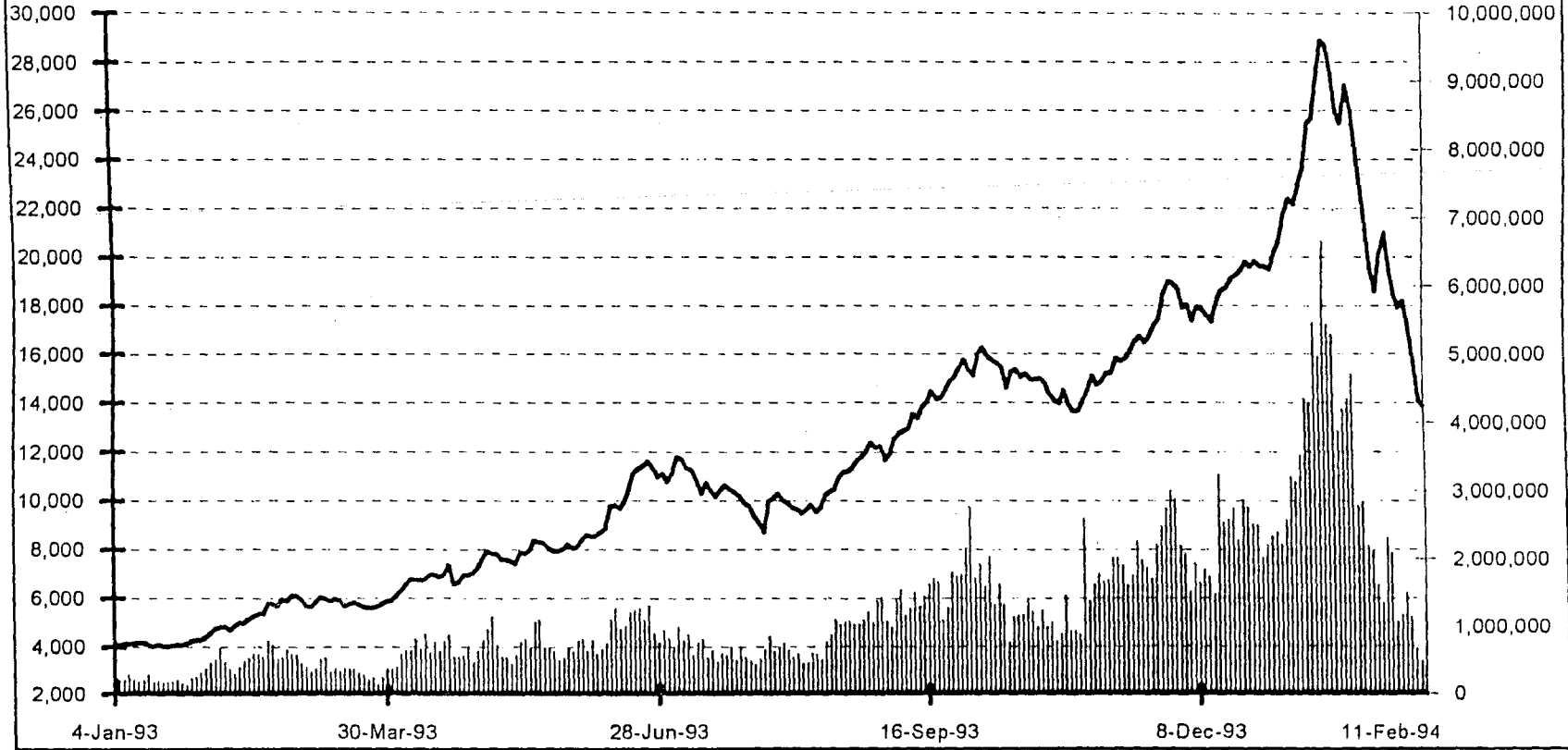
olduğu bir dönemde gerçekleşmelidir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

	1986	1990	1991	1992	1993
İşlem Gören Şirketler	80	110	134	145	160
Üye Sayısı	47	116	165	172	174
Piyasa Değeri (US\$ M)	1,000	21,200	19,000	12,300	37,000
Ort. Gün. İşlem Hacmi (US\$ M)	0.05	24.00	35.00	35.00	88.00
Endeks	170	3,255	4,369	4,004	20,682

BİLEŞİK ENDEKS & İŞLEM HACMI (1993 - 11 ŞUBAT 1994)

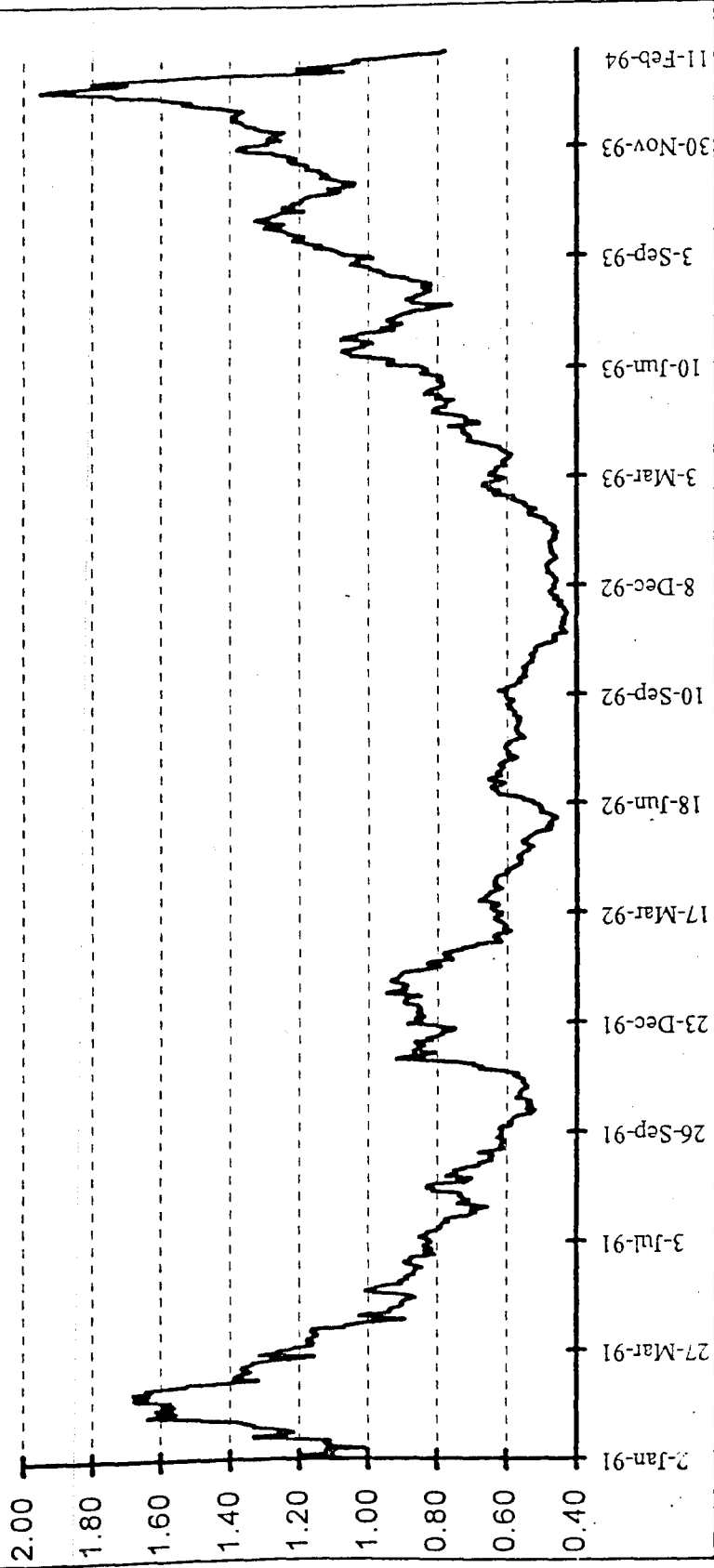
TL Million



***Finansbank**

İMKB Performansı

1991 den Günümüze Bileşik Endeks (USD)
(2/1/1991 = 1.00)



✳ Finansbank

- Hisse senedinin orta ve uzun vadeli yatırımcılara cazip gelebilmesi için, halka arz fiyatının iskonto edilmiş nakit akımı analizi sonucu çıkan değerden yüksek olmaması lazımdır. Genellikle halka arz fiyatı, bu değer %10-15 altında tutulmaktadır.
- Hisse senedinin kısa vadeli yatırımcılar ve spekülâtorlere cazip gelebilmesi için ise, halka arzdeki Fiyat/Kazanç (F/K) oranı sektör ortalamasının üzerinde olmamalıdır. Ancak, Türkiye'deki yatırımcıların, sektör ortalaması yüksek olsa dahi, halka arz edilen hisseler için İMKB F/K ortalamasının üzerinde bir fiyat ödemedikleri gözlemlenmektedir. Bu nedenle, sektör F/K ortalamasının, İMKB F/K ortalamasından yüksek olduğu durumlarda, fiyatlama İMKB F/K oranı göz önünde bulundurulmalıdır.

Sektör ve Borsa
Verilerinin
Analizi

İskonto Edilmiş
Nakit Akımları
Analizi

Hisse Senedi
Fiyat Aralığının
Belirlenmesi

Finansbank

Pazarlama ve Satış

- Satış Stratejisi
- Satış Konsorsiyumu
- Satış Yöntemleri
- Pazarlama ve Roadshow

Halka Arz Satış Yöntemleri

A-) Sabit Fiyatla Talep Toplama:

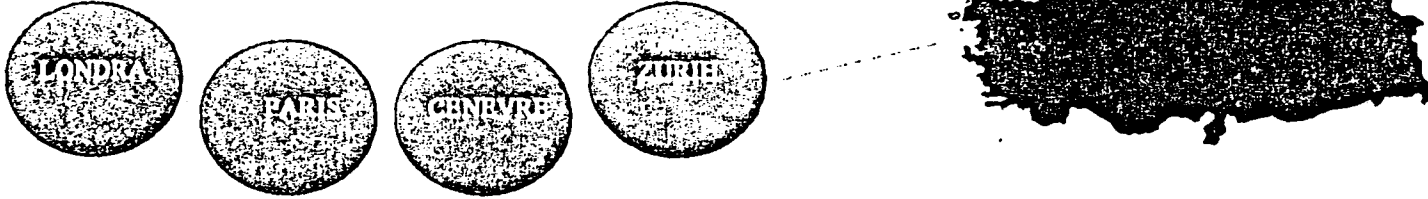
- Yaygın Dağılım
- Küçük yatırımcıya öncelik tanıma
- Şirket çalışanlarına, grup personeline ya da bayilere tahsisle satış imkanı

B-) Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama:

- Satacak ortağın eline geçecek ya da Şirket bünyesine girecek satış tutarının artırılması imkanı
- Dengeli bir dağılım olmama ihtimali
(İhraçcının azami limit koyma yoluyla miktara sınırlandırma getirmesi mümkündür.)

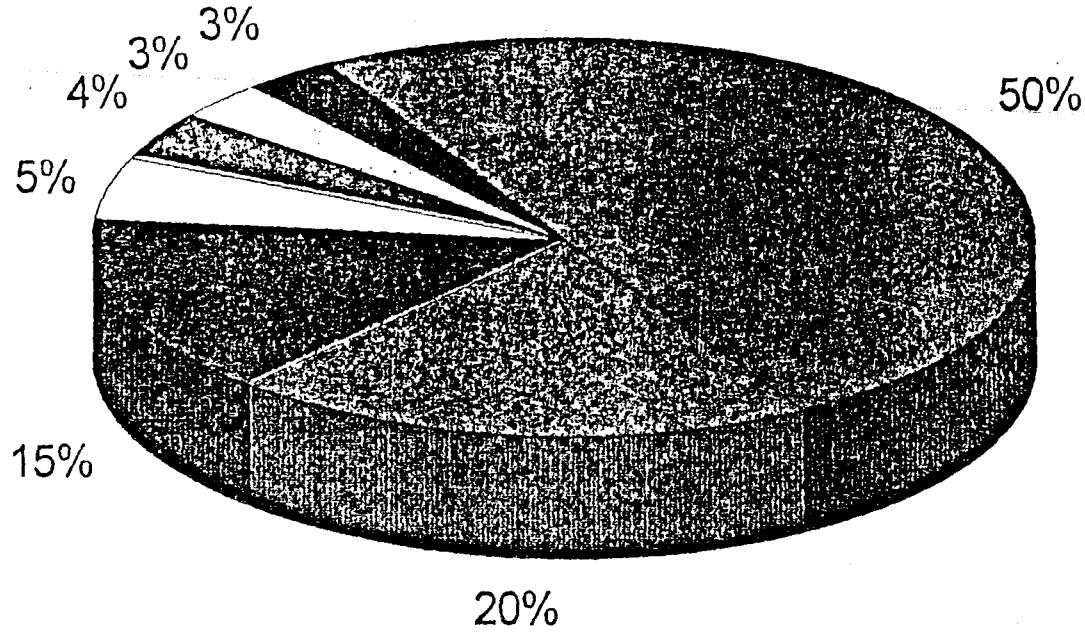
Pazarlama ve Roadshow

- Roadshow, Şirket'in uluslararası alanda güçlü bir yatırımcı tabanı oluşturmasını ve fon yöneticileri üzerinde olumlu bir etki bırakarak, satış sonrasında Şirket hisselerinin ikinci el işlem hacminin artmasını sağlayacaktır.
- Finansbank, tanıtım broşürü ve prospektüs hazırlığını Şirket ile koordinasyon içinde yürütecektir.
- 3 - 4 günlük bir roadshow programı aşağıdaki şehirlerde gerçekleştirilecektir:



- Diğer şehirler Edinburgh, New York ve Boston olabilir.
- Her şehirde yatırımcılar, yemekli resmi toplantılara (kahvaltı, öğle yemeği, akşam yemeği) davet edilecekler, kendilerine prezentasyonlar yapılacaktır. Büyük potansiyel yatırımcılarla birebir toplantılar düzenlenecektir.
- İdeal bir roadshow, Şirket'in Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdürü'nün katılımıyla gerçekleşecektir. Diğer Yönetim Kurulu Üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin de katılımı ise, roadshow'a ayrı bir değer katacaktır.

Yatırımcı Profili



- TÜRKİYE
- İNGİLTERE
- ABD
- İSVİÇRE
- UZAK DOĞU
- FRANSA
- DİĞER

Halka Arz Sonrası Verilen Hizmetler

Hisse Senedi Alım Satımı

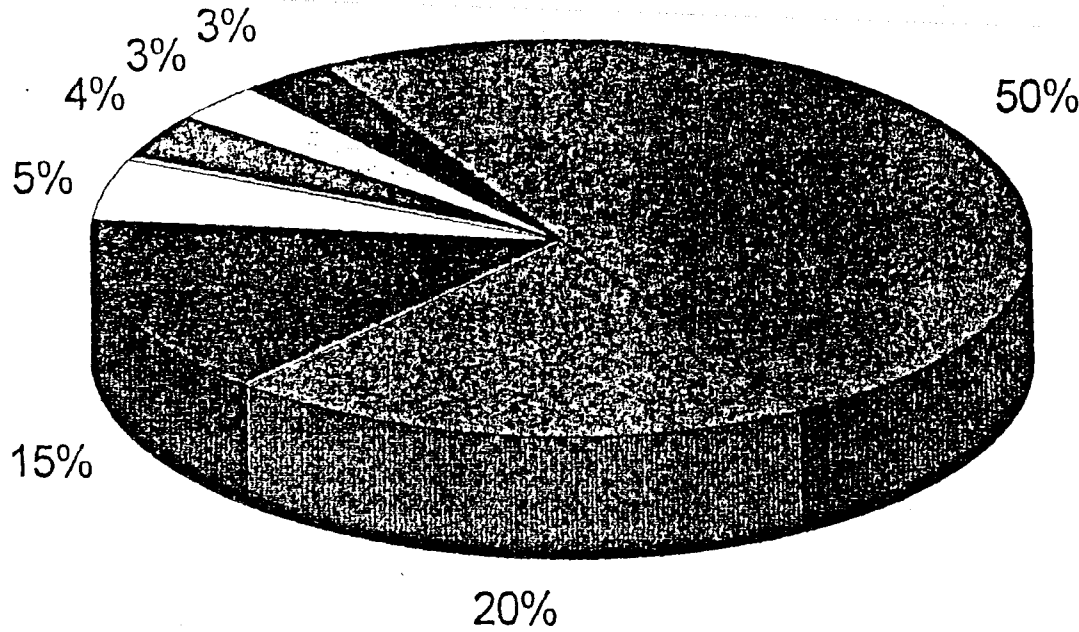
Piyasa Oluşturulması

İnceleme - Araştırma

FINANSBANK EKİBİ

İSİM	ÜNVAN	GÖREV	AYIRACAĞI ZAMAN
Hüsnü Özyeğin	Yönetim Kurulu Başkanı	Kontrol	10% - 25%
Ömer Aras	Genel Müdür	Kontrol	10% - 25%
Ata Köseoğlu	Genel Müdür Yardımcısı	Proje Koordinatörü	25% - 50%
Ayşem Sülün	Kurumsal Finansman Grup Başkanı	Proje Ekibi	100%
Pınar Söylemez	Kurumsal Finansman Müdür Yardımcısı	Proje Ekibi	100%
Ali İlhan	Kurumsal Finansman, Uzman	Proje Ekibi	100%
Anne O'Brien	ICM Grup Başkanı	Satış (Yurt Dışı)	100%
Ahmet Erelçin	Sermaye Piyasaları Grup Başkanı	Satış (Yurt İçi)	100%
Orhan Aksüt	Araştırma Grup Başkanı	Araştırma	100%

Yatırımcı Profili



- TÜRKİYE
- İNGİLTERE
- ABD
- İSVİÇRE
- UZAK DOĞU
- FRANSA
- DiĞER

C. Halka Arz : Case Study

FINANS LEASING Halka Arz

- Konsorsiyum Yöneticisi :Finansbank
- Konsorsiyum üye sayısı :6
- Halka Arz Fiyatı :4,500 TL
- Yöntem :Tümünü Yüklenim
- Arz Süresi :28 - 30 /Eylül/1993
- Hisselerin Dağılımı
 - Finansbank (yurtiçi) : 11,200,000 hisse
 - (yurtdışı) : 7,000,000 hisse
 - Konsorsiyum : 9,800,000 hisse

Case Study : FINANS LEASING

Pazarlama Stratejisi ve Sonuçları :

- Talep Toplama Yöntemi Türkiye'de ilk defa uygulanmıştır.
- Bu halka arzda, yurtiçinden satışa sunulan hisse senetleri sayısının 8 katı kadar , yurtdışından ise 10 katı kadar talep gelmiştir.
- 3400 yatırımcıya ulaşılmıştır.
- 31/12/1993 tarihinde Finans Leasing'in İMKB'deki haftalık işlem hacmi 22 milyon adet hisse senedine ulaşmış olup Şirket yoğun işlem hacmi nedeniyle 1. pazara alınmıştır.

C. Halka Arz : Case Study

AKTİF FİNANS FACTORING Halka Arz

- Konsorsiyum Yöneticisi : Vakıflar Bankası
- Konsorsiyum üye sayısı : 4
- Halka Arz Fiyatı : 7,000 TL
- Yöntem : Tümünü Yüklenim
- Arz Süresi : 29 - 30 Kasım 1993
- Hisselerin Dağılımı
 - Finansbank (yurtiçi) : 1,500,000 hisse
 - Konsorsiyum : 8,500,000 hisse

Case Study : AKTİF FİNANS FACTORING

Pazarlama Stratejisi ve Sonuçları:

- Bu halka arzda, yurtiçinden satışa sunulan hisse senetleri sayısının 4 katı kadar talep gelmiştir.
- 10,000 yatırımcıya ulaşılmıştır.
- Talebin çok fazla olması nedeniyle ilk kez noter huzurunda kura çekilerek yatırımcılara hisse senetleri dağıtılmıştır.
- Hisse senetleri borsada işlem görmeye başladıktan onbeş gün sonra hissenin fiyatı üç katına ulaşmıştır.

Bu ilan sadece kayıt içindir.

SANAYİ ve TİCARET A.Ş.

Hisse Senetlerinin Halka Arzı
XXX TL.Nominal

Konsorsiyum Yöneticisi
Finansbank

Konsorsiyum Üyeleri

W Bankası

X Bankası

Y Menkul Değerler

Z Menkul Değerler

BORSADA PİYASA AÇILMASI

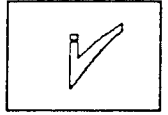
AMACIYLA YAPILAN

HALKA ARZLAR

İKTİSAT BANKASI T.A.Ş.

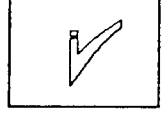
KURUMSAL FİNANS BİRİMİ

ARALIK 1993



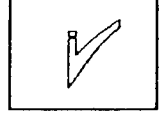
İ Ç İ N D E K İ L E R

I.	GENEL	1
II.	HALKA ARZ SÜRECİNİN BAŞLATILMASI, HİSSE SENEDİ DEĞERİNİN TESPİTİ VE STRATEJİ OLUŞTURULMASI	1
III.	HALKA ARZDA SEÇİLEBİLECEK YOLLAR	4
III.A.	MEVCUT ORTAKLARIN HİSSELERİNİN SATILMASI YOLUYLA HALKA ARZ	4
III.B.	SERMAYE ARTIRIMI YOLUYLA HALKA ARZ	5
IV.	SERMAYE PİYASASI KURULU'NA BAŞVURU	5
V.	HALKA ARZ EDİLECEK HİSSELERİN KURUL KAYDINA ALINMASI VE BUNU TAKİBEN YAPILACAK İŞLEMLER	6
VI.	SATIŞ YÖNTEMLERİ	7
VI.A.	TALEP TOPLAMA YÖNTEMİ	7
VI.B.	İMKB'NİN BİRİNCİL PİYASASI'NDA SATIŞ	8
VII.	İMKB'NA PAZAR AÇILMASI İÇİN BAŞVURU VE İKİNCİL PİYASADA İŞLEM GÖRME	9
VIII.	İMKB'NA KOTASYON İÇİN BAŞVURU	9
IX.	İMKB'NA BİLGİ VERME YÜKÜMLÜLÜĞÜ	10
X.	HİSSE SENETLERİNİN ŞEKİL ŞARTLARI	10
XI.	ZAMANLAMA	11
	BORSADA PİYASAYA AÇILMASI AMACIYLA YAPILAN HALKA ARZLARDA ZAMANLAMA	12
	BORSADA PİYASAYA AÇILMASI AMACIYLA YAPILAN HALKA ARZLARDA GİDERLER LİSTESİ	15



E K L E R

- EK I : MEVCUT ORTAKLARIN HİSSELERİNİN SATIŞI YOLUYLA HALKA ARZLARDA SPK'NA YAPILACAK BAŞVURUDA GEREKEN BİLGİ VE BELGELER 16
- EK II : SERMAYE ARTIRIMI YOLUYLA HALKA ARZLARDA SPK'NA YAPILACAK BAŞVURUDA GEREKEN BİLGİ VE BELGELER 18
- EK III : İMKB'NA PAZAR AÇILMASI İÇİN YAPILACAK BAŞVURUDA GEREKEN BİLGİ VE BELGELER 19
- EK IV : İMKB'NA KOTASYON İÇİN YAPILACAK BAŞVURUDA GEREKEN BİLGİ VE BELGELER 21



BORSADA PİYASA AÇILMASI AMACIYLA YAPILAN HALKA ARZLAR

I. GENEL

Hisse senetlerinin halka arzı geniş bir çerçevede düşünülmelidir. İlgili yasal düzenlemelerde, hisse senetlerinin satın alınması için yazılı, sözlü veya resimli şekilde her türlü yoldan halka çağrıda bulunma konusundaki tüm faaliyetler halka arz sayılmaktadır.

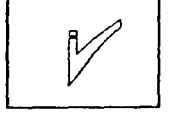
Bu dökümanın hazırlanmasındaki amaç, hisse senetlerinin İMKB'nda işlem görmesini hedefleyen gerçek yada tüzel hissedarlara halka arz sürecinde gerekli olan yasal işlemler, halka arz prosedürü ve aracı kurum tarafından verilecek hizmetler hakkında bilgi verilmesidir.

II. HALKA ARZ SÜRECİNİN BAŞLATILMASI, HİSSE SENEDİNİN DEĞERİNİN TESPİTİ VE STRATEJİ OLUŞTURULMASI

Bu aşamada başlangıç noktası şirketin halka açılmaya karar vermesidir. Bu amaçla halka arzı gerçekleştirmek için yeterli olan aracı kurumla (Bankalar ve "A" tipi aracı kurumlar) temasa geçilerek halka arzın şartları, zamanlaması konusunda ön görüşmeler yapılır. Anlaşma olması halinde iki taraf arasında bir aracılık sözleşmesi imzalanır.

Değerleme Raporu : Aracı kurum şirketle ilgili bir değerlendirme çalışması yaparak şirketin hisse senedi değerini belirler. Değerleme çalışmasının içeriği Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ayrıntılı olarak belirlenmemiştir. Bankamız bu çalışmanın şirketin halihazırdaki durumunu ayrıntılı olarak tespit etmesi yanısıra ileride doğabilecek şirketle ilgili çeşitli bilgi ihtiyaçlarına da cevap verir nitelikte olmasını amaçlamakta ve kapsamını geniş tutmaktadır. Bankamız tarafından yapılan değerlendirme çalışması ana hatlarıyla aşağıdaki konuları kapsamaktadır :

- Firmanın Genel Yapısı ve Faaliyetlerinin Tanımlanması (sermaye yapısı, üretim, satış, organizasyon, personel, tesisler, iştirakler vb.)
- Sektör Analizi (yerel ve uluslararası piyasalarda; maliyetler, fiyatlama, rekabet, sektördeki önemli gelişmeler vb.)
- Sektör ve Şirket İçin Talep Analizi ve Projeksiyonları (gelecek 5 yada 10 yıllık dönem için)



- Şirketin Mali Yapısının Analizi (geçmiş yıllara ait mali tabloların analizi; aktarma/arındırma işlemleri, finansal oranlar, sektörle karşılaştırmalar)
- Gelecek Döneme Ait Mali Projeksiyonlar (gelecek 5 yada 10 yıllık dönem için; projekte bilanço, gelir tablosu vb. mali tabloların hazırlanması)
- Değerleme ; bu bölümde gerek nakit akımları gerekse borsa oranları kullanılarak şirket için hisse senedi fiyatı tespit edilir. Bu aşamada mümkün olduğu ölçüde karşılaştırılabilir sektör/şirket değerleri kullanılarak fiyatın benzerlerine ve konjonktüre uymasına dikkat edilir.

Şirketin veya faaliyet gösterdiği sektörün farklılık göstermesi durumunda yukarıda sözü edilen konuların yanısıra özellik arzeden konular da değerlendirme raporu içinde irdelenecektir.

Fiyatlama : Hissedarların halka arzlarda karar aşamasında en fazla üzerinde durması gereken konu fiyatlamadır. İyi bir fiyatla kötü bir hisse senedinin satılması zor olmakla beraber kötü bir fiyatın iyi bir hissenin satışına engel olması sıkça rastlanan bir olaydır. Öte yandan, bir şirketin hisselerinin halka arzında, satıştan elde edeceği nakit girişi yanısıra ulaşmak istediği birden fazla hedefi olabilir (borsada işlem gören bir hisse ile likidite sağlamak, riski dağıtmak, prestij vb). Bu nedenle, Bankamızın şirkete getireceği fiyat önerisi hissedarların halka arzda karşılamayı amaçladıkları çeşitli ihtiyaçlar dikkate alınarak geliştirilecektir.

Zamanlama : Fiyatlama konusu yanısıra diğer önemli faktör de zamanlama olmaktadır. Şirketin temel verilerinin çok iyi olması ve doğru fiyatın tespit edilmesi satış şansını büyük oranda artırmakla beraber, borsanın daraldığı dönemlerde yapılacak bir halka arz satışın tam başarıya ulaşmasını zora sokacaktır.

Halka arz süreci içinde zamanlama açısından bir miktar esnek olma imkanı vardır. Örneğin, hisse senetlerin SPK kaydına alınması işleminin tamamlandığı sırada borsa şartlarının uygun olmadığına karar verilirse harç yatırılarak Kurul kaydına alınması makul bir süre ileri atılarak satış işlemlerinin başlaması geciktirilebilir (ancak, bu durumda İMKB tarafından şirketle ilgili güncelleştirilmiş bilgiler ve sözkonusu döneme üçer aylık ara dönemlerin denk gelmesi durumunda ara mali tablolar istenecektir). Bankamız Borsa'nın aktif bir üyesi olması yanısıra ticari bir banka olarak ülke ekonomisinin nabzını elinde tutması dolayısıyla halka arzı yapacak şirkete halka arz süreci boyunca doğru zaman konusunda öneride bulunacaktır.



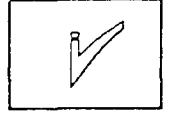
Strateji Oluşturulması : İkincil piyasada işlem görme aşamasından önce hisse senetlerinin talep toplama veya İMKB'nın Birincil Piyasası'nda satışa sunulması gerekmektedir. Halka arzda uygulanacak fiyat ve İMKB'nın durumu dikkate alınarak, hisse senetlerinin sabit fiyatla veya fiyat teklifi alma yoluyla talep toplanma yöntemiyle veya doğrudan İMKB'nın Birincil Piyasası'nda satılması konusunda Bankamız gerekli önerileri geliştirecektir.

Underwriting ve Azami Gayret Seçenekleri : Ülkemizde halka açılmalarda yakın zamana dek büyük çoğunlukla uygulanan Azami Gayret (Best Effort) yönteminde aracı kurumun yükümlülüğü halka arzedilen hisselerin satışında azami gayreti göstermektir.

SPK'nın Seri I No:14 tebliği ile yeni getirilen düzenlemelerine göre hissedarların mevcut hisselerini satmaları yoluyla yapılan halka arzlarda sözkonusu halka arzı gerçekleştiren aracı kuruluşa underwriting zorunluluğu getirilmiştir. Underwriting (Yüklenim) yöntemi aracı kurumun halka arzedilen hisselerin satışını taahhüt etmesi anlamına gelmektedir. Bu durumda halka arz süresi sonunda satılmayan hisse senetleri aracı kurum tarafından satın alınmaktadır. Şu anda sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arzlar için bir underwriting zorunluluğu olmamakla beraber, Bankamız şartların uygun olması halinde bu yolla yapılacak halka arzlarda da underwriting yönteminin kullanılmasına açıktır.

Azami Gayret yönteminde aracı kurum satılmayan hisse senetlerini geri verir ve gerçekleşen satışlar üzerinden satış komisyonu tahsil eder (örneğin % 1). Underwriting yönteminde aracı kurum verdiği satış taahhüdü karşılığında satış komisyonuna ilaveten bir de underwriting komisyonu talep eder (örneğin % 5).

Halka Arz Süreci Boyunca Bankamızın Sorumluluğu ve Diğer Hizmetleri: Anlaşmaya varıldığı takdirde Bankamız değerlendirme çalışmasına başlayacak, bu arada SPK'na ve İMKB'na başvurularda gerekli olacak bilgi ve belgelerin hazırlanmasında şirkete yol gösterme konusunda gereken herşeyi yapacaktır. Şirketle ilgili verilerde değişimler olduğu takdirde ilgili değişiklikler SPK'na bildirilecektir. Bunların yanısıra halka arz süreci içinde stratejilerin oluşturulması konusunda öneriler getirilecek (konsorsiyum kurulması vb.) ve şirkete yardımcı olunacaktır. Tanıtım faaliyetleri aşamasında ise şirketle ilgili prospektus (türkçe ve/veya ingilizce), broşür ve benzeri dokümanların hazırlanması da Bankamız tarafından gerçekleştirilecektir. Kısacası, Bankamız satılacak hisse senetlerinin yatırımcıların eline geçmesine kadar geçecek süre içinde halka arzla ilgili tüm işlemleri şirketle koordinasyon içinde planlamayı, yürütmeyi ve sonuçlandırmayı üstlenecektir.



III. HALKA ARZDA SEÇİLEBİLECEK YOLLAR

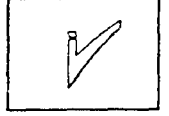
Halka açılmayı planlayan şirketlerin izleyebilecekleri iki ayrı yöntem bulunmaktadır. Bunlardan birincisi mevcut ortakların ellerinde bulunan hisse senetlerinin satışı suretiyle halka arz, diğeri ise sermaye artırımına gidilerek ihraç edilecek yeni hisse senetlerinin satışı yoluyla halka arzdır.

III.A. MEVCUT ORTAKLARIN HİSSELERİNİN SATILMASI YOLUYLA HALKA ARZ

Bu yolla yapılan halka arzlarda aşağıdaki koşulların sağlanması gereklidir :

1. Hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, ortaklığın başvuru tarihi itibariyle nominal sermayesine oranının en az % 15 veya tutar olarak en az 100 milyon TL olması,
2. Hisse senetlerinin belirli bir tertip yada gruba dahil olmaları halinde o tertip ve gruptaki tüm hisse senetleri bedellerinin; aksi takdirde ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
3. Hisse senetlerinin rehin veya teminata verilmek suretiyle senetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşvik edici kayıtlara tabi olmaması,
4. Hisse senetlerinin Kurul'un Hisse senetlerinin Şekil Şartlarına İlişkin Seri:I, No:5 Tebliği ile ek ve değişikliklerine uygun nitelikte bastırılmış bulunması gerekmektedir. Buna göre hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklar, hisse senetlerinin basımında; filigranlı (watermark), kağıt zemininden farklı renk tonlarında gözle görülebilen renkli elyafları veya ultraviyole hassaslığını haiz gözle görülmeyen elyafları içerme ve çeşitli kimyasal etkilere karşı renk değiştirebilme özelliğine sahip ve fluoressan olmama (nonfluorescent) özelliklerinden, biri görülebilir nitelikte olmak üzere en az ikisini ihtiva eden hassas kağıt kullanmak zorundadırlar.

Bu yolla yapılacak halka arzlarla ilgili düzenlemeler SPK'nun Seri:I, No:14 Tebliği'nde yer almaktadır.



III.B SERMAYE ARTIRIMI YOLUYLA HALKA ARZ

Bu yöntemde şirket sermaye artırımına gider ve ortaklar bu sermaye artırımından doğan yeni pay alma (rüçhan) haklarını kullanmazlar. Ortaklar tarafından satın alınmayan bu hisseler halka arz edilerek sermaye artırımını işlemi tamamlanır.

Bu yöntemle yapılan halka arzlarda hisse senetlerinin satışından elde edilen toplam hasılatın tümünün doğrudan doğruya şirkete girmesi sermaye yapısını güçlendirici etki yapmaktadır. Hasılatın satılan hisse senetlerinin nominal değeri üzerinden oluşan bölümü ödenmiş sermayeye eklenir. Satış fiyatı ile nominal değer arasındaki fark sonucu oluşan bölümü ise emisyon primi adı altında özkaynaklar arasında yer alır ve ilerde hissedarlara bedelsiz hisse olarak dağıtılabilir.

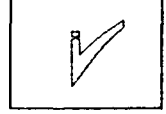
Sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arzın gerçekleştirilebilmesi için kayıtlı sermaye sistemine tabi bir şirket olmak şarttır. Kayıtlı sermaye sistemi, ortaklıkların yönetim kurullarının, kayıtlı sermaye tavanı içinde kalmak kaydıyla Türk Ticaret Kanunu'nun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkararak sermaye artırmalarını mümkün kılmaktadır. Böylelikle, hisse senetlerinin satış işlemleri başlamadan önce bastırılması mümkün olmaktadır. Borsa tarafından satış aşamasında hisse senetlerinin alıcılara teslimi şart koşulduğundan bu şartı ancak kayıtlı sermaye sistemine tabi şirketler yerine getirebilmektedir. Kayıtlı sermaye sistemine tabi olmak için yapılması gerekenlerle ilgili düzenlemeler SPK'nun Seri:I, No:13 Tebliği'nde kapsamıştır.

IV. SERMAYE PİYASASI KURULU'NA BAŞVURU

Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıt için başvuru aşaması mevcut ortakların hisselerinin satılması yoluyla yapılan halka arzlarda aracı kurum tarafından yapılmaktadır. Sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arzlarda ise başvuru sermaye artırımına giden ortaklık tarafından yapılmaktadır.

Mevcut hisselerin satılması yoluyla yapılan halka arzlarda, şirket yönetim kurulu hisse senetlerinin şirket hissedarları tarafından halka arzedileceği hususunun uygun görüldüğüne dair karar aldıktan sonra bir dilekçe eşliğinde Ek I'de belirtilen belgelerle birlikte SPK'na halka arz edilecek hisselerin kayda alınması için başvuru yapılır.

Sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arzlarda ise sermaye artırım yetkisi kendisine devredilmiş olan Yönetim Kurulu SPK'nun Seri:I, No:13 Tebliği 10. maddesinde belirtilen tasarrufları yaptıktan sonra Ek II'de yer alan belgelerle birlikte SPK'na başvuru yapılır.



Başvuruyla birlikte kağıt ithali için dilekçe, proforma fatura, faturanın fotokopisi ve ithal edilen kağıtların kullanımı ile ilgili taahhütname de SPK'ya gönderilir.

Kurul yapılan müracaatları, noksanlıkların tamamlanması için geçen süre hariç olmak üzere 30 gün içinde sonuçlandırır. İnceleme sonuçları olumlu görülürse halka arz yoluyla satılacak hisse senetleri kayda alınır. Bu incelemede izahname, sirküler ve hisse senedi örneğinin nihai şeklinin mevzuata uygun ve yeterli olup olmadığı dikkate alınır.

V. HALKA ARZ EDİLECEK HİSSE SENETLERİNİN KURUL KAYDINA ALINMASI VE BUNU TAKİBEN YAPILACAK İŞLEMLER

SPK Kaydına Alınması :

Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması için, hisse senetlerinin toplam ihraç değeri üzerinden (hisse senedi satış fiyatı x satılacak toplam hisse sayısı) % 0.3 (binde üç) oranındaki tutar SPK adına T. C. Merkez Bankası'nda tutulan hesaba yatırılır.

İzahname :

SPK kaydına alınış tarihinden sonra en geç 15 gün içinde, SPK tarafından onaylanmış izahname, ilgili ortaklığın merkezinin bulunduğu yerin Ticaret Sicili'ne tescil ve T. Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan ettirilir.

Hisse senetleri daha önce SPK kaydına alınarak halka arz olunan, ancak İMKB'de işlem görmeyen şirketlerin hisse senetlerinin satışında izahname düzenlenmez.

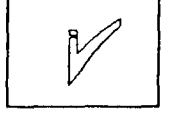
Sirküler :

İzahnamenin tescil tarihinden itibaren ;

- Mevcut hisselerin satışı yoluyla yapılan halka arzlarda en geç 1 hafta içinde,
- Sermaye artırımını yoluyla yapılan halka arzlarda ise en geç 15 gün içinde,

sirküler (duyuru) Türkiye çapında yayım yapan en az iki günlük gazetede yayınlanır.

Hisse senetleri daha önce Kurul'dan izin alınarak halka arz olunan, ancak Borsa'da işlem görmeyen şirketler için sirküler, SPK kaydına alınış tarihinden sonra en geç 15 gün içinde yayınlanır. Söz konusu ilan yalnızca bir gazetenin Türkiye baskısında da yapılabilir. Ancak bu durumda, aynı gün başka üç gazetenin Türkiye baskısında da bu ilanın hangi gazetede yapıldığı en az üç sütuna 10 santim ebadında bir ilanla duyurulmalıdır.



İzahname ve sirkülerde yer alan konularla ilgili değişikliklerin olması halinde bunların değişikliğin olduğu tarihten itibaren en geç 3 gün içinde Kurul'a bildirilmesi ve bu değişiklikler hakkında onay alınarak izahname ve sirkülerde yeniden ilan edilmesi zorunludur.

Reklamlarla İlgili Düzenlemeler :

Her iki halka arz yönteminde de dikkat edilmesi gereken önemli bir diğer husus reklamlarla ilgili SPK düzenlemeleridir. Hisse senetlerinin halka arzı dolayısıyla yapılacak tanıtım faaliyetleri ve reklamlar ilan tarihlerinden en az 10 gün önce SPK'nun incelemesine sunulur (bu konu Kurul'un Seri:VIII, No:11 Tebliği'nde düzenlenmiştir). Sirküler ilan edilmeden reklama başlanamaz. Gazeteler yoluyla reklam yapılmak istendiğinde reklamların ve sirkülerin aynı gazetelerde ve aynı tarihlerde yayınlanması zorunludur. Reklamlar sirkülerden daha büyük yayınlanamaz.

VI. SATIŞ YÖNTEMLERİ

Şirket hisselerinin halka arzı talep toplama yöntemiyle olabileceği gibi doğrudan Borsa'nın birincil piyasasında da yapılabilir.

VI.A. TALEP TOPLAMA YÖNTEMİ

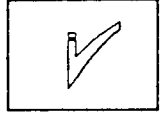
Talep toplama süresi, sirküler ilanından itibaren en az 3, en çok 5 işgünü geçtikten sonra başlar. Talep toplama süresi en az 2 işgünü olarak belirlenir.

Yatırımcıların, talep toplama süresi boyunca aracı kurum şubelerine başvurup talep formu doldurmaları ve almak istedikleri miktara ilişkin bedelleri aracı kuruma yatırmaları gerekmektedir.

Talep toplama, sabit fiyatla veya fiyat teklifi alma yoluyla olmak üzere iki yöntemde gerçekleşir.

a) Sabit Fiyatla Talep Toplama

Bu yolla yapılacak halka arzlarda; satışa sunulan hisse senedi sabit bir fiyatla yatırımcıya arz edilir. Yatırımcılar, talep toplama süresi sırasında, istedikleri hisse senedi miktarını belirterek, bedelini aracı kuruma yatırmak suretiyle başvururlar.



Talep edilen hisse senedi miktarının satışa sunulan hisse senetlerinden az olması halinde bütün talepler karşılanır. Talepler, satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması halinde, satışa sunulan toplam miktar, talep eden yatırımcı sayısına bölünür ve bu suretle bulunan tutar ve altındaki alım talepleri karşılanır. Kalan tutar, talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılır.

b) Fiyat Teklifi Alma

Bu tür halka arzlarda, satışa sunulacak hisse senedi için asgari bir satış fiyatı belirlenir ve üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. Yatırımcılar, talep formunda talep ettikleri hisse senedi miktarıyla teklif ettikleri fiyatı belirterek aracı kuruma buna karşılık gelen tutarı yatırmak suretiyle başvururlar.

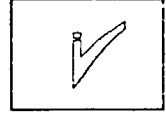
Aracı kurum, toplanan teklifleri en yüksek fiyattan başlayarak en düşük fiyata doğru olmak üzere konsolide eder. Konsolidasyon sonunda, bütün hisse senetlerinin satılabildiği en yüksek fiyat satış fiyatı olarak belirlenir. Satış fiyatı seviyesinin üzerindeki talepler karşılandıktan sonra, satış fiyatı seviyesinde başvuruda bulunan yatırımcıların taleplerinin geriye kalan hisse senedi miktarından çok olması durumunda, yatırımcılar arasında dağıtım talep miktarıyla orantılı olarak yapılır.

Hisse Senetlerinin Teslimi ve Bedellerin İadesi

Talep toplama süresinin bitimini izleyen iki iş günü içerisinde aracı kuruluş satış listesini hisse senetlerini satan ihraççıya iletir. İhraççı iki işgünü içinde satış listesini onaylayarak aracı kuruma iade eder. İhraççının onayının bildirim tarihinden itibaren aracı kuruluş hisse senetlerini almaya hak kazanan yatırımcılara hisse senedi teslimine, karşılanamayan taleplerin ve fiyat farklarının iadesine başlar.

VI.B. İMKB'NİN BİRİNCİL PİYASASI'NDA SATIŞ

Borsa Birincil Piyasası'nda satış tek elden (belirlenmiş olan aracı kurum tarafından) yürütülür. Satışın Borsa'da yapılabilmesi, satıştan en az 20 işgünü önce Borsa tarafından gerekli görülen belgelerle birlikte Borsa'ya yapılacak başvurunun, Borsa yönetim kurulunca kabulü ve ilan edilmesi ile mümkündür. Bu hisseleri alan yatırımcılar hisselerini borsada satmak istediklerinde hisselerin İkincil Piyasa'da işlem görmeye başlamasını beklemek zorundadır. SPK kaydına alınma aşamasında yer alan fiyat açılış fiyatını oluşturur. Bu andan başlayarak hisse senedinin fiyatı o tarihte borsa yönetiminin borsada uyguladığı marjlar içinde hareket eder.



Satış süresi boyunca aracı kurumla hisseleri halka arzedilen şirket arasında sıkı bir koordinasyon ve bilgi alışverişi satışların başarılı olması açısından oldukça önemlidir.

VII. İMKB'NA PAZAR AÇILMASI İÇİN BAŞVURU VE İKİNCİL PİYASADA İŞLEM GÖRME

İMKB Yönetim Kurulu haftada bir kez (Salı günleri) toplanmaktadır. Pazar açılması için yapılacak incelemelerin tamamlanabilmesi için Ek III'te belirtilen bilgi ve belgeleri kapsayan dosyanın sözkonusu yönetim kurulu toplantısından bir hafta önce İMKB'na verilmesi gerekmektedir. İMKB Yönetim Kurulu toplantısından bir gün önce de halka arzı yapılan hisselerin satış sonuçlarının (hisselerin satışı tamamlandıysa tamamlandığına dair; eğer hisselerin satılmayan bölümü varsa bu bölümün satışından vazgeçildiğine dair) Yönetim Kurulu'na sunulması lazımdır. Bu şartlara uyulduğu takdirde dosyanın incelemeye sunulmasını takip eden bir tam haftadan sonraki ilk İMKB Yönetim Kurulu toplantısından pazar açılmasına dair karar çıkacaktır. Karar, çıktığı gün Borsa Bülteni'nde yayınlanır. Bundan tam bir hafta sonra da İMKB'nda hisseler işlem görmeye başlar.

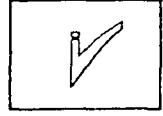
Halka arzın Borsa'nın birincil piyasasında yapılması durumunda ise hisse senetleri birincil piyasada satışların başlamasından 5 işgünü sonra ikincil piyasada işlem görmeye başlayacaktır.

VIII. İMKB'NA KOTASYON İÇİN BAŞVURU

Halka arzı gerçekleştiren ortaklıklar hisse senetlerinin satış işlemlerinin tamamlandığı tarihten itibaren 30 gün içinde Ek IV'de belirtilen bilgi ve belgelerle birlikte hisse senetlerinin kote edilmesi isteğiyle Borsa'ya başvururlar.

Şirket hisselerinin % 15'inden azı halka arz ediliyorsa veya halka arz sonucunda hisselerin % 15'inden daha düşük bir bölümünün satışı tamamlanabilmişse, şirket hisseleri kot dışı pazarda işlem görür. Bu nedenle, kotasyon için halka arz sonucunda şirket hisselerinin % 15'inin satıldığına ilişkin sonuçların İMKB'na bildirim gereklidir.

Bunun yanı sıra şirket hisselerinin en az 100 ortağın elinde bulunması, şirketin kuruluşundan itibaren üç yıl geçmiş ve son iki faaliyet yılının karla kapatılmış olması kot içi pazarda işlem görebilme açısından şarttır. Bu koşulların sağlanamaması durumunda şirket hisseleri kotdışı pazarda işlem görebilmektedir.



IX. İMKB'NA BİLGİ VERME YÜKÜMLÜLÜĞÜ

Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeye başlayan şirketler yıllık mali tablo ve rapor düzenleme, bağımsız denetleme yaptırma ve bunları kamuoyuna ilan etme ile yükümlüdür. Bu da, halka açılmaya karar veren şirketlerin gözönüne alması gereken bir kriter olmaktadır.

Şirketlerin yıllık özet bilanço ve gelir tablosu ile bağımsız denetleme rapor özeti şirketin yıllık olağan genel kurul toplantısını izleyen bir ay içinde daha önce hisselerinin halka arzına ilişkin ilanlarının çıktığı en az iki gazetede ve T. Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilir. Ayrıntılı mali tablolar, bu tablolara ilişkin bağımsız denetleme raporu ve faaliyet raporu yine bu bir ay içinde SPK'na ve İMKB'na gönderilir.

Şirketlerin denetlemeden geçmemiş yıl sonu mali tabloları en geç 17 Şubat tarihine kadar İMKB'na gönderilir.

Ara mali tabloların SPK, İMKB ve kamuoyuna duyurulması ise SPK'nun Seri:XII, No:1 Tebliği ile düzenlenmiştir. Buna göre ;

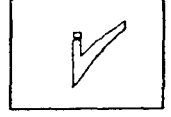
Şirketler üçer aylık ara dönemler için ara bilanço ve gelir tablosu düzenlerler. Düzenlenen ara bilanço ve gelir tablolarından ikinci üç aylık (altı aylık) döneme ait olanlar, ortaklığın sürekli denetimini yapan bağımsız denetleme kuruluşunun denetim ve raporlamasına tabidir. Üçüncü ve dokuzuncu aylara karşılık gelen ara dönemler için bağımsız denetim öngörülmemiştir.

Bağımsız denetimden geçmiş, altıncı ayla ilgili özet ara bilanço ve gelir tablolarının, denetleme rapor özeti ile birlikte yayınlanmak üzere İMKB'na; ayrıntılı ara bilanço, gelir tablosu ve bağımsız denetleme raporunun Sermaye Piyasası Kurulu'na altıncı ayı izleyen 5 hafta içinde gönderilmesi gerekmektedir.

Bağımsız denetimden geçmemiş, üçüncü ve dokuzuncu aylara karşılık gelen özet ara bilanço ve gelir tablolarının, yayınlanmak üzere İMKB'na; ayrıntılı ara bilanço ve gelir tablolarının, SPK'na üçüncü ve dokuzuncu ayları izleyen 3 hafta içinde gönderilmesi gerekmektedir.

X. HİSSE SENETLERİNİN ŞEKİL ŞARTLARI

Hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin yasal düzenlemeler Resmi Gazete'nin 23/6/89 tarih, 20204 no'lu sayısında yayınlanan SPK'nun Seri:I, No:5 Tebliği'nde ayrıntılı olarak belirlenmiştir.



XI. ZAMANLAMA

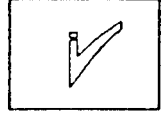
Yukarıda açıklanan halka arz sürecinde önemli aşamalar ve bunların tamamlanması için gereken süreler yaklaşık olarak şöyledir :

1. Değerlendirme Çalışması	25 - 30 Gün
2. SPK Tarafından Yapılan İnceleme	30 Gün
3. Satışın Tamamlanması	10 Gün
4. Borsada İşlem Görme	14 Gün

Görüldüğü üzere tüm süreç yaklaşık 3 aylık bir zaman dilimi gerektirmektedir. Doğal olarak öngörülen süreler bütün işlemlerin zamanında ve bir aksaklığa meydan verilmeden yürütülmesi varsayımına dayanılarak hesaplanmıştır. Halka arz genelde içiçe geçmiş bir süreç olarak da görülebilir. Örneğin değerlendirme raporu hazırlanırken bir taraftan da SPK'na başvuru için gerekli bilgi ve belgelerin hazırlanması, SPK'na başvuru aşamasında da bu kez Borsa'ya başvuru için gerekli hazırlıkların yürütülmesi halka arzın süratle tamamlanması için gerekli olacaktır. Aynı şekilde, ikincil piyasada işlem görmek için; İMKB'na başvuruda gerekli olan evrakların Borsa'ya sunulması yanısıra birincil piyasa satışının tamamlandığının satış sonuçlarının bildirilmesi yoluyla tevsik edilmesi gerekmektedir.

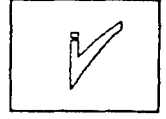
Borsa şartlarının uygun olmaması veya başka bir nedenle halka arz süreci yavaşlatılmak isteniyorsa harcın yatırılması ve kayda alınma da ertelenebilir. Bu durumda izahname ve sirküler yayını ile ilgili süreler de kayda alınma işleminin tamamlanmasından sonra başlayacaktır. Ancak bu süre sınırsız değildir ve SPK gerek duyduğu takdirde şirketten bir takım güncelleştirilmiş bilgileri ve mali tabloları isteyebilir.

Bankamız halka arz sürecinin zamanında ve halka arzı yapan hissedarlar veya kuruluşların amaçlarına uygun bir şekilde sonuçlandırılması için gereken tüm bilgi birikimi ve deneyimine sahiptir.

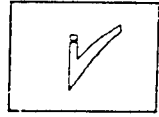


**BORSADA PİYASAYA AÇILMASI AMACIYLA YAPILAN HALKA ARZLARDA
ZAMANLAMA**

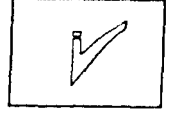
<u>Tarih</u>	<u>İşlem</u>	<u>Sorumlu Taraf</u>
11.Hafta	Halka arz kararı alan Şirket ve Aracı Kurum arasında öngörüşmeler.	Şirket, Aracı Kurum
	Zamanlama, fiyat ve stratejinin belirlenmesi.	Şirket, Aracı Kurum
10.Hafta	Hisse senetleri satılacak şirket hakkında Aracı Kurum'un gerekli bilgiyi toplaması.	Aracı Kurum
	Aracılık Sözleşmesi'nin imzalanması.	Şirket, Aracı Kurum
	SPK ve İMKB'na başvuru için gerekli bilgi ve dökümanların hazırlanması. (Ek-I, Ek-II, Ek-III, Ek-IV)	Şirket, Aracı Kurum
8.Hafta	Sermaye Piyasası Kurulu'na ve İMKB'na başvuru.	Aracı Kurum
	Hisse senedi basımı için gerekli kağıdın ithal izni için SPK'na müracat.	Şirket
	Tanıtım dökümanının hazırlanması için çalışmalara başlaması.	Aracı Kurum



7.Hafta	Kağıt ithal izninin alınması.	Şirket
6.Hafta	Tanıtım dökümanının tamamlanması ve basımına başlanması.	Aracı Kurum
5.Hafta	Yayınlanacak reklamların SPK'na yollanması.	Şirket, Aracı Kurum
	Tanıtım dökümanını yatırımcılara yollanması.	Aracı Kurum
4.Hafta	Hisse senetlerinin SPK kaydına alınması ve kayıt için gerekli % 0.3 tutarında harcın yatırılması.	Şirket
	Satılacak hisse senetlerinin basımı için gerekli kağıdın ithali ve basımına başlanması.	Şirket
	Ön pazarlama çalışmalarına başlanması.	Şirket, Aracı Kurum
3.Hafta	SPK onaylı izahnamenin Ticaret Sicil'ine tescili ve T. Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilanı.	Şirket, Aracı Kurum
	Sirküler ve reklamların gazetede yayınlanması.	Şirket
	İzahnamenin şubelere dağıtımına başlanması.	Aracı Kurum
	Hisse senetlerinin Aracı Kurum'a teslimi.	Şirket



2.Hafta	Talep toplama.	Aracı Kurum
	Satış listelerinin Şirket'e iletilmesi.	Aracı Kurum
	Şatış listelerinin onaylanması.	Şirket
	Satış listelerinin SPK'na iletilmesi.	Aracı Kurum
1.Hafta	Satış süresinin başlaması ve hisse senetlerinin teslimi, fiyat farkları ve karşılanamayan taleplerin iadesi.	Aracı Kurum
	Satışla ilgili bilgilerin İMKB'na sunulması.	Aracı Kurum
	Yayınlanacak izahnamenin master kopyasının İMKB'na yollanması.	Şirket
	Satılan hisse senedi bedellerinin Şirket'e ödenmesi.	Aracı Kurum
	İMKB'dan satışa sunulan hisse senetleri için pazar açılmasına dair karar çıkarılması ve bu kararın Borsa bülteninde yayınlanması.	Aracı Kurum
	İMKB'na kota alma ücretinin ödenmesi.	Şirket
0.Hafta	Satılan hisselerin İMKB'nda işlem görmeye başlaması.	Aracı Kurum



BORSADA PİYASAYA AÇILMASI AMACIYLA YAPILAN HALKA ARZLARDA GİDERLER LİSTESİ

SPK'na halka arzı yapılacak hisse senetlerinin satış bedeli üzerinden %0.3 harç

İMKB'da kota alma ücreti :

- İlk 10 Milyar TL için %0.1
- 10 Milyar TL'nin üstü için %0.05

Aracı Kurum'a aracılık sözleşmesinde tesbit edilen oranda komisyon

Aracı Kurum'a ödenen komisyona ait BSMV

Hisse senetlerinin satış bedeli üzerinden % 0.1 Menkul Kıymet Tanzim Fonu

Hisse senetlerinin basılacağı kağıdın maliyeti

Kağıdın ithal masrafı

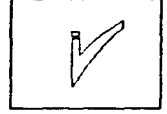
Hisse senetlerinin basım masrafları

Tanıtım, ilan ve reklam giderleri

Promosyon masrafları

Tanıtım dökümanı basım masrafı

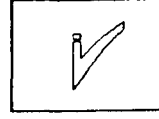
Hisse senetlerinin sevki sırasında doğabilecek sigorta giderleri



EK I

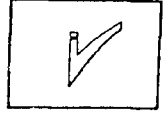
MEVCUT ORTAKLARIN HİSSELERİNİN SATIŞI YOLUYLA HALKA ARZLARDA SPK'NA YAPILACAK BAŞVURUDA GEREKEN BİLGİ VE BELGELER

- (a) İmzalanan aracılık sözleşmesinin bir örneği ile akit taraflarının, noter onaylı imza örnekleri veya imza sirküleri,
- (b) Halka arz, tüzel kişi ortak tarafından yapılıyor ise, sözkonusu tüzel kişinin yetkili organınca alınacak halka arz kararının noter tasdikli bir örneği,
- (c) Hisse senetlerini halka arz edecek olan gerçek ve/veya tüzel kişilerin, ilgili ortaklıktan alacakları; o şirketin ortağı olduklarını ve ortaklığın nominal sermayesindeki paylarının oran ve miktarlarını gösterir belge,
- (d) Halka arz edilecek hisse senetlerinin bedellerinin tamamen ödenmiş olduğuna dair ilgili ortaklıktan alınacak belge,
- (e) Hisse senetleri halka arz edilecek ortaklığın yürürlükteki esas sözleşmesinin bir örneği,
- (f) İzahname ve Sirküler (Seri:I, No:8 Tebliğin 3. maddesi (b) bendi kapsamına giren işlemlerde izahname düzenlenmez),
- (g) Halka arz edilecek hisse senetlerinin bir örneği,
- (h) Ortaklık yetkililerince imzalı, ilgili ortaklığa ait geçmiş üç yıllık bağımsız denetim kurumunca denetlenmiş bilanço, kar/zarar tablosu; denetlenmiş ara mali tablolar ile faaliyet raporu (şirketin hesap döneminin ilk üç ayı içindeki arzlarda yıllık mali tablolar, daha sonraki tarihlerde yapılacak halka arzlarda yıllık mali tabloların yanısıra ara bilanço ve gelir tablosu düzenlenmesi gerekmektedir),
- (i) Halka arz edilecek hisse senetleri üzerinde, senetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar olmadığını ve ayrıca hisse senetleri üzerinde intifa hakkı olup olmadığını belgeleyen ilgili ortaklıktan alınmış bir yazı ile hisse senetlerini halka arz edeceklerin bu konudaki yazılı beyanları,



-
- (j) Halka arz edilecek hisse senetleri üzerindeki zilyedliğin herhangi bir rehin veya teminat işlemine dayanmadığı konusunda hisse senetlerini halka arz edecek olanların yazılı beyanları,
- (k) Halka arz edilecek hisse senetlerinin tertip, grup, tür ve seri numaraları itibariyle ayrıntılı dökümü, satış anında senet üzerinde bulunacak kar payı ve yeni pay alma kuponlarının yılları ve numaraları ile adetleri,
- (l) Söz konusu hisse senetlerinin üzerindeki kuponlara göre ilk kez hangi yılın karından pay alacağı, ödeme esasları ve belirlenmiş ise kar payı oranı ve tutarı (Bu açıklamalar ilgili ortaklığın yazılı beyanına dayanmalıdır),
- (m) Bedelli veya bedelsiz olarak yapılacak ilk sermaye artırımında, kullanılacak yeni pay alma kuponunun numarası (Bu açıklama ilgili ortaklığın yazılı beyanına dayanmalıdır),
- (n) Hisse senetleri için öngörülen satış fiyatı ile bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan varsayımlar,
- (o) Ortaklığın varsa devam etmekte olan yatırımları hakkında bilgi,
- (p) Ortaklığın organizasyon şeması,
- (r) Ortaklığın sermayesi yakın zamanda artırılmış ise, sermaye artırımının noter tespiti.

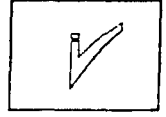
İzahname ve sirkülere ilişkin standart örnekler başvuru öncesinde Kurul'dan temin edilecektir.



EK II

SERMAYE ARTIRIMI YOLUYLA HALKA ARZLARDA SPK'NA YAPILACAK BAŞVURUDA GEREKEN BİLGİ VE BELGELER

- (a) Yürürlükte bulunan tüm değişiklikleri içeren ve tek bir metin haline getirilmiş, ortaklığı temsile yetkili kişilerce imzalı esas sözleşme,
- (b) Ortaklığı, varsa bağımsız denetim kuruluşunu ve varsa aracı kurumu temsile yetkili kişilerce imzalı, artırılabilecek sermayeyi temsil edecek hisse senetlerinin satışa arzı ile ilgili olarak düzenlenmiş,
- İzahname
 - Tasarruf sahiplerine duyuru
- (c) Çıkarılacak hisse senedi örneği,
- (d) Tebliğin 10. maddesinde belirtilen yönetim kurulu kararının tasdikli örneği,
- (e) Satış aracı kuruluş kanalıyla yapıldığı takdirde, aracılık konusunda yapılmış sözleşme,
- (f) İç kaynaklardan sermaye artırılması durumunda, bu kaynakların oluşumuna, bünyede mevcudiyetine, sermayeye eklenebilirliğine ilişkin VUK'nun ilgili tebliğleri gereğince düzenlenmiş yeminli müşavir raporu,
- (g) Ortaklığı temsile yetkili kişilerce imzalı geçmiş 3 yıla ait kar dağıtım tabloları,
- (h) Ortaklık yetkililerince imzalı, ilgili ortaklığa ait geçmiş üç yıllık bağımsız denetim kurumunca denetlenmiş bilanço, kar/zarar tablosu; denetlenmiş ara mali tablolar ile faaliyet raporu(şirketin hesap döneminin ilk üç ayı içindeki arzlarda yıllık mali tablolar, daha sonraki tarihlerde yapılacak halka arzlarda yıllık mali tabloların yanısıra ara bilanço ve gelir tablosu düzenlenmesi gerekmektedir),
- (i) Yönetim kurulu üyeleri ve genel müdürün ortaklık dışında yaptığı işler, yönetici olarak çalıştığı yerler ve aldığı görevlere ilişkin belgeler,
- (j) Sermaye artırım gerekçesi.

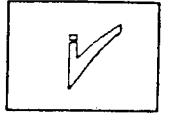


EK III

İMKB'NA PAZAR AÇILMASI İÇİN YAPILACAK BAŞVURUDA GEREKEN BİLGİ VE BELGELER

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanlığı'na aracı kurum yetkili yöneticisi tarafından sermayenin ne kadarının hangi ortak tarafından ve kaç lira fiyatla halka arz edileceğine dair yazılan bir mektup ekinde ;

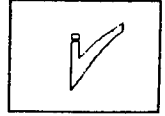
- Aracılık Yüklenim Sözleşmesi,
- Şirketin İmza Sirküleri,
- Yürürlükteki Esas Sözleşme Örneği,
- SPK kaydına alındığına dair belge, İzahname ve Sirküler örnekleri ile yayınlandıkları gazeteler,
- Her kupürden birer adet örnek hisse senetleri (specimen),
- Databank Formu (bu formda şirketin ünvanı, yönetim kurulu üyeleri, idari kadro; üretim ve yatırımlara ait bilgiler; sermayeye ait bilgiler; iştirakler; sermaye dağılımı; hisse senedi kupür listesi, tertip, no, adet vb bilgiler; temettü dağıtım tablosu; kar dağılımı; son üç yıl bilanço ve gelir tabloları ile son döneme ait bilanço ve gelir tablosu yer alır),
- Genel Bilgiler Formu,
- Son üç yıla ait olağan ve olağanüstü genel kurul toplantılarına ait gündem, hazırlanmış cetveli ve toplantı tutanakları ile faaliyet ve denetçi raporları,
- Kuruluş ve kuruluşun bu yana esas sözleşme değişikliklerinin yayınlandığı T. Ticaret Sicil Gazeteleri,
- Beyaz (Açığa) cironun kabulü konusunda yönetim kurulu kararı örneği,
- Şirketin bilgi vereceğine dair işlem görme taahhütnamesi,
- Aracı kurumun istenen satış fiyatının tespitine ilişkin hazırladığı fizibilite raporunun örneği,



- İzahname ve sirkülerin basım için master örneği,

- Bağımsız dış denetim raporu

ile sözkonusu hisselerin Borsa Pazarı'nda işlem görmesi için müracaat edilir.



EK IV

İMKB'NA KOTASYON İÇİN YAPILACAK BAŞVURUDA GEREKEN BİLGİ VE BELGELER

Kota alınması istenen hisse senetleri ile ilgili başvurularda gerek duyulan bilgiler :

- Şirket Hakkında Genel Bilgiler,
- Sermaye ve Dağılımı Hakkında Bilgiler,
- İhraca İlişkin Bilgiler (hisse senetlerinin cinsi, tertibi, tutarı ve kupürlere dağılımı; varsa bedelsiz dağıtılan hisse miktarı; vezne hizmetlerinin kimin tarafından yapılacağı.),
- Kuruluşun Mali Durumu ve Karlılığı İle İlgili Veriler (önemli göstergeler, son üç yılda elde edilen kar miktarları ve son üç yılda dağıtılan temettü miktarları),
- Varsa ihraç edilen kıymetlerin piyasada tedavülüyle ilgili istatistik bilgi.

Bu bilgi formuna aşağıdaki belgeler eklenir :

- SPK kaydına alındığına dair belge, İzahname, Sirküler ve yayımlandıkları T. Ticaret Sicil Gazetesi,
- Şirket kayıtlı sermaye sistemine tabi ise sermaye artırımının tamamlandığına ilişkin belge ve yayımlandığı T. Ticaret Sicil Gazetesi,
- Specimenler (Matbaada basılmış, her kupürden birer adet örnek hisse senedi),
- Varsa vezne hizmetlerini yapacak kurumla yapılan anlaşmanın örneği,
- Kuruluşun anasözleşmesi ve değişiklikleri ile yayımlandıkları T. Ticaret Sicil Gazeteleri,
- Son üç yıl içinde yapılan olağan ve olağanüstü genel kurul toplantılarına ait gündem, hazırlanmış cetvelleri, toplantı tutanakları, faaliyet ve denetçi raporları ile bilançolar, kar ve zarar cetvelleri,
- Kupür dağılımını gösteren liste veya tablo.

ARÇELİK A.Ş.

KURULUŞ TARİHİ : 21/01/1955
(Established in)

BAŞLICA ÜRETİMİ : BEYAZ EŞYA VE ELEKTRİKLİ
EV ALETLERİ
(Durable Household goods)

(Main Business Line)

GENEL MERKEZ : ÇAYIROVA-GEBZE
(Head Office) İSTANBUL

GENEL MÜDÜR : MEHMET ALİ BERKMAN
(General Manager)

YÖNETİM KURULU : HASAN SUBAŞI
(Board of Directors) SUNA KIRAÇ
FRED BURLA
İNAN KIRAÇ
UĞUR EKŞİOĞLU
ERDOĞAN GÖNÜL
MUSTAFA KOÇ
NECATİ ARIKAN

TELEFON NO : (216) 395 45 15
(Phone)

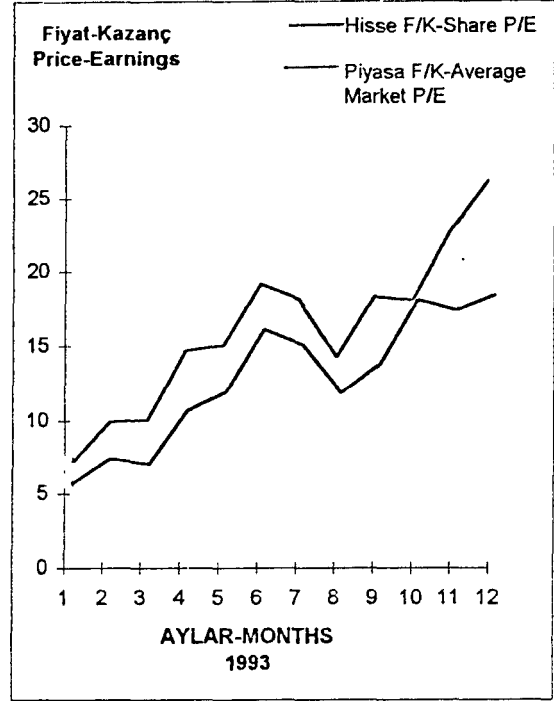
FAKS NO : (216) 395 27 27
(Faximile)

PERSONEL ve İŞÇİ SAYISI : 3.278
(Number of Employees)

TOPLU SÖZLEŞME TARİHİ : 01/09/1992-01/10/1994
(Collective Bargaining Date)

KAYITLI SERMAYE TAVANI : 2.000.000.000.000
(Authorized Capital)

ÇIKARILMIŞ SERMAYE : 864.000.000.000
(Issued Capital)

**GENEL BİLGİLER**

Arçelik A.Ş. 1993 yılında işletmelerdeki üretim kapasitesi, teknolojik yatırımları ve gerçekleştirdiği satış miktarı bakımından Avrupa'nın beyaz eşya üreticileri arasında ilk on içinde yer almaktadır.

Şirket'in son üç yıllık üretim miktarları aşağıda görülmektedir.

	(Adet-units)			
	Buzdolabı <i>Refrigerators</i>	Çamaşır ve Bulaşık Makinası <i>Washing Mac. and Dishwashes</i>	Elek.Süpürgesi <i>Vacuum Clenars</i>	Klima <i>Air Conditioner</i>
1991	553.852	679.608	383.873	71.077
1992	569.299	731.901	406.844	52.067
1993	695.694	897.765	448.584	36.713

Şirket 1993 yılında satışlarını miktar olarak %20 artırmış ve artan rekabete rağmen pazar payını korumuştur. Bunun yanında Şirket 1992 yılına göre ihracatını %62 artırarak 45 milyon dolara çıkarmıştır.

1993 yılı içerisinde Ankara'daki bulaşık makinası yatırımı tamamlanarak faaliyete geçmiştir. Ayrıca Şirket kapasiteyi artırmak, model yenilemek ve modernizasyon amacı ile toplam 277.700 milyon TL yatırıma gitmiştir. 1993 sonu itibarıyla Şirket, sözkonusu yatırımlar için 90.330 milyon TL tutarında harcama yapmıştır.

Türkiye'nin AT ile gümrük birliğine girmesi çalışmaları doğrultusunda üretilen mamullerin koruma oranlarının önümüzdeki bir kaç yıl içinde sıfırlanacağını göz önüne alan Şirket, kalite ve verimliliği artırma çalışmalarını bu yıl da sürdürmüştür.

GENERAL INFORMATION

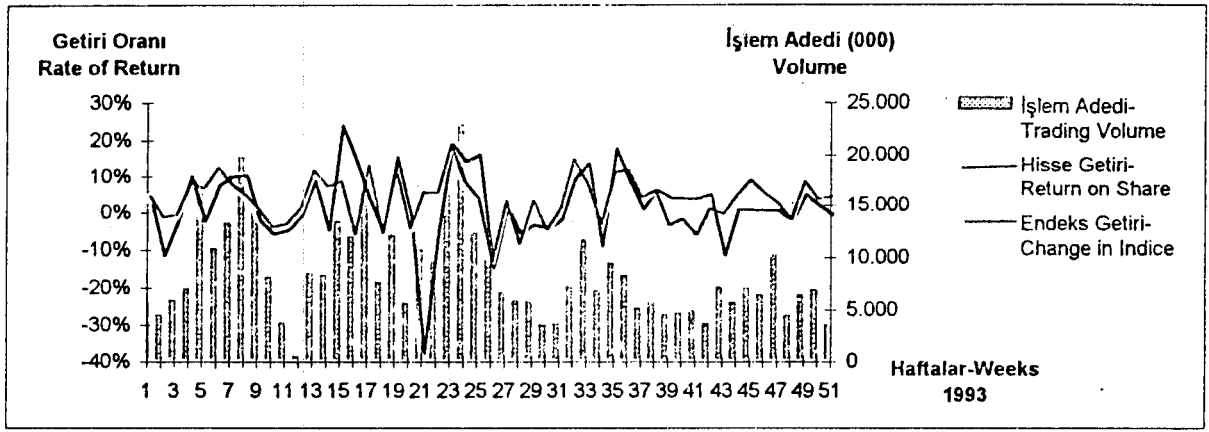
Arçelik is placed among the first ten companies operating in durable goods sector in Europe, according to the technological investment, the sales figures and production capacity in 1993.

The Company's three-year production figures are given below.

The Company increased its sales volume by 20% and kept its market share in spite of the heavy competition in 1993. Beside, the Company increased its export by 62% to a level of US \$ 45 million compared to 1992.

In 1993 the dishwashers investments in Ankara was completed and began to produce. The Company planned to invest TL 277.700 million to increase the capacity, renew the model and modernization. In 1993, the Company spent TL 90.330 million for related investments.

Parallel to the Turkey's activities in order to join European Community and European Customs Union the Company has considered a decline on the customs tariffs and concentrated on quality and productivity improvement investments.



Şirket'in 1993 yılı içinde gerçekleştirdiği ithalat ve ihracat rakamları aşağıda gösterilmektedir.

The export and import figures that the Company realized in 1993 are given below.

<u>İthalat (TL)</u> <u>Imports (\$)</u>	<u>Maliyetler İçindeki Payı(%)</u> <u>Proportion In Costs(%)</u>	<u>İhracat (TL)</u> <u>Exports (\$)</u>	<u>Satışlar İçindeki Payı(%)</u> <u>Proportion In Sales(%)</u>
3.254.000.000.000 226.000.000	33	560.594.000.000 45.000.000	4

Şirket'in devam etmekte olan yatırımları aşağıda verilmektedir.

The on-going investments of the Company are given below.

<u>Devam Eden Yatırımlar</u> <u>Continuing Investments</u>	<u>Başlangıç-Bitiş Tarihleri</u> <u>Beginning Date -</u> <u>Estimated Ending Date</u>	<u>Yatırım Tutarı-</u> <u>Estimated Investment</u> <u>(Milyon-Million TL)</u>	<u>Gerçekleşen Tutar -</u> <u>Realized Part of</u> <u>Investment</u>
KAPASİTE ARTIRIMI (Capacity expansion)	01/12/1992 30/07/1994	143.040	57.960
YENİ ÜRÜN (New product development)	01/04/1993 30/09/1994	38.605	70
MODERNİZASYON (Modernization)	01/12/1993 31/07/1994	5.890	570
İNŞAAT (Construction)	01/11/1993 30/11/1995	54.710	22.280
DİĞER (Others)	01/01/1993 31/12/1994	35.455	9.450
YENİ ÜRÜN PROJESİ (New product project)	01/12/1993 31/07/1995	145.550	2.640
YENİ FABRİKA İNŞAATI (New plant project)	01/10/1993 31/12/1996	2.140.000	20.120

Şirket'in başlıca iştirakleri ve iştirak sermayesi içindeki payı aşağıda gösterilmiştir.

The Company's main participations and its portion in their equity capital are shown below.

<u>İştirakler</u> <u>Participations</u>	<u>İştirak Sermayesi</u> <u>Participation Capital</u>	<u>İştirak Payı (%)</u> <u>Participation(%)</u>
TÜRK ELEKT. END. A.Ş.	200.000.000.000 TL	99.96
ARDEM PİŞİRİCİ ISITICI CİHAZLARI A.Ş.	160.000.000.000 TL	78.15
DESTEK EV CİH. SAN. VE TİC. A.Ş.	16.000.000.000 TL	39.90
BEKOTEKNİK A.Ş.	350.000.000.000 TL	27.50
RAM DIŞ TİCARET A.Ş.	40.000.000.000 TL	10.00
KOÇBANK A.Ş.	1.000.000.000.000 TL	3.57

Şirket'in başlıca ortakları ve sermaye payları aşağıda gösterilmektedir.

The main shareholders and their portions in the equity capital are shown below.

<u>Ortak Ünvanı</u> <u>Share Holders</u>	<u>Tutar(MilyonTL)</u> <u>Amount(TL Million)</u>	<u>Sermaye Payı (%)</u> <u>Share In Capital(%)</u>
KOÇ HOLDİNG A.Ş.	199.670	23.11
TEKNOSAN	157.940	18.28
KOÇ YATIRIM A.Ş.	129.600	15.00
KOÇ AİLESİ	91.238	10.56
GRUP ŞİRKETLERİ	83.116	9.62
DİĞER (Others)	202.436	23.43

ARÇELİK A.Ş.

BİLANÇO	TL Milyon (Million)					BALANCE SHEET
	1989	1990	1991	1992	1993	
DÖNEN VARLIKLAR	480.099	665.707	1.431.135	2.723.877	4.881.447	CURRENT ASSETS
Hazır Değerler	32 459	42 427	60 959	16 314	1.962	Cash and Banks
Menkul Kıymetler (Net)	53 931	61 599	22 348	236 504	---	Marketable Securities (Net)
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (Net)	270.799	331.873	769.970	1.817.322	3.625.744	Accounts Receivable (Net)
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar (Net)	19	57	10 337	112	545	Other Receivables (Net)
Stoklar (Net)	112.506	208 202	500 557	564 546	1.074.715	Inventories (Net)
Stoklar	88 872	170 654	337 892	418 249	741 815	Inventories
Verilen Sipariş Avansları	23 634	37 548	162 665	146 297	332.900	Advances Given
Diğer Dönen Varlıklar	10.385	21 549	66 964	89 079	178 481	Other Current Assets
DURAN VARLIKLAR	105.719	198.309	373.319	688.536	1.439.767	NON-CURRENT ASSETS
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar (Net)	548	831	1.397	2 448	2.942	Accounts Receivable (Net)
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar (Net)	96	257	666	1 581	3.909	Other Receivables (Net)
Finansal Duran Varlıklar (Net)	34 472	79 368	129 157	230 599	468.924	Financial Assets (Net)
Maddi Duran Varlıklar (Net)	69 625	113.374	237 274	440 869	953.141	Tangible Fixed Assets (Net)
Binalar, Arsa ve Araçlar	20 034	34 840	66 581	170 877	368.718	Buildings, Land and Property
Makine, Tesis ve Cihazlar	184 105	340 586	608 977	918 167	2.109.516	Machinery, Plants and Equipment
Diğer Duran Varlıklar	9 272	17.042	24 875	35.508	81.842	Other Tangible Assets
Birikmiş Amortismanlar (-)	(160.085)	(304 405)	(516 307)	(789 702)	(1.680.192)	Accumulated Depreciation (-)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	9 069	5 002	32 316	27 614	27.078	Construction-in-progress
Verilen Sipariş Avansları	7 230	20 309	20 632	78 405	46 179	Advances Given
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	978	4 479	4 825	13 039	10 851	Intangible Assets (Net)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	978	4.479	4.825	13.039	10.851	Intangible Assets
Verilen Avanslar	---	---	---	---	---	Advances Given
Diğer Duran Varlıklar	---	---	---	---	---	Other Non-current Assets
AKTİF TOPLAMI	585.818	864.016	1.804.454	3.412.413	6.321.214	TOTAL ASSETS
KISA VADELİ BORÇLAR	338.865	346.857	823.194	1.533.792	2.685.387	CURRENT LIABILITIES
Finansal Borçlar	57 701	22 459	150 314	244 963	447 406	Financial Liabilities
Ticari Borçlar (Net)	55 957	94 989	337 272	531 334	1.311.711	Accounts Payable (Net)
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	39 994	73 988	97 194	246 966	473.596	Other Short-term Liabilities
Alınan Sipariş Avansları	155 996	56 572	87 735	256 627	137.003	Advances from Customers
Borç ve Gider Karşılıkları	29 217	98 849	150 679	253 902	315 671	Accrued Expenses
UZUN VADELİ BORÇLAR	79.182	131.620	223.601	458.774	1.038.705	LONG-TERM LIABILITIES
Finansal Borçlar	55 178	72 751	125 810	284 532	750.005	Financial Liabilities
Ticari Borçlar (Net)	---	---	---	---	---	Long-term Accounts Payable (Net)
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	3 663	5 023	8 626	14 005	16.962	Other Long-term Liabilities
Alınan Sipariş Avansları	---	---	---	---	---	Advances Received on Orders
Borç ve Gider Karşılıkları	20 341	53 846	89 165	160 237	272.738	Accrued Expenses
ÖZSERMAYE	167.771	385.539	757.659	1.419.847	2.596.122	SHAREHOLDERS' EQUITY
Sermaye	45 000	90 000	225 000	540 000	864 000	Paid-in Capital
Sermaye Taahhütleri (-)	---	---	---	---	---	Unpaid Capital
Emisyon Primi	181	4 685	7 418	14 041	20 343	Share Capital Premium
Yeniden Değerleme Değer Artışı	30 287	51 885	64 017	98 519	255.838	Revaluation Surplus
Duran Varlıklarda Değer Artışı	21 648	29 438	46 600	93 621	186.014	From Tangible Assets
İştiraklerde Değer Artışı	8 639	22 447	17 417	3 908	68 834	From Participations
İştiraklerden Gelen İştirak Satış Kârı	990	990	990	990	990	Income From Participations' Disinvestment
Yedekler	36 913	50 313	92 520	178 722	336 987	Retained Earnings
Yasal Yedekler	8 992	17 048	38 599	91 411	172 415	Legal Reserves
Statü Yedekleri	---	---	---	---	---	Statutory Reserves
Özel Yedekler	7 003	11 603	45 103	63 456	55 470	Special Reserves
Ölçümlü Yedekler	20 918	21 662	8 818	23 855	109 102	Extraordinary Reserves
Net Dönem Kârı	54 400	187 666	367 714	588 565	1 118 954	Net Profit
Dönem Zararı (-)	---	---	---	---	---	Term Loss (-)
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	---	---	---	---	---	Accumulated Losses (-)
PASİF TOPLAMI	585.818	864.016	1.804.454	3.412.413	6.321.214	TOTAL LIABILITIES AND EQUITY
GELİR TABLOSU						INCOME STATEMENT
Brüt Satışlar	1 115 888	2 048 433	4 126 506	7 585 670	13 647 637	Gross Sales
Satışlardan İndirimler (-)	64 258	60 487	97 391	323 118	365 349	Sales Deductions (-)
Net Satışlar	1 051 630	1 987 946	4 029 115	7 262 552	13 282 288	Net Sales
Satışların Maliyeti (-)	827 186	1 565 485	3 136 431	5 509 424	9 924 160	Cost of Goods Sold
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	224.444	422.461	892.684	1.753.128	3.358.128	GROSS PROFIT (LOSS)
Faaliyet Giderleri (-)	106 633	168 474	353 450	663 552	1 643 499	Operating Expenses
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	117.811	254.007	539.234	1.089.576	1.714.629	PROFIT (LOSS) ON MAIN ACTIVITIES
Diğer Faal Gelirler ve Karlar	14 640	62 444	78 032	184 966	269 391	Income and Gains from Other Operations
Diğer Faal Giderler ve Zararlar (-)	6 553	1 620	20 949	188 475	284 757	Expenses and Losses from Other Operations
Finansman Giderleri (-)	45 542	33 752	69 483	235 305	241 306	Financial Expenses
FAALİYET KARI (ZARARI)	80.356	281.079	526.834	850.762	1.457.957	OPERATING PROFIT (LOSS)
Ölçümlü Gelirler ve Karlar	5 208	10 139	9 106	2 165	2 212	Extraordinary Income and Gains
Ölçümlü Giderler ve Zararlar (-)	1 947	4 703	17 547	10 460	25 543	Extraordinary Expenses and Losses
DÖNEM KARI (ZARARI)	83.617	286.515	518.393	842.467	1.434.626	PROFIT BEFORE TAXES (LOSS)
Ö Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	29 217	98 849	150 679	253 902	315 672	Taxes Payable
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	54.400	187.666	367.714	588.565	1.118.954	NET PROFIT (LOSS)
Dağıtılan Toplam Temettü	41 000	129 825	280 170	415 800	864 000	Total Dividends Distributed
Canı Yıl Amortismanı	37 241	58 223	136 519	222 783	645 183	Depreciation Charge
PAY BAŞINA VERİLER						PER SHARE DATA
Pay Sayısı ('000)	45 000	90 000	225 000	540 000	864 000	Number of Shares ('000)
Pay Başına Net Kâr (TL)	1 209	2 085	1 634	1 090	1 295	Earnings per Share (TL)
Pay Başına Temettü (TL)	911	1 443	1 245	770	1 000	Dividend per Share (TL)
Pay Başına Defter Değeri (TL)	3 728	4 284	3 367	2 629	3 005	Book Value per Share (TL)
Pay Başına Amortisman (TL)	828	647	607	413	747	Depreciation per Share (TL)
YIL SONU KAPANIŞ FİYATI (TL)	18.000	13.250	19.250	6.300	19.250	YEAR-END CLOSING PRICE (TL)

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR
(FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Cari Oran (Current Ratio)				Likidite Oranı (Acid-Test Ratio)					Alacak Devir Hızı (Receivables Turnover)					
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
ABANA	1,72	4,93	3,27	2,27	1,23	0,40	2,73	0,82	0,67	0,64	18,89	10,33	20,44	10,70	5,33
ADANA ÇİMENTO	2,01	1,96	2,77	2,06	2,40	1,08	1,23	2,26	1,50	1,96	8,49	8,66	8,51	5,28	5,81
AFYON ÇİMENTO	1,93	1,65	1,09	1,61	2,95	0,78	0,80	0,26	0,33	2,12	376,34	22,39	20,30	39,68	20,57
AKAL TEKSTİL	1,82	3,41	2,55	2,04	2,06	1,29	2,33	1,66	1,57	1,21	2,99	3,56	5,08	5,92	4,87
AKÇİMENTO	1,60	2,51	1,09	1,07	1,33	0,55	1,20	0,45	0,47	0,80	10,33	11,54	9,58	10,65	7,72
AKSA	2,85	2,76	2,74	2,52	2,99	1,86	1,82	2,13	1,94	2,13	3,14	2,76	2,73	3,07	3,36
AKSU	2,33	2,44	2,22	3,41	5,46	1,56	1,78	1,53	2,62	4,13	2,51	2,18	2,06	2,74	2,93
AKTAŞ ELEKTRİK	---	1,17	1,52	1,73	1,11	---	0,77	1,29	1,56	0,92	---	3,17	4,64	5,07	4,62
AKTİF FİNANS	---	2,27	1,16	1,07	1,14	---	2,25	1,14	1,07	1,11	---	---	---	---	---
ALCATEL TELETAŞ	1,75	1,29	1,23	1,40	1,13	0,79	0,74	0,65	0,87	0,77	3,10	3,22	2,31	1,67	1,16
ALARKO HOLDİNG	1,44	1,49	1,62	13,50	9,25	1,37	1,42	1,57	13,46	8,38	---	---	---	---	---
ALARKO SANAYİ	1,36	1,47	0,97	1,59	1,67	0,70	0,81	0,56	0,85	1,24	5,63	4,16	4,85	6,42	3,61
ALTINYILDIZ MENSUCAT	1,39	1,36	1,37	2,02	1,79	0,60	0,86	0,84	1,19	1,06	3,40	2,74	2,23	3,97	3,76
ALTINYUNUS ÇEŞME	0,76	1,01	0,68	1,97	0,73	0,74	0,84	0,64	1,78	0,50	50,25	28,56	22,19	24,38	19,55
ANADOLU CAM	1,85	2,55	2,62	3,18	4,16	1,22	1,80	2,06	2,34	3,30	3,64	2,78	4,63	7,67	7,01
ARÇELİK	1,42	1,92	1,74	1,78	1,82	1,05	1,26	1,05	1,35	1,35	3,88	5,99	5,23	4,00	3,66
ASELSAN	1,75	3,47	1,44	1,44	1,68	0,51	1,86	0,40	0,47	0,93	2,64	1,97	3,05	3,40	2,14
ASLAN ÇİMENTO	1,03	1,54	0,94	1,34	1,53	0,34	0,88	0,27	0,65	0,91	14,74	13,24	13,02	6,95	5,95
AYGAZ	5,10	2,79	2,72	2,84	2,54	4,11	2,34	2,09	2,22	2,00	10,45	9,09	5,90	7,09	6,03
BAGFAŞ	2,69	1,92	3,91	3,19	2,02	2,06	1,25	2,82	1,80	1,55	4,94	3,53	7,63	11,98	3,55
BANVİT	1,29	1,50	1,60	1,63	1,54	0,91	0,97	0,95	0,70	0,75	10,30	11,18	12,90	19,55	14,82
BEKOTEKNİK	1,50	1,81	1,59	1,79	2,32	1,09	1,27	1,11	1,38	1,86	2,27	3,12	2,91	2,45	2,41
BİRLİK TÜTÜN	1,05	0,99	1,11	1,00	1,01	0,24	0,37	0,83	0,11	0,05	11,00	4,08	5,01	6,52	20,74
BOLU ÇİMENTO	3,20	1,56	2,23	2,37	1,45	2,02	0,53	0,74	1,16	0,29	21,02	20,17	16,44	10,37	9,19
BRİSA	1,65	1,67	1,17	1,35	1,38	0,87	0,82	0,63	0,78	0,79	6,05	6,53	4,97	4,72	4,76
BURÇELİK	---	---	1,64	2,03	1,74	---	---	0,89	0,95	1,07	---	---	5,37	7,81	7,24
BURSA ÇİMENTO	1,88	1,38	0,95	2,05	1,70	0,70	0,82	0,42	0,84	1,14	22,32	12,73	11,80	14,05	9,70
ÇANAKKALE ÇİMENTO	0,35	0,36	0,62	0,80	0,55	0,17	0,19	0,39	0,33	0,22	6,48	6,07	6,56	10,21	8,64
ÇELİK HALAT	2,32	2,52	2,02	1,48	1,49	1,45	1,46	1,19	1,07	0,97	3,99	4,02	3,03	2,97	3,07
ÇİMENTAŞ	1,22	0,90	1,87	2,48	2,38	0,28	0,28	0,76	1,93	1,85	110,54	29,62	23,81	12,77	17,33
ÇİMSA	1,47	2,12	2,60	1,35	1,52	0,31	0,82	1,05	0,65	0,87	17,93	10,91	8,64	9,08	6,33
ÇUKUROVA ELEKTRİK	3,19	1,65	1,31	1,34	1,94	3,01	1,23	1,06	1,22	1,81	8,01	8,41	9,81	9,40	10,74
DENİZLİ CAM	1,97	1,89	1,90	1,87	1,96	1,36	1,17	1,18	1,29	1,52	4,32	2,79	3,01	3,21	4,44
DERİMOD	1,31	1,17	1,12	1,03	1,22	0,44	0,34	0,34	0,50	0,80	6,43	5,31	4,77	6,77	3,02
DEVA HOLDİNG	1,32	1,98	1,50	1,06	1,12	0,88	1,32	1,10	0,85	0,83	5,06	5,13	2,52	2,28	2,34
DİTAŞ	2,21	2,58	2,81	3,48	2,89	1,52	1,66	1,60	1,74	1,94	4,17	6,49	3,96	6,74	5,11
DOĞAN HOLDİNG	---	3,36	2,49	0,30	1,16	---	3,36	2,49	0,30	1,16	---	---	---	---	---
DOĞUSAN	2,08	3,77	1,57	1,18	1,83	0,09	0,44	0,05	0,04	0,56	40,06	30,43	169,42	26,48	10,83
DÖKTAŞ	2,34	2,30	2,35	2,47	2,45	1,35	1,74	1,45	1,62	1,69	5,84	4,75	5,66	5,58	5,25
DURAN OFSET	1,32	0,86	1,04	0,90	1,31	0,92	0,50	0,88	0,55	0,73	5,38	5,35	3,44	6,38	5,92
ECZACIBAŞI İLAÇ	1,30	1,85	1,06	1,77	1,22	1,03	1,34	0,80	1,33	1,01	3,50	3,06	1,78	1,80	1,83
ECZACIBAŞI YATIRIM	0,31	0,05	1,73	1,46	4,69	0,31	0,04	1,72	1,46	4,69	---	---	---	---	---
EDİP İPLİK	0,83	1,10	1,04	1,11	1,18	0,36	0,52	0,57	0,64	0,55	11,42	8,27	6,06	6,43	4,67
EGE BİRACILIK	0,95	1,48	2,01	2,32	2,68	0,46	1,01	1,47	1,76	2,08	14,60	9,72	9,77	13,28	9,36
EGE ENDÜSTRİ	1,67	0,83	1,38	1,89	1,64	0,80	0,37	0,99	1,10	1,05	5,32	6,85	2,38	5,15	3,86
EGE GÜBRE	1,44	1,62	1,39	1,82	2,74	1,08	1,09	0,62	1,38	1,87	2,86	3,93	5,62	6,37	5,52
EGE PROFİL	---	2,34	1,89	1,42	1,65	---	1,51	1,25	1,08	1,18	---	4,51	4,60	3,17	7,38
EGE SERAMİK	1,32	1,83	1,19	4,26	3,82	0,92	1,32	0,82	2,94	2,91	2,44	2,68	2,33	2,88	2,09
EMSAN	---	1,48	1,36	1,21	2,00	---	1,22	0,93	0,96	1,15	---	2,13	2,37	1,89	2,93
ENKA HOLDİNG	1,17	1,36	1,75	2,23	2,90	1,02	1,23	1,73	2,21	2,86	---	---	---	---	---
ERCIYAS BİRACILIK	0,85	1,69	2,16	1,00	1,79	0,63	1,10	1,50	0,51	1,35	3,73	6,42	5,63	8,01	6,10
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	2,88	4,55	5,15	2,97	2,51	0,90	1,95	2,00	1,26	0,96	36,67	27,26	9,74	5,79	5,88
FACTOFİNANS	---	1,16	1,04	1,18	1,14	---	1,16	1,04	1,18	1,14	---	---	---	---	---
FENİŞ ALÜMİNYUM	0,98	1,12	0,87	1,07	1,11	0,67	0,92	0,71	0,96	0,96	6,77	3,23	2,26	1,94	1,79
FİNANS FİN. KİRALAMA	---	0,75	0,72	0,77	0,69	---	0,72	0,70	0,68	0,66	---	---	---	---	---
GENTAŞ	1,32	1,61	1,62	2,45	2,20	0,95	0,77	1,12	1,44	1,64	4,94	10,79	2,03	4,47	6,24
GİMA	1,00	1,09	1,07	1,04	0,95	0,35	0,38	0,40	0,41	0,37	8,21	8,91	9,50	9,77	8,20
GLOBAL YATIRIM	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
GOOD YEAR	1,96	1,34	1,72	1,82	1,85	1,26	0,84	1,24	1,36	1,26	5,49	4,38	4,34	4,33	3,97
GORBON İŞİL	1,30	1,17	1,04	1,10	0,98	0,78	0,63	0,66	0,77	0,57	3,43	4,23	3,43	3,42	2,92
GÜBRE FABRİKALARI	1,72	1,46	1,24	1,33	1,30	1,46	1,14	0,85	0,92	1,11	2,52	2,58	4,80	5,38	2,72
GÜNEY BİRACILIK	1,60	1,89	1,79	1,78	1,99	0,97	1,28	1,28	0,84	1,47	7,74	6,93	6,75	8,58	7,28
HEKTAŞ	1,50	1,30	1,03	0,91	1,09	0,52	0,54	0,47	0,45	0,55	8,17	4,30	3,93	5,83	4,27
HURRIYET GAZETECİLİK	1,14	1,43	1,15	0,88	1,02	0,95	1,13	0,88	0,59	0,85	3,05	4,19	4,64	4,97	4,74
İKTİSAT FİNANSAL KİR.	0,13	0,45	0,29	0,33	0,21	0,09	0,44	0,27	0,31	0,19	---	---	---	---	---
İNTEMA	1,29	0,98	1,05	1,11	1,43	0,34	0,25	0,47	0,67	0,52	16,95	11,77	6,95	3,37	9,80
İSTANBUL MOTOR PİSTON	3,56	2,35	2,38	1,88	2,51	1,03	1,54	1,18	0,92	1,31	6,11	4,07	3,63	5,17	4,56
İZMİR DEMİR ÇELİK	0,40	0,35	0,65	1,11	1,61	0,25	0,18	0,36	0,50	0,63	6,99	6,39	7,39	5,89	7,39
İZOCAM	2,10	2,19	2,70	2,01	2,36	1,80	1,84	2,34	1,74	1,89	2,68	2,97	2,62	2,37	2,95
KARTONSAN	1,56	2,27	1,82	2,44	2,99	0,79	1,27	0,70	1,35	1,84	8,90	7,60	8,21	4,99	5,75

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR (FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Carli Oran (Current Ratio)					Likidite Oranı (Acid-Test Ratio)					Alacak Devir Hızı (Receivables Turnover)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
	KAV	3,11	1,91	0,98	1,15	1,30	1,86	0,65	0,37	0,46	0,78	4,59	7,52	6,23	6,51
KELEBEK MOBİLYA	1,35	1,29	1,47	1,80	1,81	1,01	1,13	1,17	1,47	1,41	3,96	1,87	2,62	3,85	4,0
KENT GIDA	2,58	2,22	1,44	1,14	1,84	1,89	1,76	1,25	0,76	1,28	3,30	3,20	1,86	4,08	3,0
KEPEZ ELEKTRİK	0,57	0,58	1,84	1,93	1,34	0,54	0,52	1,81	1,91	1,25	3,90	8,50	4,43	8,20	8,5
KOÇ HOLDİNG	8,21	0,47	2,00	4,74	4,92	8,10	0,45	1,94	4,47	4,88	---	---	---	---	---
KOÇ YATIRIM	10,95	19,19	15,80	10,69	6,16	8,34	15,49	14,86	10,00	5,04	---	---	---	---	---
KONITEKS	---	1,16	1,12	1,02	0,93	---	0,64	0,75	0,63	0,58	---	5,73	3,92	4,17	5,2
KONYA ÇİMENTO	1,90	1,97	2,29	2,34	2,50	0,57	1,21	1,44	1,60	1,85	189,39	18,02	23,59	17,70	8,8
KORDSA	2,17	2,52	2,37	1,45	1,68	0,61	1,11	1,07	0,72	1,24	9,73	5,38	5,20	4,35	3,3
KÖYTAŞ	1,89	3,58	2,91	2,45	1,76	1,49	3,23	2,27	2,11	1,25	2,76	3,35	3,13	2,77	2,8
KÜTAHYA PORSELEN	2,34	1,53	1,57	1,41	1,82	0,69	0,67	0,83	0,64	0,93	10,42	5,17	3,13	4,65	4,8
LÜKS KADİFE	1,61	1,42	1,43	1,40	1,57	0,88	0,86	1,12	0,85	0,96	3,93	4,73	2,57	3,38	4,3
MAKİNA TAKİM	1,06	1,09	1,25	1,05	1,58	0,64	0,56	0,77	0,62	1,32	3,35	3,11	1,80	2,95	2,1
MARDİN ÇİMENTO	2,77	2,38	3,94	2,23	3,13	1,46	1,66	2,61	1,26	2,44	38,76	57,96	8,86	19,48	14,74
MARET	1,27	2,09	2,85	3,25	2,32	0,59	1,09	1,84	1,52	1,42	14,09	10,15	7,50	40,58	7,37
MARM. ALTINYUNUS	0,66	0,57	1,06	5,40	6,50	0,55	0,39	0,81	4,72	5,51	16,80	26,11	49,70	8,83	26,85
MARM. MARTI OTEL	0,53	1,21	0,87	1,32	0,59	0,39	1,10	0,81	1,11	0,41	28,57	5,99	6,70	5,29	4,40
MARSHALL BOYA	2,44	2,15	2,36	1,55	1,11	1,60	1,37	1,39	1,07	0,76	12,97	7,91	18,38	10,44	6,35
MEDYA HOLDİNG	---	---	0,91	1,22	---	---	---	0,70	1,01	0,99	---	---	1,08	2,16	1,45
METAŞ	0,60	0,19	0,13	3,79	5,39	0,36	0,16	0,11	2,89	3,01	10,31	6,87	0,18	3,37	14,81
MİGROS	1,11	1,19	1,29	1,24	1,23	0,58	0,62	0,77	0,70	0,81	31,96	50,20	33,58	38,13	30,91
MİLLİYET GAZETECİLİK	---	1,14	0,98	1,06	1,10	---	0,78	0,79	0,74	0,87	---	5,73	6,25	4,96	6,88
NETAŞ	1,28	1,35	1,49	1,41	1,45	0,81	1,09	1,21	1,22	1,27	3,26	1,88	1,73	1,56	1,08
NET HOLDİNG	1,10	0,94	0,70	0,54	1,01	1,10	0,90	0,70	0,54	1,01	---	---	---	---	---
NET TÜRİZM	0,83	0,99	0,86	0,90	1,29	0,42	0,74	0,73	0,78	0,81	11,50	4,43	1,76	3,54	4,81
OKAN TEKSTİL	1,07	1,37	1,29	1,27	1,11	0,61	0,94	0,76	0,69	0,75	2,63	5,19	4,75	5,18	4,63
OLMUŞSA	2,11	3,44	3,45	1,55	1,23	1,13	2,03	2,32	0,84	0,81	5,52	5,00	3,83	4,05	3,40
OTOSAN	2,14	2,15	2,39	2,03	2,02	1,39	1,39	1,58	1,14	1,07	7,51	7,59	5,79	6,53	8,49
OYSA NIĞDE ÇİMENTO	1,33	1,66	1,85	2,45	3,83	0,24	0,78	0,59	1,48	2,88	19,34	8,05	11,23	27,98	15,94
PARSAN	0,99	0,97	0,82	0,67	1,06	0,41	0,62	0,56	0,39	0,61	2,84	2,29	2,64	5,97	5,02
PEG PROFILO	1,58	1,60	1,55	1,66	1,47	1,14	1,12	1,18	1,21	1,13	3,31	3,20	2,54	3,26	2,74
PETKİM	0,63	1,79	0,86	0,81	0,75	0,04	0,34	0,18	0,17	0,19	---	11,51	20,29	20,82	18,01
PETROL TURİZM	0,44	2,10	2,30	0,33	0,41	0,06	1,55	2,20	0,23	0,38	0,18	2,92	118,14	0,97	106,27
PETROL OFİSİ	1,50	1,54	1,83	1,65	1,72	0,74	0,77	1,00	1,10	1,29	32,93	35,96	26,95	18,15	19,09
PINAR ET	0,16	1,36	1,51	1,35	1,61	0,10	0,85	1,12	0,95	0,87	10,36	7,49	5,37	5,96	9,83
PINAR SU	1,01	1,17	1,02	1,13	1,43	0,71	0,96	0,83	0,88	0,61	8,33	8,42	14,65	19,08	17,83
PINAR SÜT	1,17	0,87	1,20	1,14	1,32	0,83	0,50	0,63	0,77	0,75	9,74	4,39	5,95	5,27	6,83
PINAR UN	0,89	1,08	1,15	2,04	2,39	0,63	0,95	0,96	1,25	1,40	15,56	11,67	13,46	10,80	10,48
PİMAŞ	1,34	1,10	0,93	0,94	1,00	1,00	0,82	0,73	0,73	0,75	2,82	3,13	2,22	3,69	3,50
POLYLEN	1,24	1,38	0,91	1,28	0,64	1,02	1,17	0,75	0,74	0,50	1,70	1,54	1,20	3,69	2,82
RAKS ELEKTRONİK	---	1,21	1,30	0,97	1,23	---	0,68	1,06	0,66	1,01	---	4,23	1,40	3,29	2,56
SABAH YAYINCILIK	1,01	1,04	1,27	1,06	2,48	0,56	0,59	0,73	0,23	1,34	7,96	6,80	7,44	49,07	7,49
SARBUYSAN	1,43	1,45	1,67	1,42	1,72	0,78	1,22	0,94	0,81	1,20	12,74	6,65	5,93	5,61	5,37
SİFAŞ	1,37	1,55	1,28	1,78	1,12	1,10	1,25	1,06	1,27	0,91	2,89	2,32	1,66	3,32	2,76
SÖKSA	1,38	1,58	0,94	0,51	0,58	0,76	0,36	0,37	0,27	0,28	3,88	14,47	7,78	4,74	7,78
SÖNMEZ FILAMENT	1,73	1,53	1,68	1,65	1,11	0,98	1,01	1,14	1,23	0,57	8,70	5,18	4,75	3,79	8,99
SUN ELEKTRONİK	---	1,06	1,36	1,11	1,41	---	0,47	0,91	0,67	1,05	---	7,46	2,85	2,87	1,55
TAT KONSERVE	---	1,31	1,81	2,11	1,94	---	0,43	0,53	0,59	0,61	---	2,86	4,32	6,04	4,99
TİRE KUTSAN	1,35	1,00	1,59	2,24	2,54	0,73	0,57	0,94	1,29	1,47	8,95	8,43	4,53	4,98	4,56
TOFAŞ OTO TİCARET	1,20	1,22	1,21	1,15	1,14	1,17	1,17	1,17	1,13	1,11	5,37	6,91	7,56	6,30	5,94
TOFAŞ OTOMOBİL FAB.	2,27	2,19	1,40	1,90	2,17	1,69	1,64	0,80	1,32	1,75	7,13	8,54	6,94	6,30	6,69
TRAKYA CAM	1,16	2,61	1,64	1,83	2,56	0,96	2,10	1,26	1,52	2,12	2,00	2,26	2,14	2,05	2,61
TRANSTÜRK HOLDİNG	9,13	5,43	1,65	1,75	4,57	9,09	5,37	0,93	1,02	4,53	---	---	---	---	---
TURÇAS	2,11	2,40	2,84	2,48	1,42	1,37	1,39	1,95	1,67	1,02	21,13	36,06	48,07	64,82	22,37
TÜPRAŞ	1,08	1,27	1,50	1,43	1,38	0,64	0,53	0,43	0,68	0,80	5,58	9,12	15,19	19,25	31,08
TÜRK HAVA YOLLARI	0,95	0,97	0,87	0,90	0,56	0,53	0,53	0,63	0,70	0,41	7,70	9,33	9,61	9,51	8,28
T. DEMİR DOKUM	1,53	2,00	1,71	1,56	1,52	1,15	1,36	1,32	1,22	1,14	2,68	3,15	1,93	2,29	2,20
T. SIEMENS	2,30	2,29	2,16	2,26	2,00	1,42	1,17	1,58	1,77	1,66	4,53	4,76	3,51	3,68	3,59
T. ŞİŞE CAM	0,47	0,75	0,33	1,87	3,09	0,42	0,64	0,19	1,70	3,05	435,75	67,05	129,33	308,97	337,11
T. TUBORG	1,48	1,28	1,51	1,72	1,64	1,20	0,93	0,93	0,97	0,99	17,26	2,93	3,92	3,99	4,74
USAŞ	---	1,68	1,62	2,24	1,80	---	1,25	1,44	2,07	1,59	---	6,00	5,46	9,99	5,19
UŞAK SERAMİK	2,23	1,67	1,54	1,61	2,04	1,22	0,95	0,95	0,96	1,63	3,78	2,43	1,45	2,85	2,37
ÜNYE ÇİMENTO	1,27	1,65	2,34	2,03	2,21	0,37	1,03	1,11	0,94	1,69	12,34	5,76	9,45	23,16	7,50
VAKIF FİNANSAL KİRALAMA	0,64	0,31	0,57	0,78	0,25	0,64	0,28	0,57	0,78	0,25	---	---	---	---	---
VAKIF YATIRIM	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
VESTEL	1,33	1,38	1,43	1,33	1,39	1,05	1,06	1,05	1,04	1,11	1,65	2,24	1,95	1,84	1,68
YASAŞ	1,12	1,31	1,24	1,42	1,98	0,88	0,85	0,80	0,87	1,13	5,65	6,67	4,45	6,08	8,74
YUNSA	1,48	1,44	1,49	1,51	1,37	0,94	1,04	1,12	1,04	0,94	2,29	2,11	1,58	2,12	2,18
MEDYAN (MEDIAN)	1,39	1,49	1,49	1,55	1,63	0,87	0,99	0,94	0,99	1,11	6,11	5,73	4,97	5,38	6,25

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR
(FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Stok Devir Hızı (Inventory Turnover)					Borç/Özvarlık (Debt/Equity)					T.Borç/T.Aktif (T. Debls/Assets)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
MENTO	2,99	4,25	3,59	2,20	4,80	0,66	0,66	0,55	0,51	0,93	0,40	0,40	0,36	0,34	0,48
MENTO	4,22	4,71	6,22	7,87	8,87	0,85	1,09	0,65	0,62	0,58	0,46	0,52	0,39	0,38	0,37
MENTO	5,33	5,92	4,08	4,72	6,62	1,12	1,04	3,00	4,10	1,98	0,53	0,51	0,75	0,80	0,66
STİL	4,64	6,94	9,36	9,41	7,86	0,99	0,50	0,92	1,13	0,83	0,50	0,33	0,48	0,53	0,45
TO	5,59	4,81	5,14	6,72	7,88	0,58	0,41	0,54	0,63	0,74	0,37	0,29	0,35	0,39	0,42
	5,96	5,69	7,79	7,33	7,90	0,53	0,54	0,56	0,59	0,37	0,35	0,35	0,36	0,37	0,27
	2,94	3,55	4,18	5,93	5,97	0,99	0,80	0,77	0,45	0,26	0,50	0,44	0,43	0,31	0,20
ELEKTRİK	---	3,52	16,31	34,06	34,75	---	4,11	6,92	8,23	11,91	---	0,80	0,87	0,89	0,92
ANS	---	---	---	---	---	---	0,59	9,48	12,95	10,14	---	0,37	0,90	0,93	0,91
TELETAŞ	1,37	2,01	2,43	2,70	3,86	1,73	3,25	4,06	3,67	9,72	0,63	0,76	0,80	0,79	0,91
HOLDING	---	---	---	---	---	0,14	0,46	0,23	0,03	0,08	0,13	0,31	0,19	0,03	0,07
SANAYİ	5,24	5,42	6,37	7,07	6,92	1,68	1,93	1,58	1,53	1,43	0,63	0,66	0,61	0,61	0,59
DİZ MENSUCAT	1,99	2,84	2,53	4,01	4,05	1,43	1,12	1,34	0,86	0,82	0,59	0,53	0,57	0,46	0,45
MUS ÇEŞME	20,18	33,57	31,22	40,33	29,76	1,21	1,27	2,43	0,20	0,24	0,55	0,56	0,71	0,17	0,19
U CAM	2,77	4,17	4,32	4,23	5,45	3,13	1,69	1,30	1,12	1,07	0,76	0,63	0,57	0,53	0,52
	9,02	9,76	8,85	10,35	12,11	2,49	1,24	1,38	1,40	1,43	0,71	0,55	0,58	0,58	0,59
	0,83	1,05	1,17	1,26	1,35	2,29	1,10	1,78	2,09	2,50	0,70	0,52	0,64	0,68	0,71
MENTO	5,82	4,85	4,82	5,97	5,14	0,91	0,83	1,13	1,55	1,82	0,48	0,45	0,53	0,61	0,65
	25,79	28,15	21,91	19,04	20,91	2,01	1,57	1,41	1,25	1,11	0,67	0,61	0,58	0,56	0,53
	8,73	7,37	6,98	6,35	8,70	0,38	0,67	0,30	0,38	0,68	0,27	0,40	0,23	0,27	0,40
	22,33	16,27	14,44	16,20	13,41	1,56	1,09	1,37	1,27	1,33	0,61	0,52	0,58	0,56	0,57
NIK	6,60	6,81	7,42	6,44	7,60	2,40	1,42	2,06	1,64	1,15	0,71	0,59	0,67	0,62	0,54
TUN	1,33	1,99	2,96	0,44	0,28	3,00	2,93	1,90	3,42	3,97	0,75	0,75	0,66	0,77	0,80
MENTO	2,87	2,70	3,06	2,97	2,03	0,44	0,74	0,95	0,59	0,48	0,31	0,43	0,49	0,37	0,33
	3,89	3,44	4,41	4,56	4,50	1,01	0,98	1,34	0,98	0,81	0,50	0,50	0,57	0,50	0,45
	---	---	4,72	4,72	5,67	---	---	0,97	0,88	1,22	---	---	0,49	0,47	0,55
MENTO	7,05	5,48	6,04	3,43	4,48	0,33	0,71	0,77	0,53	0,60	0,25	0,42	0,43	0,35	0,37
LE ÇİMENTO	8,65	8,11	9,39	8,30	6,76	2,72	1,93	0,76	0,54	0,84	0,73	0,66	0,43	0,35	0,46
LAT	4,12	4,33	3,89	5,45	5,42	0,77	0,72	0,69	1,23	1,21	0,44	0,42	0,41	0,55	0,55
Ş	4,54	4,86	4,67	5,18	5,41	0,79	1,21	0,62	0,61	0,50	0,44	0,55	0,38	0,38	0,33
	2,92	2,80	3,40	4,01	3,39	1,19	0,64	0,37	0,58	0,67	0,54	0,39	0,27	0,37	0,40
YA ELEKTRİK	37,72	16,37	17,11	31,76	44,98	1,01	1,52	1,46	1,62	1,92	0,50	0,60	0,59	0,62	0,66
CAM	5,33	4,03	4,95	6,30	5,65	1,07	1,42	1,66	1,90	1,47	0,52	0,59	0,62	0,66	0,60
	1,85	1,64	1,31	1,85	3,93	1,94	3,05	8,22	4,95	2,76	0,66	0,75	0,89	0,83	0,73
LDING	6,39	6,17	5,20	5,50	4,34	2,93	0,92	1,16	2,61	2,32	0,75	0,48	0,54	0,72	0,70
	4,31	5,72	4,63	4,34	4,76	0,81	0,96	1,50	0,66	0,55	0,45	0,49	0,60	0,40	0,35
HOLDING	---	---	---	---	---	---	0,12	0,09	0,13	0,13	---	0,11	0,09	0,11	0,11
N	1,06	1,29	1,38	0,72	1,55	0,61	0,35	0,58	1,39	0,96	0,38	0,26	0,37	0,58	0,49
	6,27	7,49	6,05	7,81	8,89	0,66	0,73	0,64	0,63	0,66	0,40	0,42	0,39	0,39	0,40
FSET	9,64	8,02	12,39	12,79	9,27	0,79	1,17	1,17	1,53	1,38	0,44	0,54	0,54	0,61	0,58
ŞAŞI LAÇ	5,05	3,62	4,18	3,50	4,13	1,62	0,36	1,00	1,22	1,19	0,62	0,27	0,50	0,55	0,54
ŞAŞI YATIRIM	---	---	---	---	---	0,07	0,21	0,06	0,05	0,05	0,06	0,17	0,06	0,05	0,05
	4,05	3,31	4,43	6,25	3,98	2,28	1,26	1,48	1,68	1,54	0,70	0,56	0,60	0,63	0,61
ÇELİK	4,92	6,12	7,81	5,77	5,25	0,79	0,51	0,53	0,47	0,39	0,44	0,34	0,34	0,32	0,28
USTRİ	2,84	4,13	4,06	6,63	5,66	0,81	1,86	0,89	0,82	1,13	0,45	0,65	0,47	0,45	0,53
RE	8,07	5,85	3,38	6,38	12,02	2,00	1,00	1,31	0,73	0,42	0,67	0,50	0,57	0,42	0,30
FİL	---	13,13	8,07	9,28	11,31	---	1,32	1,48	2,14	0,92	---	0,57	0,60	0,68	0,48
AMİK	3,36	5,54	3,81	3,97	5,01	2,05	1,10	1,46	1,38	1,15	0,67	0,52	0,59	0,58	0,54
	---	5,69	5,07	6,16	2,80	---	1,19	1,56	2,69	0,84	---	0,54	0,61	0,73	0,46
LDING	---	---	---	---	---	2,00	1,02	0,27	0,21	0,16	0,67	0,50	0,21	0,18	0,14
BİRACILIK	12,63	7,92	4,03	5,80	9,48	0,85	0,64	0,64	0,97	0,65	0,46	0,39	0,39	0,49	0,39
EMİR ÇELİK	1,74	1,76	1,83	2,15	2,60	0,67	0,41	0,43	0,80	1,21	0,40	0,29	0,30	0,44	0,55
ANS	---	---	---	---	---	---	6,37	19,98	19,30	14,40	---	0,86	0,95	0,95	0,94
AMINYUM	6,50	9,63	9,10	12,94	12,17	3,56	2,18	2,46	2,49	3,55	0,78	0,69	0,71	0,71	0,78
N KIRALAMA	---	---	---	---	---	---	4,84	4,67	5,12	4,32	---	0,83	0,82	0,84	0,81
	3,54	3,33	3,13	4,32	5,24	1,24	0,97	2,02	0,79	0,54	0,55	0,49	0,67	0,44	0,35
	4,55	4,72	5,34	5,07	4,96	11,51	5,21	8,04	(114,35)	(16,54)	0,92	0,84	0,89	1,01	1,06
ATIRIM	---	---	---	---	---	---	---	---	---	0,01	---	---	---	---	0,01
AR	8,37	7,49	10,17	11,55	9,07	1,48	2,76	1,74	1,73	1,62	0,60	0,73	0,64	0,63	0,62
ŞİL	3,10	3,10	3,08	5,35	3,28	1,28	2,45	5,30	5,14	7,45	0,56	0,71	0,84	0,84	0,88
BRIKALARI	9,45	11,14	8,40	8,44	11,03	0,97	1,22	1,87	1,72	2,13	0,49	0,55	0,65	0,63	0,68
RACILIK	8,92	4,78	9,19	7,13	7,00	0,58	0,62	0,61	0,58	0,65	0,37	0,38	0,38	0,37	0,39
	4,35	3,05	2,89	4,44	4,80	1,58	2,42	2,67	2,01	1,48	0,61	0,71	0,73	0,67	0,60
GAZETECİLİK	15,52	12,13	13,58	14,13	21,62	1,46	1,02	1,33	2,38	2,86	0,59	0,50	0,57	0,70	0,74
ANSAL KIR	---	---	---	---	---	1,07	3,02	3,31	4,64	6,00	0,52	0,75	0,77	0,82	0,86
	3,11	3,02	3,62	5,05	4,83	0,69	1,00	1,48	1,62	1,37	0,41	0,50	0,60	0,62	0,58
MOTOR PİSTON	2,06	3,44	3,44	4,23	4,20	0,44	1,04	0,66	0,75	0,43	0,31	0,51	0,41	0,43	0,30
İR ÇELİK	12,74	7,94	8,11	6,52	5,40	1,34	1,49	0,41	0,31	0,28	0,57	0,60	0,29	0,24	0,22
	11,38	9,86	10,26	14,73	9,07	0,91	0,81	0,60	0,60	0,57	0,48	0,45	0,37	0,37	0,36
AN	4,54	4,69	3,37	4,55	3,75	0,40	0,28	0,32	0,26	0,28	0,28	0,22	0,24	0,21	0,22

39

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR
(FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Stok Devir Hızı (Inventory Turnover)					Borç/Özvarlık (Debt/Equity)					T.Borç/T.Aktif (T.Debts/Assets)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
KAV	2,18	2,20	3,22	4,19	5,77	0,64	0,96	1,79	1,36	0,98	0,39	0,49	0,64	0,58	0,50
KELEBEK MOBİLYA	10,00	9,03	7,96	9,87	13,43	1,35	2,67	1,85	1,76	1,67	0,57	0,73	0,65	0,64	0,63
KENT GIDA	8,52	11,81	11,34	11,86	10,11	0,46	0,75	1,59	1,83	3,52	0,31	0,43	0,61	0,65	0,78
KEPEZ ELEKTRİK	59,99	98,11	149,44	249,29	396,34	1,79	1,14	2,37	1,53	1,63	0,64	0,53	0,70	0,60	0,62
KOÇ HOLDİNG	---	---	---	---	---	0,04	0,21	0,04	0,03	0,05	0,04	0,18	0,04	0,03	0,05
KOÇ YATIRIM	---	---	---	---	---	0,04	0,02	0,02	0,03	0,06	0,04	0,02	0,02	0,03	0,05
KONİTEKS	---	6,90	5,81	5,06	5,62	---	1,75	2,11	2,85	2,81	---	0,64	0,68	0,74	0,74
KONYA ÇİMENTO	4,58	3,12	3,06	3,90	5,53	0,78	0,93	0,84	0,65	0,64	0,44	0,48	0,48	0,40	0,39
KORDSA	2,93	2,51	3,01	3,65	4,97	0,60	0,45	0,47	1,10	1,12	0,37	0,31	0,32	0,52	0,53
KÖYTAŞ	7,96	7,07	10,35	11,97	7,27	2,09	0,56	0,66	1,01	1,38	0,68	0,36	0,40	0,50	0,58
KÜTAHYA PORSELEN	3,28	3,35	2,82	3,45	4,49	0,49	0,80	1,08	1,19	0,77	0,33	0,45	0,52	0,54	0,44
LÜKS KADİFE	5,15	4,66	5,30	4,73	4,74	1,52	1,65	2,14	2,20	1,61	0,60	0,62	0,68	0,69	0,62
MAKİNA TAKİM	3,02	2,34	2,13	2,87	6,48	2,51	3,28	4,94	13,30	2,41	0,72	0,77	0,83	0,93	0,71
MARDİN ÇİMENTO	4,55	4,72	2,79	3,42	4,53	0,32	0,65	0,42	0,40	0,40	0,24	0,39	0,30	0,29	0,28
MARET	13,36	12,20	13,18	10,20	14,09	0,39	0,24	0,19	0,14	0,32	0,28	0,19	0,16	0,12	0,24
MARM. ALTINYUNUS	40,65	7,66	5,41	4,00	4,83	0,51	0,15	0,12	0,08	0,07	0,34	0,13	0,10	0,08	0,06
MARM. MARTI OTEL	23,46	26,46	28,68	15,84	7,23	0,44	0,30	0,36	0,20	0,20	0,30	0,30	0,24	0,28	0,17
MARSHALL BOYA	14,75	13,05	12,68	14,15	11,80	0,71	0,68	0,64	0,81	1,16	0,41	0,41	0,39	0,45	0,54
MEDYA HOLDİNG	---	---	3,77	16,01	9,42	---	---	0,53	1,41	1,72	---	---	0,35	0,59	0,63
METAŞ	11,93	7,23	0,41	7,55	9,12	3,80	3,59	2,93	0,17	0,19	0,79	0,78	0,75	0,15	0,18
MİGROS	11,87	13,15	13,32	12,12	13,75	2,14	2,24	2,50	2,66	3,08	0,68	0,69	0,71	0,74	0,75
MİLLİYET GAZETECİLİK	---	12,40	16,56	12,99	16,70	---	1,64	2,01	2,70	2,02	---	0,62	0,67	0,73	0,67
NETAŞ	3,17	5,68	5,93	7,48	6,79	3,60	3,16	2,29	2,68	3,04	0,78	0,76	0,70	0,73	0,75
NET HOLDİNG	---	---	---	---	---	0,91	0,38	1,26	1,23	0,32	0,48	0,27	0,56	0,55	0,24
NET TURİZM	2,23	2,36	1,34	2,76	3,53	3,79	4,18	6,00	5,76	2,30	0,79	0,81	0,66	0,85	0,70
OKAN TEKSTİL	4,20	5,08	4,43	3,97	4,82	0,48	0,37	0,31	0,29	0,35	0,33	0,27	0,23	0,22	0,28
OLMUĞSA	3,91	4,15	4,64	4,14	5,09	0,97	0,55	0,49	1,06	1,51	0,49	0,36	0,33	0,51	0,60
OTOSAN	7,73	7,77	7,25	9,04	6,87	0,79	0,95	0,83	0,93	0,86	0,44	0,49	0,45	0,48	0,46
OYSA NIĞDE ÇİMENTO	2,91	3,65	4,34	4,34	4,90	1,65	2,37	2,83	1,35	0,66	0,62	0,70	0,74	0,57	0,40
PARSAN	1,35	2,08	2,51	3,83	5,41	---	3,51	24,10	(5,44)	5,02	---	0,78	0,96	1,23	0,83
PEG PROFİLO	6,36	7,00	6,84	7,78	7,68	2,40	2,31	2,52	1,59	2,15	0,71	0,70	0,72	0,61	0,68
PETKİM	---	---	4,88	5,32	5,89	1,78	0,13	0,27	0,38	0,44	0,64	0,11	0,21	0,28	0,31
PETROKENT TURİZM	0,07	---	21,31	16,54	92,63	8,00	1,91	1,44	1,13	0,58	0,89	0,66	0,59	0,53	0,37
PETROL OFİSİ	20,39	23,40	23,37	28,26	37,71	1,64	1,46	1,20	1,69	1,61	0,62	0,59	0,54	0,63	0,62
PINAR ET	9,28	13,11	13,47	16,27	11,38	5,81	0,31	0,37	0,55	0,39	0,85	0,24	0,27	0,36	0,28
PINAR SU	3,41	3,03	3,08	3,29	3,70	1,01	2,24	2,94	3,34	1,14	0,50	0,69	0,75	0,77	0,53
PINAR SÜT	7,19	6,06	5,33	8,08	6,96	4,99	7,69	3,87	3,86	2,80	0,83	0,88	0,79	0,80	0,74
PINAR UN	27,53	43,92	46,82	20,90	17,14	0,96	0,70	1,01	0,39	0,37	0,49	0,41	0,50	0,28	0,27
PİMAŞ	7,19	7,70	7,39	9,63	9,12	2,00	3,64	10,68	9,40	5,24	0,67	0,78	0,91	0,90	0,64
POLYLEN	8,48	7,36	7,64	6,17	7,64	3,26	2,91	(34,52)	3,45	4,57	0,78	0,74	1,03	0,78	0,82
RAKS ELEKTRONİK	---	4,43	4,34	6,16	7,62	---	1,66	2,15	1,54	1,16	---	0,62	0,68	0,61	0,54
SABAĞ YAYINCILIK	8,87	9,63	11,44	16,73	14,17	2,33	1,24	1,18	1,23	0,53	0,70	0,55	0,54	0,55	0,35
SARUYSAN	7,12	10,21	9,79	8,09	10,76	1,65	1,54	0,93	1,15	0,72	0,62	0,61	0,48	0,53	0,42
SİFAŞ	11,51	9,40	10,31	9,13	8,37	2,26	1,85	4,27	2,37	2,75	0,69	0,65	0,81	0,70	0,73
SOKSA	6,75	3,98	3,49	2,72	3,74	1,76	2,37	13,66	(3,01)	(2,95)	0,64	0,70	0,83	1,50	1,51
SÖNMEZ FİLAMANT	8,51	6,28	7,00	8,17	8,37	0,93	0,72	0,75	0,58	0,96	0,48	0,42	0,43	0,37	0,49
SUN ELEKTRONİK	---	5,53	4,77	3,65	2,75	---	2,82	2,28	3,48	3,29	---	0,74	0,70	0,78	0,77
TAT KONSERVE	---	1,65	1,44	1,81	1,85	---	2,34	1,15	0,91	1,04	---	0,70	0,53	0,48	0,51
TİRE KUTSAN	7,04	4,83	5,45	5,76	5,35	1,56	1,46	0,99	0,62	0,56	0,61	0,59	0,50	0,38	0,36
TOFAŞ OTO TİCARET	580,23	442,13	637,17	1.247,23	444,92	4,13	3,97	4,15	6,25	6,46	0,80	0,80	0,81	0,86	0,87
TOFAŞ OTOMOBİL FAB.	9,99	11,38	11,74	11,44	11,72	0,71	0,72	1,13	0,91	0,82	0,41	0,42	0,53	0,48	0,45
TRAKYA CAM	8,12	5,71	4,98	6,23	7,76	1,00	0,91	0,88	0,56	0,44	0,50	0,48	0,47	0,36	0,30
TRANSTÜRK HOLDİNG	---	---	---	---	---	0,83	0,23	0,75	0,98	0,20	0,45	0,18	0,43	0,49	0,17
TURÇAS	42,09	44,37	55,04	64,93	80,11	0,37	0,29	0,24	0,27	0,50	0,27	0,22	0,19	0,21	0,33
TUPRAŞ	8,12	6,56	5,52	6,63	9,11	2,25	1,48	1,16	1,55	1,70	0,69	0,60	0,54	0,61	0,63
TURK HAVA YOLLARI	6,50	6,78	9,38	17,73	20,83	1,66	1,02	1,16	1,17	2,19	0,62	0,50	0,54	0,54	0,69
T. DEMİR DÖKÜM	7,05	5,45	5,18	6,30	5,99	1,91	1,43	1,61	1,68	1,94	0,66	0,59	0,62	0,63	0,66
T. SIEMENS	4,60	4,65	6,54	8,60	8,11	1,00	0,92	1,09	1,01	1,15	0,50	0,48	0,52	0,50	0,54
T. ŞİŞE CAM	5,92	35,41	20,44	30,50	70,69	0,97	0,33	0,18	0,09	0,10	0,49	0,25	0,15	0,08	0,09
T. TUBORG	3,73	4,33	4,11	3,88	6,42	0,29	0,41	0,48	0,41	0,41	0,22	0,29	0,33	0,29	0,29
USAŞ	---	9,58	8,46	12,58	37,23	---	0,68	1,04	0,68	1,36	---	0,41	0,51	0,40	0,58
UŞAK SERAMİK	3,54	2,29	2,22	3,30	5,01	0,96	1,54	1,45	1,23	1,16	0,49	0,61	0,59	0,55	0,54
UNYE ÇİMENTO	3,43	4,33	3,69	3,39	4,65	0,80	1,12	0,54	0,63	0,64	0,44	0,53	0,35	0,38	0,39
VAKİF FİNANSAL KİRALAMA	---	---	---	---	---	4,10	1,37	1,25	1,15	1,57	0,80	0,58	0,56	0,54	0,61
VAKİF YATIRIM	---	---	---	---	---	---	---	---	0,01	0,04	---	---	---	0,01	0,04
VESTEL	6,98	7,71	6,16	5,32	5,42	2,09	1,31	2,08	1,69	1,69	0,68	0,57	0,68	0,65	0,63
YASAŞ	14,30	11,27	10,52	9,40	10,70	3,12	0,97	1,65	0,74	0,45	0,76	0,49	0,62	0,42	0,31
YUNSA	2,50	2,65	3,04	3,05	2,55	2,45	1,91	1,91	1,77	2,07	0,71	0,66	0,66	0,64	0,67
MEDYAN (MEDIAN)	5,92	5,69	6,33	6,25	6,62	1,10	1,09	1,19	1,13	1,09	0,52	0,52	0,55	0,54	0,53

39

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR
(FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Kısa V.Borç/T.Borç (Short T.Debt/T.Debts)					F.V.Ö.K./Toplam Aktif (Return on Assets Ratio)					V.Ö.K./Özvarlık (Profit Before Taxes/T.Equity)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
	ABANA	0,38	0,18	0,31	0,41	0,64	(0,01)	0,04	0,09	(0,17)	(0,26)	(0,08)	0,01	0,07	(0,31)
ADANA ÇİMENTO	0,75	0,73	0,69	0,66	0,64	0,47	0,44	0,36	0,33	0,35	0,82	0,90	0,59	0,52	0,54
AFYON ÇİMENTO	0,75	1,00	0,93	0,48	0,40	0,46	0,50	0,24	0,25	0,29	1,00	1,00	0,45	(0,06)	0,43
AKAL TEKSTİL	0,66	0,72	0,68	0,72	0,61	0,27	0,26	0,13	0,27	0,29	0,12	0,37	0,22	0,55	0,50
AKÇİMENTO	0,64	0,71	0,63	0,86	0,87	0,12	0,23	0,16	0,38	0,37	0,03	0,29	0,22	0,29	0,35
AKSA	0,69	0,93	0,93	0,93	0,89	0,41	0,42	0,43	0,50	0,42	0,62	0,64	0,67	0,79	0,58
AKSU	0,70	0,81	0,81	0,74	0,64	0,29	0,31	0,19	0,25	0,22	0,19	0,44	0,05	0,22	0,26
AKTAŞ ELEKTRİK	---	1,00	0,52	0,43	0,67	---	0,02	0,11	0,16	0,08	---	0,11	0,88	1,48	1,03
AKTİF FİNANS	---	1,00	0,94	1,00	0,97	---	0,02	0,11	0,19	0,15	---	0,03	0,32	0,73	0,46
ALCATEL TELETAS	0,73	0,90	0,92	0,84	0,91	0,18	0,20	0,35	0,37	0,37	0,51	0,50	0,67	0,45	0,76
ALARKO HOLDİNG	0,72	0,06	0,16	0,91	0,95	0,07	0,12	0,11	0,20	0,30	0,08	0,17	0,14	0,20	0,33
ALARKO SANAYİ	0,64	0,42	0,64	0,50	0,93	0,22	0,13	0,11	0,16	0,36	0,55	0,35	0,30	0,33	0,74
ALTYILDIZ MENSUCAT	0,87	0,99	0,99	0,68	0,74	0,30	0,30	0,38	0,31	0,33	0,12	0,20	0,30	0,22	0,49
ALTYUNUS ÇEŞME	0,96	0,92	0,93	0,51	0,54	0,09	0,05	0,02	0,14	0,03	0,02	(0,09)	(0,42)	0,14	---
ANADOLU CAM	0,39	0,46	0,51	0,46	0,36	0,17	0,21	0,23	0,26	0,12	0,21	0,16	0,01	0,36	0,44
ARÇELİK	0,81	0,72	0,79	0,77	0,72	0,21	0,36	0,33	0,32	0,27	0,50	0,74	0,68	0,59	0,55
ASELSAN	0,45	0,32	0,67	0,65	0,59	0,10	0,12	0,08	0,13	0,12	0,01	0,08	0,15	0,18	0,25
ASLAN ÇİMENTO	0,81	0,80	0,74	0,49	0,50	0,39	0,39	0,24	0,25	0,29	0,33	0,65	0,36	0,35	0,45
AYGAZ	0,13	0,34	0,37	0,41	0,41	0,05	0,19	0,18	0,21	0,18	0,17	0,46	0,43	0,48	0,37
BAGFAŞ	0,97	0,94	0,89	0,88	0,92	0,31	0,26	0,31	0,39	0,30	0,37	0,32	0,28	0,40	0,53
BANVİT	1,00	1,00	0,62	0,59	0,70	0,33	0,38	0,30	0,19	0,35	0,58	0,67	0,59	0,46	0,63
BEKOTEKNİK	0,66	0,85	0,80	0,80	0,69	0,40	0,41	0,35	0,30	0,35	0,71	0,91	0,70	0,58	0,53
BİRLİK TÜRÜN	0,98	1,00	0,99	0,99	1,00	0,10	0,07	0,36	0,21	0,32	0,04	0,05	0,05	(0,13)	0,01
BOLU ÇİMENTO	0,75	0,73	0,18	0,27	0,63	0,33	0,36	0,18	0,20	0,11	0,46	0,60	0,31	0,24	0,14
BURISA	0,63	0,50	0,68	0,74	0,78	0,20	0,14	0,16	0,23	0,23	0,32	0,10	0,04	0,17	0,18
BURÇELİK	---	---	0,87	0,71	0,75	---	---	0,29	0,20	0,20	---	---	0,44	0,23	0,39
BURSA ÇİMENTO	0,74	0,84	0,84	0,82	0,81	0,39	0,50	0,48	0,48	0,48	0,45	0,88	0,67	0,73	0,72
ÇANAKKALE ÇİMENTO	0,71	0,84	0,79	0,72	0,74	0,07	0,09	0,16	0,15	0,13	0,07	0,01	0,01	0,09	0,13
ÇELİK HALAT	0,65	0,54	0,66	0,83	0,82	0,29	0,22	0,12	0,20	0,20	0,46	0,35	0,14	0,32	0,25
ÇİMENTAŞ	0,64	0,60	0,62	0,71	0,84	0,33	0,40	0,29	0,37	0,49	0,37	0,05	0,38	0,55	0,73
ÇİMSA	0,38	0,52	0,67	0,84	0,88	0,21	0,20	0,24	0,30	0,43	0,19	0,12	0,17	0,33	0,54
ÇUKUROVA ELEKTRİK	0,22	0,23	0,16	0,24	0,25	0,28	0,17	0,16	0,27	0,40	0,56	0,40	0,38	0,62	0,51
ÇENİZLİ CAM	0,55	0,63	0,62	0,64	0,69	0,18	0,17	(0,08)	0,16	0,43	0,20	0,15	(0,36)	(0,01)	0,93
ÇERİMÖD	1,00	1,00	0,89	0,99	0,90	0,40	0,40	0,39	0,40	0,26	0,46	0,44	(0,46)	0,03	0,29
ÇEVA HOLDİNG	0,76	0,64	0,65	0,91	0,87	0,44	0,31	0,22	0,24	0,36	0,77	0,27	0,15	0,07	0,27
ÇİTAŞ	0,85	0,68	0,42	0,57	0,76	0,42	0,16	0,04	0,32	0,50	0,58	0,31	0,08	0,39	0,72
ÇOĞAN HOLDİNG	---	0,28	0,69	0,99	0,98	---	0,14	0,34	0,17	0,25	---	0,15	0,37	0,19	0,28
ÇOĞUSAN	0,77	0,60	0,77	0,70	0,47	0,22	0,15	0,13	0,05	0,21	0,19	0,11	0,13	(0,17)	0,17
ÇÖKTAŞ	0,61	0,72	0,70	0,65	0,64	0,13	0,30	0,30	0,27	0,31	0,11	0,45	0,44	0,43	0,50
ÇURAN OFSET	1,00	0,95	0,92	0,87	0,87	0,30	0,11	0,21	0,09	0,27	0,53	0,17	0,09	(0,43)	0,21
ÇZACIBAŞI İLAÇ	0,92	0,94	0,89	0,53	0,84	0,39	0,22	0,20	0,21	0,27	0,81	0,23	0,29	0,15	0,10
ÇZACIBAŞI YATIRIM	0,99	1,00	1,00	0,98	0,97	0,11	0,11	0,14	0,18	0,11	0,13	0,13	0,15	0,19	0,20
ÇİP İPLİK	0,95	0,92	0,90	0,88	0,86	0,10	0,19	0,20	0,22	0,10	0,04	0,12	(0,21)	0,22	(0,08)
Çİ BİRACİLİK	0,67	0,85	0,86	0,87	0,84	0,33	0,49	0,49	0,53	0,52	0,55	0,71	0,75	0,78	0,66
Çİ ENDÜSTRİ	0,70	0,67	0,66	0,59	0,75	0,24	0,24	0,29	0,28	0,37	(0,01)	0,49	0,19	0,31	0,48
Çİ GÜBRE	0,78	0,88	0,87	0,86	0,82	0,19	0,14	0,13	0,39	0,47	(0,02)	(0,07)	(0,13)	0,35	0,53
Çİ PROFİL	---	0,41	0,53	0,83	0,83	---	0,20	0,24	0,41	0,64	---	0,38	0,22	0,51	1,02
Çİ SERAMİK	0,49	0,57	0,86	0,20	0,31	0,17	0,30	0,42	0,36	0,37	0,09	0,48	0,38	0,44	0,52
Çİ MSAN	---	0,99	1,00	1,00	1,00	---	0,34	0,37	0,33	0,55	---	0,15	0,12	0,39	0,40
Çİ NKA HOLDİNG	0,98	1,00	0,99	0,97	0,97	0,34	0,31	0,40	0,39	0,33	0,31	0,22	0,32	0,38	0,34
Çİ RCIYAS BİRACİLİK	1,00	0,88	0,81	0,85	0,84	0,30	0,47	0,53	0,44	0,49	0,22	0,72	0,85	0,72	0,68
Çİ REĞLİ DEMİR ÇELİK	0,66	0,57	0,35	0,37	0,28	0,39	0,24	0,23	0,16	0,11	0,61	0,30	0,27	0,20	0,10
Çİ CTOFİNANS	---	1,00	1,00	0,88	0,92	---	0,03	0,04	0,13	0,25	---	0,05	0,21	0,62	0,73
Çİ İNİŞ ALÜMİNYUM	0,98	0,95	0,96	0,93	0,92	0,16	0,21	0,22	0,22	0,17	0,23	0,25	0,16	0,14	0,41
Çİ İVANS FİN. KİRALAMA	---	0,60	0,67	0,63	0,61	---	0,05	0,14	0,03	0,05	---	0,18	0,36	0,15	0,25
Çİ İNTAŞ	0,72	0,73	0,65	0,59	0,89	0,31	0,25	0,20	0,25	0,39	0,37	0,28	0,30	0,17	0,57
Çİ İMA	0,97	0,98	0,95	0,88	0,90	0,07	0,07	0,04	(0,06)	(0,01)	0,61	0,17	0,09	---	---
Çİ İOBAL YATIRIM	---	---	---	1,00	0,96	---	---	---	0,32	0,44	---	---	---	0,30	0,45
Çİ İOD YEAR	0,58	0,71	0,77	0,74	0,77	0,19	0,13	0,28	0,31	0,40	0,18	(0,55)	0,58	0,78	1,00
Çİ İRBON İŞİL	0,98	0,96	0,96	0,96	0,97	0,25	0,19	0,32	0,36	0,23	0,31	0,23	0,16	0,31	0,30
Çİ İBRE FABRİKALARI	0,70	0,88	0,90	0,86	0,91	0,12	0,16	0,26	0,37	0,34	---	0,08	0,03	0,10	0,46
Çİ İNEY BİRACİLİK	0,83	0,83	0,82	0,75	0,81	0,28	0,37	0,43	0,43	0,44	0,39	0,60	0,67	0,52	0,85
Çİ İKTAŞ	0,94	0,85	0,86	0,82	0,89	0,33	0,16	0,11	0,10	0,09	0,55	0,40	0,11	0,20	0,19
Çİ İRRİYET GAZETECİLİK	0,82	0,79	0,80	0,82	0,63	0,10	0,21	0,15	0,13	0,17	0,14	0,23	0,30	0,24	0,27
Çİ İSAT FİNANSAL KİR.	0,38	0,46	0,69	0,49	0,74	0,16	0,23	0,32	0,30	0,24	0,02	0,17	0,20	0,27	0,84
Çİ İEMA	0,93	0,94	0,90	0,92	0,89	0,06	0,04	0,11	0,03	0,16	0,11	0,09	0,28	0,09	0,37
Çİ İNBUL MOTOR PİSTON	0,56	0,48	0,53	0,69	0,70	0,17	0,20	0,21	0,07	0,29	0,12	0,34	0,30	0,07	0,40
Çİ İR DEMİR ÇELİK	0,69	0,82	0,82	0,89	0,90	0,12	0,06	0,10	0,20	0,15	(0,06)	(0,10)	0,02	0,04	0,06
Çİ İCAM	0,72	0,75	0,77	0,85	0,70	0,22	0,43	0,49	0,41	0,41	0,33	0,67	0,72	0,58	0,47
Çİ İTÖNSAN	0,82	0,67	0,69	0,72	0,76	0,23	0,19	0,12	0,20	0,31	0,21	0,21	0,12	0,18	0,36

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR
(FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Kısa V.Borç/T.Borç (Short T.Debt/T.Debts)					F.V.Ö.K./Toplam Aktif (Return on Assets Ratio)					V.Ö.K./Özvarlık (Profit Before Taxes/T.Equity)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
	KAV	0,67	0,43	0,50	0,57	0,68	0,49	0,25	0,06	0,09	0,14	0,78	0,48	0,04	(0,09)
KELEBEK MOBİLYA	1,00	0,92	0,85	0,73	0,75	0,34	0,22	0,27	0,28	0,39	0,44	0,68	0,47	0,46	0,78
KENT GIDA	0,94	0,90	0,96	0,84	0,46	0,28	0,23	0,32	0,35	0,28	0,24	0,27	0,44	0,39	0,34
KEPEZ ELEKTRİK	0,53	0,47	0,15	0,20	0,24	0,21	0,20	0,17	0,17	0,22	0,32	0,15	0,24	0,35	0,46
KOÇ HOLDİNG	0,93	0,99	0,93	0,89	0,93	0,36	0,22	0,35	0,27	0,36	0,37	0,27	0,37	0,27	0,38
KOÇ YATIRIM	0,96	0,88	0,89	0,95	0,96	0,32	0,33	0,41	0,39	0,41	0,33	0,34	0,41	0,40	0,43
KONİTEKS	---	1,00	1,00	0,99	0,98	---	0,28	0,34	0,36	0,38	---	0,44	0,42	0,52	0,50
KONYA ÇİMENTO	0,77	0,80	0,77	0,76	0,72	0,42	0,59	0,49	0,52	0,49	0,74	1,15	0,90	0,86	0,80
KORDSA	0,76	0,82	0,82	0,80	0,81	0,30	0,23	0,28	0,13	0,19	0,27	0,21	0,34	0,17	0,16
KOYTAŞ	0,85	0,71	0,48	0,52	0,67	0,29	0,32	0,05	0,13	0,16	0,70	0,47	0,13	0,21	0,37
KÜTAHYA PORSELEN	0,88	0,81	0,81	0,82	0,75	0,23	0,14	0,13	0,26	0,35	0,28	0,18	0,09	0,35	0,54
LÜKS KADİFE	0,85	0,88	0,88	0,80	0,89	0,34	0,39	0,32	0,34	0,49	0,28	0,45	0,18	0,16	0,54
MAKİNA TAKIM	0,89	0,72	0,78	0,86	0,78	0,24	0,16	0,07	0,08	0,23	0,70	0,29	(0,30)	(1,19)	0,09
MARDİN ÇİMENTO	0,84	0,78	0,65	0,69	0,61	0,35	0,51	0,51	0,54	0,52	0,46	0,84	0,72	0,76	0,72
MARET	0,64	0,80	0,81	0,71	0,83	0,08	0,09	0,09	0,08	0,10	---	0,07	0,10	(0,01)	0,13
MARM. ALTINYUNUS	0,13	0,28	0,53	0,58	0,60	(0,04)	(0,09)	(0,08)	0,09	0,06	(0,35)	(0,18)	(0,13)	0,09	0,06
MARM. MARTI OTEL	0,34	0,34	0,50	0,56	0,92	0,08	0,06	0,05	0,08	0,09	0,07	0,04	0,06	0,08	0,06
MARSHALL BOYA	0,73	0,78	0,58	0,71	0,83	0,40	0,28	0,28	0,36	0,30	0,59	0,57	0,38	0,57	0,57
MEDYA HOLDİNG	---	---	1,00	0,74	0,76	---	---	0,07	0,14	0,07	---	---	0,08	0,17	0,03
METAŞ	0,65	0,90	0,86	0,61	0,57	0,06	(0,01)	0,01	0,10	0,20	(0,79)	(0,68)	(0,31)	0,05	0,24
MİGROS	0,94	0,87	0,86	0,86	0,87	0,09	0,09	0,12	0,16	0,16	0,28	0,30	0,40	0,62	0,63
MİLLİYET GAZETECİLİK	---	0,94	0,95	0,86	0,74	---	0,09	0,27	0,18	0,48	---	0,15	0,27	0,13	0,86
NETAŞ	0,88	0,91	0,92	0,92	0,88	0,18	0,19	0,46	0,42	0,50	0,12	0,61	1,41	1,32	1,22
NET HOLDİNG	0,91	0,91	0,98	0,98	0,94	0,24	0,15	0,07	0,01	0,04	0,11	0,07	---	0,01	0,27
NET TURİZM	0,95	0,91	0,97	0,97	0,75	0,37	0,35	0,22	0,47	0,40	0,50	0,35	0,01	0,18	0,41
OKAN TEKSTİL	0,75	0,52	0,64	0,69	0,97	0,06	0,03	0,02	0,04	---	0,04	0,03	---	0,01	(0,06)
OLMUŞA	0,60	0,50	0,60	0,63	0,79	0,17	0,06	0,12	0,08	0,16	0,10	0,01	0,08	0,10	0,03
OTOSAN	0,85	0,82	0,76	0,78	0,83	0,37	0,43	0,30	0,38	0,55	0,66	0,84	0,55	0,65	0,91
OYSA NIĞDE ÇİMENTO	0,54	0,48	0,39	0,49	0,51	0,44	0,30	0,24	0,43	0,50	0,75	0,99	0,54	0,85	0,76
PARSAN	---	0,93	0,88	0,49	0,52	---	0,36	0,19	0,26	0,32	---	(0,01)	(3,03)	---	0,01
PEG PROFILO	0,71	0,72	0,74	0,78	0,84	0,28	0,24	0,33	0,31	0,37	0,23	0,35	0,26	0,16	0,28
PETKİM	0,94	0,77	0,79	0,63	0,56	0,21	0,10	---	---	0,01	0,38	0,10	(0,08)	(0,09)	(0,15)
PETROKENT TURİZM	0,23	0,13	0,24	0,33	0,56	---	---	0,04	---	0,01	---	0,20	0,23	---	0,01
PETROL OFİSİ	0,97	0,98	0,89	0,87	0,85	0,33	0,30	0,35	0,36	0,41	0,88	0,75	0,76	0,98	1,11
PINAR ET	0,95	0,84	0,89	0,91	0,86	0,07	0,05	0,12	0,18	0,18	---	0,01	0,07	0,09	0,18
PINAR SU	0,98	0,85	0,95	0,88	0,77	0,16	0,08	0,05	0,05	0,18	0,10	0,10	0,04	0,07	0,30
PINAR SÜT	0,81	0,87	0,75	0,88	0,76	0,24	0,24	0,45	0,45	0,43	0,39	0,28	0,17	0,40	0,84
PINAR UN	0,95	0,83	0,86	0,84	0,84	0,26	0,12	0,14	0,35	0,34	0,19	0,05	0,02	0,32	0,46
PİMAŞ	0,86	0,92	0,87	0,83	0,82	0,18	0,20	0,18	0,33	0,35	0,08	0,12	(0,32)	(0,41)	0,59
POLYLEN	0,93	0,76	0,83	0,70	0,84	0,37	0,36	0,15	0,20	0,13	0,19	0,77	7,16	(0,14)	0,01
RAKS ELEKTRONİK	---	0,78	0,85	0,81	0,97	---	0,25	0,14	0,22	0,31	---	0,36	0,28	0,12	0,33
SABAH YAYINCILIK	0,54	0,78	0,57	0,49	0,59	0,23	0,30	0,27	0,27	0,18	0,17	0,25	0,16	0,17	0,18
SARKUYSAN	0,94	0,93	0,90	0,92	0,89	0,22	0,15	0,27	0,32	0,39	0,48	0,42	0,38	0,51	0,50
SİFAŞ	0,79	0,79	0,76	0,54	0,67	0,42	0,41	0,15	0,09	0,12	0,42	0,90	(0,19)	(0,41)	0,08
SÖKSA	0,73	0,45	0,58	0,82	0,59	0,23	0,10	(0,07)	(0,25)	(0,34)	0,41	0,13	(3,77)	---	---
SÖNMEZ FİLAMANT	0,59	0,77	0,71	0,82	0,59	0,44	0,37	0,40	0,39	0,16	0,79	0,52	0,45	0,50	0,14
SUN ELEKTRONİK	---	0,92	0,83	0,85	0,80	---	0,36	0,34	0,39	0,31	---	0,36	0,18	0,29	0,10
TAT KONSERVE	---	0,91	0,87	0,86	0,88	---	0,11	0,20	0,26	0,38	---	0,07	0,09	0,36	0,65
TİRE KUTSAN	0,67	0,76	0,72	0,70	0,72	0,16	0,10	0,21	0,28	0,38	0,13	0,13	0,01	0,31	0,50
TOFAŞ OTO TİCARET	0,99	0,99	0,98	0,99	0,99	0,19	0,23	0,20	0,14	0,17	0,94	1,13	0,96	1,05	1,27
TOFAŞ OTOMOBİL FAB.	0,85	0,85	0,82	0,77	0,83	0,39	0,45	0,13	0,27	0,49	0,69	0,78	0,24	0,55	0,90
TRAKYA CAM	0,58	0,30	0,52	0,63	0,57	0,15	0,11	0,18	0,23	0,25	0,16	0,18	0,06	0,19	0,27
TRANSTÜRK HOLDİNG	0,11	-0,48	0,96	0,91	0,91	0,15	0,12	0,05	0,02	0,10	0,09	0,14	0,08	0,05	0,13
TURÇAS	0,99	0,99	0,97	0,97	0,98	0,16	0,24	0,35	0,41	0,42	0,19	0,24	0,39	0,47	0,51
TÜPRAŞ	0,93	0,92	0,77	0,69	0,67	0,06	0,06	0,13	0,08	0,07	---	0,13	0,18	0,15	0,14
TÜRK HAVA YOLLARI	0,30	0,34	0,34	0,44	0,62	0,05	(0,03)	(0,07)	(0,03)	(0,03)	0,01	(0,04)	(0,30)	(0,18)	(0,33)
T. DEMİR DÖKÜM	0,68	0,60	0,76	0,78	0,70	0,18	0,25	0,28	0,32	0,30	0,27	0,50	0,63	0,75	0,68
T. SIEMENS	0,71	0,74	0,73	0,78	0,82	0,36	0,23	0,23	0,40	0,40	0,57	0,34	0,36	0,73	0,78
T. ŞİŞE CAM	0,67	0,72	0,71	0,81	0,82	0,11	0,10	0,09	0,08	0,14	0,11	0,07	0,07	0,07	0,15
T. TUBORG	1,00	0,77	0,85	0,85	0,80	0,13	0,17	0,22	0,26	0,20	0,01	0,05	0,13	0,20	0,21
USAŞ	---	1,00	1,00	1,00	0,91	---	0,31	0,43	0,78	0,73	---	0,53	0,89	1,30	1,55
UŞAK SERAMİK	0,48	0,47	0,67	0,70	0,67	0,08	0,15	0,06	0,09	0,24	0,07	0,30	0,12	(0,08)	0,32
ÜNİYE ÇİMENTO	0,75	0,62	0,71	0,73	0,74	0,21	0,27	0,25	0,39	0,46	0,36	0,55	0,39	0,64	0,77
VAKIF FİNANSAL KİRALAMA	0,28	0,18	0,28	0,39	0,50	0,14	0,20	0,18	0,16	0,17	0,31	0,18	0,22	0,18	0,28
VAKIF YATIRIM	---	---	1,00	0,84	0,96	---	---	0,14	0,10	0,32	---	---	0,14	0,11	0,33
VESTEL	0,98	0,96	0,84	0,96	0,95	0,25	0,31	0,24	0,24	0,17	0,29	0,54	0,18	0,04	0,07
YASAŞ	0,86	0,94	0,84	0,82	0,81	0,25	0,31	0,14	0,36	0,46	0,23	0,18	0,14	0,28	0,53
YÜNSA	0,79	0,68	0,88	0,87	0,90	0,24	0,31	0,27	0,40	0,36	0,14	0,34	(0,11)	0,43	0,47
MEDYAN (MEDIAN)	0,76	0,80	0,81	0,80	0,81	0,23	0,21	0,20	0,25	0,29	0,28	0,27	0,22	0,26	0,41

8y. : 1

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR (FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Net Kâr/T.Aktif (Net Profit/T.Asset)					Brüt Satış Kârı/Net Satışlar (Gross Profit on Sales/Net Sales)					V.Ö.K./Net Satışlar (Profit Before Taxes/Net Sales)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
	A	(0,05)	---	0,04	(0,21)	(0,33)	0,19	0,19	0,27	0,08	(0,05)	(0,08)	---	0,04	(0,40)
A ÇİMENTO	0,25	0,21	0,22	0,22	0,24	0,40	0,44	0,46	0,44	0,39	0,27	0,27	0,30	0,34	0,38
N ÇİMENTO	0,24	0,30	0,07	(0,02)	0,09	0,38	0,39	0,35	0,33	0,37	0,18	0,18	0,05	---	0,07
TEKSTİL	0,05	0,14	0,06	0,20	0,23	0,21	0,21	0,15	0,21	0,22	0,04	0,14	0,07	0,19	0,19
MENTO	0,02	0,14	0,13	0,14	0,12	0,16	0,25	0,27	0,32	0,28	0,02	0,17	0,12	0,12	0,12
	0,22	0,24	0,24	0,31	0,32	0,28	0,32	0,34	0,39	0,27	0,27	0,31	0,30	0,40	0,31
	0,08	0,15	0,02	0,10	0,17	0,33	0,39	0,23	0,32	0,32	0,07	0,21	0,03	0,11	0,21
Ş ELEKTRİK	---	0,01	0,06	0,07	0,05	---	0,18	0,22	0,11	0,04	---	0,02	0,06	0,09	0,04
FINANS	---	0,01	0,03	0,03	0,03	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
TEL TELETAS	0,11	0,06	0,06	0,04	---	0,46	0,45	0,46	0,47	0,51	0,23	0,14	0,12	0,10	0,10
KO HOLDİNG	0,07	0,12	0,11	0,17	0,24	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
KO SANAYİ	0,15	0,11	0,10	0,10	0,19	0,22	0,21	0,17	0,19	0,35	0,15	0,14	0,11	0,10	0,21
MILDIZ MENSUCAT	0,05	0,08	0,10	0,09	0,20	0,34	0,28	0,37	0,25	0,33	0,05	0,09	0,14	0,09	0,25
YUNUS ÇEŞME	0,01	(0,04)	(0,12)	0,11	---	0,46	0,47	0,50	0,53	0,46	0,02	(0,10)	(0,32)	0,13	---
OLU CAM	0,04	0,05	---	0,06	0,10	0,47	0,33	0,37	0,35	0,29	0,07	0,06	---	0,17	0,20
LİK	0,09	0,22	0,20	0,17	0,18	0,21	0,21	0,22	0,24	0,25	0,08	0,14	0,13	0,12	0,11
SAN	---	0,03	0,05	0,05	0,06	0,37	0,46	0,35	0,35	0,38	0,01	0,09	0,12	0,10	0,13
ÇİMENTO	0,08	0,16	0,07	0,06	0,08	0,34	0,44	0,37	0,39	0,47	0,11	0,27	0,15	0,11	0,14
Z	0,04	0,11	0,13	0,14	0,10	0,14	0,16	0,17	0,17	0,16	0,04	0,09	0,09	0,10	0,09
AŞ	0,16	0,10	0,12	0,18	0,19	0,16	0,17	0,27	0,31	0,23	0,12	0,13	0,16	0,19	0,20
T	0,14	0,17	0,18	0,18	0,12	0,16	0,21	0,26	0,20	0,26	0,07	0,09	0,09	0,06	0,08
TEKNİK	0,13	0,27	0,17	0,15	0,18	0,35	0,31	0,30	0,33	0,34	0,14	0,23	0,13	0,14	0,17
TÜTÜN	0,01	0,01	0,01	(0,03)	---	0,23	0,18	0,28	0,56	0,68	0,01	0,01	0,01	(0,07)	---
ÇİMENTO	0,16	0,14	0,14	0,13	0,06	0,44	0,48	0,45	0,49	0,40	0,30	0,31	0,27	0,28	0,19
	0,15	0,04	0,01	0,07	0,09	0,39	0,37	0,30	0,34	0,35	0,14	0,06	0,02	0,07	0,09
ELİK	---	---	0,17	0,08	0,13	---	---	0,23	0,23	0,18	---	---	0,16	0,07	0,12
A ÇİMENTO	0,34	0,27	0,22	0,29	0,28	0,37	0,48	0,47	0,49	0,49	0,25	0,38	0,37	0,38	0,36
KALE ÇİMENTO	0,01	---	0,01	0,05	0,06	0,18	0,20	0,27	0,24	0,26	0,04	0,01	0,01	0,07	0,11
HALAT	0,13	0,17	0,07	0,09	0,05	0,32	0,30	0,25	0,24	0,24	0,21	0,19	0,09	0,14	0,09
TAŞ	0,12	0,02	0,14	0,20	0,30	0,41	0,43	0,39	0,44	0,47	0,16	0,02	0,17	0,29	0,47
	0,08	0,06	0,11	0,16	0,20	0,41	0,31	0,28	0,31	0,44	0,13	0,10	0,12	0,22	0,33
ROVA ELEKTRİK	0,24	0,14	0,14	0,21	0,15	0,22	0,19	0,28	0,37	0,41	0,39	0,22	0,22	0,29	0,20
Lİ CAM	0,08	0,01	(0,14)	(0,02)	0,20	0,33	0,36	0,16	0,26	0,44	0,08	0,05	(0,10)	---	0,29
OD	0,14	0,10	(0,05)	---	0,05	0,35	0,37	0,42	0,35	0,18	0,12	0,09	(0,04)	---	0,05
HOLDİNG	0,08	0,07	0,06	---	0,06	0,39	0,38	0,44	0,44	0,51	0,11	0,10	0,08	0,02	0,07
	0,13	0,07	0,02	0,21	0,35	0,35	0,30	0,30	0,42	0,42	0,19	0,10	0,02	0,11	0,30
N HOLDİNG	---	0,12	0,33	0,16	0,24	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SAN	0,05	0,03	0,07	(0,07)	0,08	0,47	0,35	0,36	0,39	0,47	0,15	0,09	0,12	(0,17)	0,09
AŞ	0,05	0,18	0,19	0,21	0,23	0,21	0,31	0,29	0,24	0,25	0,05	0,20	0,24	0,19	0,20
N OFSET	0,14	0,08	0,01	(0,17)	0,06	0,21	0,12	0,17	0,14	0,20	0,17	0,07	0,03	(0,10)	0,04
SİBAŞI İLAÇ	0,22	0,14	0,13	0,06	0,04	0,52	0,49	0,45	0,49	0,51	0,26	0,24	0,25	0,10	0,06
SİBAŞI YATIRIM	0,12	0,11	0,14	0,18	0,17	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
LİK	0,01	0,03	(0,09)	0,05	(0,03)	0,16	0,23	0,25	0,23	0,18	0,01	0,05	(0,06)	0,05	(0,03)
İRACILIK	0,14	0,28	0,30	0,33	0,34	0,63	0,64	0,55	0,60	0,61	0,32	0,39	0,37	0,44	0,46
NDÜSTRİ	(0,05)	0,09	0,06	0,15	0,16	0,39	0,38	0,44	0,32	0,37	(0,01)	0,18	0,11	0,12	0,15
UBRE	(0,02)	(0,03)	(0,05)	0,12	0,18	0,20	0,21	0,21	0,33	0,33	---	(0,02)	(0,05)	0,11	0,17
ROFİL	---	0,15	0,08	0,09	0,29	---	0,15	0,20	0,23	0,31	---	0,11	0,07	0,09	0,26
ERAMİK	0,02	0,17	0,13	0,16	0,22	0,53	0,39	0,49	0,52	0,45	0,04	0,22	0,16	0,19	0,24
I	---	0,04	0,03	0,06	0,12	---	0,29	0,33	0,28	0,48	---	0,05	0,04	0,09	0,18
HOLDİNG	0,09	0,10	0,24	0,28	0,26	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
S BİRACILIK	0,05	0,21	0,31	0,23	0,25	0,37	0,44	0,60	0,53	0,45	0,12	0,28	0,47	0,33	0,27
İ DEMİR ÇELİK	0,24	0,15	0,16	0,10	0,03	0,38	0,23	0,28	0,25	0,21	0,40	0,30	0,30	0,17	0,07
İNANS	---	---	0,01	0,02	0,04	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
ALUMİNYUM	0,05	0,07	0,04	0,02	0,04	0,14	0,18	0,32	0,25	0,26	0,03	0,05	0,04	0,03	0,08
İN KIRALAMA	---	0,03	0,06	0,02	0,04	---	---	---	---	---	---	0,18	0,22	0,10	0,17
Ş	0,09	0,07	0,04	0,03	0,27	0,53	0,49	0,54	0,47	0,47	0,18	0,14	0,10	0,07	0,30
	0,02	0,02	---	(0,10)	(0,08)	0,13	0,13	0,14	0,17	0,18	0,02	0,01	---	(0,04)	(0,03)
YATIRIM	---	---	---	0,30	0,45	---	---	---	0,02	0,07	---	---	---	0,02	0,07
EAR	0,02	(0,15)	0,13	0,12	0,20	0,13	0,13	0,19	0,21	0,27	0,03	(0,08)	0,09	0,11	0,19
N İŞİL	0,12	0,06	0,01	0,04	0,03	0,42	0,33	0,42	0,36	0,33	0,13	0,06	0,02	0,03	0,03
FABRİKALARI	---	0,04	0,01	0,01	0,07	0,18	0,22	0,24	0,30	0,31	---	0,03	0,01	0,02	0,11
BİRACILIK	0,10	0,22	0,25	0,19	0,24	0,41	0,57	0,45	0,45	0,48	0,16	0,31	0,26	0,18	0,25
I	0,10	0,10	0,02	0,06	0,05	0,19	0,21	0,22	0,17	0,17	0,10	0,10	0,03	0,05	0,06
ET GAZETECİLİK	0,05	0,08	0,10	0,05	0,06	0,30	0,42	0,35	0,42	0,53	0,04	0,07	0,09	0,05	0,04
İNANSAL KİR.	0,01	0,04	0,04	0,04	0,08	---	---	---	---	---	0,02	0,08	0,07	0,08	0,17
	0,04	0,04	0,08	0,03	0,08	0,28	0,28	0,32	0,27	0,29	0,05	0,05	0,08	0,03	0,08
İL MOTOR PİSTON	0,02	0,10	0,16	0,04	0,24	0,34	0,31	0,37	0,21	0,36	0,10	0,22	0,20	0,04	0,25
EMİR ÇELİK	(0,02)	(0,04)	0,01	0,03	0,04	0,19	0,15	0,24	0,21	0,28	(0,04)	(0,07)	0,02	0,05	0,05
	0,15	0,20	0,29	0,21	0,25	0,40	0,49	0,54	0,52	0,56	0,14	0,28	0,36	0,29	0,29
SAN	0,07	0,10	0,06	0,08	0,18	0,31	0,33	0,30	0,31	0,39	0,16	0,20	0,15	0,18	0,36

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR
(FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Net Kâr/T.Aktif (Net Profit/T.Asset)					Brüt Satış Kârı/Net Satışlar (Gross Profit on Sales/Net Sales)					V.Ö.K./Net Satışlar (Profit Before Taxes/Net Sales)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
	KAV	0,28	0,15	0,01	(0,04)	---	0,55	0,48	0,31	0,27	0,27	0,44	0,34	0,02	(0,04)
KELEBEK MOBİLYA	0,12	0,09	0,09	0,09	0,17	0,37	0,45	0,41	0,37	0,39	0,09	0,16	0,12	0,10	0,16
KENT GIDA	0,10	0,08	0,10	0,08	0,05	0,27	0,23	0,35	0,30	0,33	0,09	0,08	0,13	0,08	0,06
KEPEZ ELEKTRİK	0,10	0,06	0,06	0,12	0,15	0,42	0,34	0,38	0,52	0,33	0,19	0,09	0,10	0,18	0,23
KOÇ HOLDİNG	0,34	0,22	0,34	0,26	0,34	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
KOÇ YATIRIM	0,30	0,32	0,39	0,36	0,37	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
KONİTEKS	---	0,13	0,09	0,06	0,07	---	0,29	0,40	0,42	0,39	---	0,08	0,07	0,08	0,07
KONYA ÇİMENTO	0,17	0,28	0,29	0,34	0,32	0,26	0,57	0,53	0,53	0,50	0,26	0,43	0,43	0,47	0,42
KORDSA	0,15	0,12	0,15	0,07	0,05	0,30	0,33	0,37	0,28	0,27	0,11	0,12	0,17	0,07	0,06
KÖYTAŞ	0,05	0,16	0,05	0,01	0,07	0,34	0,41	0,27	0,30	0,28	0,14	0,34	0,07	0,09	0,13
KÜTAHYA PORSELEN	0,16	0,08	(0,01)	0,10	0,20	0,29	0,25	0,31	0,37	0,37	0,14	0,09	0,01	0,12	0,21
LÜKS KADİFE	0,10	0,14	0,04	0,03	0,10	0,32	0,37	0,38	0,37	0,36	0,07	0,10	0,04	0,03	0,10
MAKİNA TAKIM	0,09	0,02	(0,06)	(0,08)	0,02	0,48	0,42	0,36	0,27	0,24	0,21	0,09	(0,07)	(0,08)	0,02
MARDİN ÇİMENTO	0,23	0,26	0,40	0,43	0,41	0,31	0,43	0,56	0,52	0,54	0,25	0,41	0,49	0,54	0,52
MARET	---	0,05	0,07	(0,01)	0,05	0,11	0,14	0,14	0,14	0,14	---	0,03	0,05	(0,01)	0,05
MARM ALTINYUNUS	(0,23)	(0,16)	(0,12)	0,08	0,05	---	0,84	0,85	0,89	0,87	(1,45)	(0,76)	(0,49)	0,18	0,12
MARM MARTI OTEL	0,04	0,02	0,04	0,06	0,04	0,38	0,38	0,40	0,47	0,47	0,11	0,09	0,16	0,18	0,15
MARSHALL BOYA	0,15	0,16	0,10	0,15	0,12	0,26	0,24	0,23	0,30	0,33	0,08	0,13	0,08	0,12	0,13
MEDYA HOLDİNG	---	---	0,05	0,07	0,01	---	---	0,16	0,13	0,03	---	---	0,23	0,08	0,02
METAŞ	(0,16)	(0,15)	(0,08)	0,04	0,19	0,09	0,02	0,25	0,15	0,18	(0,12)	(0,42)	(11,75)	0,11	0,14
MIGROS	0,03	0,02	0,06	0,10	0,10	0,17	0,18	0,19	0,19	0,18	0,02	0,02	0,03	0,05	0,04
MİLLİYET GAZETECİLİK	---	0,05	0,07	0,03	0,24	---	0,33	0,38	0,40	0,39	---	0,03	0,03	0,02	0,16
NETAŞ	0,03	0,06	0,20	0,16	0,16	0,28	0,32	0,47	0,46	0,53	0,02	0,12	0,32	0,28	0,33
NET HOLDİNG	0,06	0,05	---	---	0,12	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
NET TURİZM	0,09	0,05	---	0,02	0,10	0,53	0,53	0,62	0,76	0,46	0,10	0,08	0,01	0,03	0,13
OKAN TEKSTİL	0,02	0,02	---	---	(0,04)	0,17	0,17	0,11	0,20	0,04	0,07	0,05	---	0,01	(0,10)
OLMUĞSA	0,03	---	0,03	0,04	0,01	0,31	0,22	0,31	0,34	0,32	0,05	---	0,05	0,05	0,01
OTOSAN	0,19	0,24	0,19	0,22	0,33	0,22	0,24	0,18	0,19	0,28	0,18	0,23	0,18	0,14	0,23
OYSA NİĞDE ÇİMENTO	0,11	0,09	0,04	0,20	0,33	0,49	0,50	0,40	0,48	0,47	0,21	0,21	0,09	0,24	0,36
PARSAN	---	(0,01)	(0,12)	(0,49)	---	---	0,48	0,39	0,34	0,35	---	---	(0,17)	(0,42)	---
PEG PROFILO	0,04	0,07	0,06	0,05	0,07	0,28	0,29	0,31	0,28	0,31	0,04	0,06	0,05	0,03	0,05
PETKİM	0,12	0,08	(0,06)	(0,06)	(0,11)	---	0,15	0,13	0,12	0,14	---	0,36	(0,12)	(0,12)	(0,19)
PETROKENT TURİZM	---	0,06	0,08	---	---	0,24	1,00	0,51	(0,51)	(0,64)	(0,53)	10,19	0,71	0,02	0,05
PETROL OFİSİ	0,17	0,15	0,14	0,15	0,20	0,05	0,05	0,07	0,08	0,08	0,04	0,04	0,04	0,05	0,06
PINAR ET	---	---	0,04	0,02	0,07	0,18	0,13	0,16	0,14	0,17	---	---	0,04	0,03	0,07
PINAR SU	0,02	0,01	---	---	0,05	0,46	0,41	0,41	0,38	0,39	0,07	0,06	0,02	0,03	0,09
PINAR SÜT	0,04	---	0,02	0,03	0,13	0,24	0,25	0,30	0,27	0,34	0,04	0,02	0,02	0,03	0,10
PINAR UN	0,04	0,01	(0,01)	0,12	0,16	0,16	0,10	0,12	0,17	0,16	0,04	0,01	---	0,08	0,11
PİMAŞ	---	0,01	(0,03)	(0,04)	0,05	0,28	0,30	0,30	0,33	0,36	0,02	0,02	(0,03)	(0,02)	0,06
POLYLEN	---	0,08	(0,21)	(0,03)	---	0,36	0,44	0,28	0,17	0,21	0,04	0,21	(0,29)	(0,02)	---
RAKS ELEKTRONİK	---	0,12	0,07	0,04	0,13	---	0,35	0,30	0,25	0,34	---	0,11	0,11	0,05	0,15
SABAH YAYINCILIK	0,04	0,08	0,05	0,07	0,10	0,39	0,43	0,40	0,38	0,40	0,03	0,07	0,05	0,03	0,06
SARKUYSAN	0,16	0,15	0,16	0,16	0,19	0,14	0,11	0,16	0,21	0,23	0,08	0,09	0,09	0,11	0,13
SİFAŞ	0,05	0,15	(0,04)	(0,12)	0,02	0,32	0,37	0,24	0,14	0,18	0,08	0,25	(0,04)	(0,09)	0,02
SOKSA	0,13	0,03	(0,26)	(0,68)	(0,63)	0,30	0,25	0,20	0,23	0,26	0,12	0,04	(0,24)	(1,03)	(0,55)
SÖNMEZ FİLAİMENT	0,26	0,19	0,13	0,23	0,07	0,26	0,37	0,36	0,45	0,23	0,25	0,27	0,19	0,27	0,07
SUN ELEKTRONİK	---	0,09	0,05	0,06	0,02	---	0,24	0,29	0,38	0,40	---	0,05	0,04	0,05	0,03
TAT KONSERVE	---	0,02	0,03	0,12	0,17	---	0,29	0,33	0,38	0,43	---	0,03	0,04	0,16	0,25
TİRE KUTSAN	0,04	0,05	(0,01)	0,12	0,21	0,19	0,22	0,27	0,29	0,36	0,03	0,05	---	0,12	0,20
TOFAŞ OTO TİCARET	0,08	0,11	0,09	0,07	0,09	0,06	0,06	0,05	0,06	0,06	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03
TOFAŞ OTOMOBİL FAB.	0,24	0,30	0,09	0,25	0,36	0,23	0,26	0,08	0,16	0,25	0,22	0,28	0,05	0,14	0,28
TRAKYA CAM	0,07	0,09	0,03	0,11	0,16	0,56	0,49	0,53	0,54	0,49	0,19	0,20	0,05	0,17	0,26
TRANSTURK HOLDİNG	0,05	0,11	0,05	0,02	0,06	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
TURÇAS	0,09	0,11	0,17	0,21	0,18	0,04	0,05	0,06	0,07	0,08	0,03	0,03	0,04	0,06	0,05
TUPRAŞ	---	0,04	0,07	0,04	0,03	0,03	0,04	0,04	0,03	0,01	---	0,03	0,04	0,03	0,02
TURK HAVA YOLLARI	---	(0,02)	(0,14)	(0,08)	(0,10)	0,22	0,14	0,16	0,20	0,16	---	(0,04)	(0,28)	(0,12)	(0,14)
T DEMİR DÖKÜM	0,05	0,11	0,13	0,14	0,14	0,26	0,34	0,40	0,41	0,42	0,07	0,15	0,20	0,22	0,20
T SIEMENS	0,18	0,11	0,10	0,22	0,20	0,32	0,25	0,29	0,35	0,40	0,18	0,10	0,08	0,21	0,25
T.ŞİŞE CAM	0,06	0,05	0,06	0,07	0,10	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
T TUBORG	---	0,01	0,04	0,10	0,10	0,41	0,36	0,43	0,47	0,32	0,01	0,08	0,13	0,16	0,14
USAŞ	---	0,22	0,21	0,47	0,31	---	0,73	0,80	0,79	0,43	---	0,16	0,22	0,49	0,39
UŞAK SERAMİK	0,04	0,05	0,04	(0,04)	0,07	0,29	0,44	0,36	0,31	0,40	0,04	0,20	0,09	(0,04)	0,13
UNYE ÇİMENTO	0,11	0,09	0,15	0,21	0,28	0,36	0,46	0,39	0,43	0,48	0,17	0,18	0,22	0,31	0,40
VAKIF FİNANSAL KİRALAMA	0,04	0,05	0,09	0,07	0,09	---	---	---	---	---	0,18	0,13	0,19	0,17	0,19
VAKIF YATIRIM	---	---	0,14	0,10	0,28	---	---	0,15	0,18	0,17	---	---	0,08	0,08	0,13
VESTEL	0,07	0,17	0,05	0,01	0,02	0,33	0,29	0,29	0,30	0,29	0,10	0,20	0,06	0,02	0,03
YASAŞ	0,03	0,03	0,02	0,09	0,19	0,20	0,20	0,23	0,38	0,43	0,03	0,04	0,03	0,09	0,17
YUNSA	0,04	0,08	(0,04)	0,07	0,10	0,30	0,42	0,43	0,46	0,48	0,05	0,14	(0,04)	0,14	0,16
MEDYAN (MEDIAN)	0,08	0,09	0,06	0,08	0,12	0,30	0,31	0,30	0,31	0,33	0,09	0,10	0,08	0,09	0,13

Sy.:

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR (FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	F.V.Ö.K./Finansman Giderleri (Time Interest Earned Ratio)					Kar Dağıtım Oranı (Dividend Payout Ratio)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
ANA	(0,17)	1,07	1,98	(5,83)	(5,47)	---	---	---	---	---
ANA ÇİMENTO	22,47	260,90	109,82	61,18	119,48	0,76	0,77	0,78	0,78	0,79
YON ÇİMENTO	553,33	30,37	1,77	0,96	2,20	0,90	0,71	0,68	---	0,81
AL TEKSTİL	1,28	26,30	8,06	27,42	13,03	0,75	0,46	0,68	0,47	0,47
ÇİMENTO	1,21	5,91	5,45	4,41	3,88	0,88	0,50	0,52	0,48	0,48
SA	55,75	71,30	222,32	1.095,29	2.337,62	0,48	0,48	0,48	0,53	0,48
SU	1,49	4,63	1,14	2,42	14,12	0,87	---	---	---	0,49
TAŞ ELEKTRİK	---	---	44,68	5.087,42	---	---	0,88	0,89	0,82	---
YIF FİNANS	---	4,15	1,39	1,38	1,38	---	---	0,77	0,86	0,70
CATEL TELETAŞ	1,10	2,34	1,62	1,35	1,18	0,52	0,46	0,79	0,48	---
ARKO HOLDİNG	2.264,00	4.399,00	705,95	1.177,92	880,78	0,87	0,48	0,52	0,56	0,55
ARKO SANAYİ	10,59	17,26	5,08	3,09	5,30	---	0,30	0,45	0,56	0,36
NYILDIZ MENSUCAT	1,20	1,47	1,51	1,23	3,75	---	0,86	0,47	0,48	0,45
NYUNUS ÇEŞME	1,12	0,53	0,14	4,61	1,10	0,90	---	---	---	▲
ADOLU CAM	1,96	1,58	1,37	2,42	1,57	0,75	0,64	---	0,75	0,60
ÇELİK	2,76	9,33	8,58	4,62	7,04	0,75	0,69	0,76	0,71	0,77
ELSAN	1,03	1,46	3,31	1,94	2,59	0,79	0,92	0,83	0,89	0,88
AN ÇİMENTO	2,53	15,39	3,41	2,21	2,08	0,79	0,45	0,44	0,45	0,47
GAZ	87,18	12,28	16,77	46,85	38,08	0,47	0,67	0,63	0,70	0,76
GFPAŞ	7,07	3,77	3,13	3,80	21,57	0,71	0,95	0,67	0,58	0,62
NVİT	3,10	6,39	5,97	30,09	4,72	0,06	0,10	0,05	0,72	0,72
KOTEKNİK	2,23	8,94	2,68	3,03	3,32	0,70	0,75	0,67	0,65	0,62
LİK TÜTÜN	1,12	1,21	0,96	0,86	1,00	---	0,91	0,70	---	---
LU ÇİMENTO	20,60	59,27	11,10	61,54	8,59	0,73	0,78	0,87	0,86	0,82
SA	5,62	2,40	1,15	1,40	1,84	0,48	0,77	0,76	0,47	0,48
RÇELİK	---	---	4,53	3,12	11,22	---	---	0,48	0,81	0,62
RSA ÇİMENTO	95,33	589,51	1.507,81	279,61	239,31	0,39	0,58	0,73	0,51	0,56
NAKKALE ÇİMENTO	1,01	0,68	1,02	1,38	2,03	---	---	0,72	0,72	0,98
LİK HALAT	10,36	11,79	3,15	3,67	2,13	0,73	0,75	0,81	0,76	0,70
ENTAŞ	103,83	7,58	2,82	14,68	35,06	0,42	0,68	0,51	0,44	0,46
SA	10,63	1,70	2,51	5,46	6,48	0,52	0,47	0,48	0,47	0,50
KUROVA ELEKTRİK	54,45	39,79	34,77	8,84	1,89	0,96	0,82	0,82	0,58	0,91
İZLİ CAM	3,89	3,32	(1,10)	1,01	8,20	0,62	0,59	---	---	0,49
RİMOD	1,64	1,38	0,86	1,01	1,38	0,85	0,87	---	---	0,12
VA HOLDİNG	1,79	1,81	1,27	1,04	1,29	0,61	0,63	0,86	---	0,63
AS	14,21	38,26	5,73	3,73	13,94	0,63	0,45	0,63	0,84	0,81
AN HOLDİNG	---	---	---	---	---	---	0,87	0,86	0,88	0,88
SUSAN	2,17	3,42	2,67	0,57	3,94	0,62	0,64	0,70	---	0,14
RTAŞ	1,97	8,60	14,68	19,51	32,01	0,86	0,71	0,75	0,79	0,72
RAN OFSET	---	---	0,90	0,34	1,47	0,60	0,55	0,59	---	---
ACIBASI İLAÇ	4,29	4,15	2,86	1,43	1,19	0,46	0,69	0,81	0,87	0,78
ACIBASI YATIRIM	---	---	---	---	---	0,53	0,51	0,77	0,59	0,68
PİPLİK	1,12	1,37	0,70	1,52	0,72	---	0,55	(0,07)	0,81	---
E BİRACILIK	11,71	19,12	150,26	854,59	3.507,59	0,72	0,35	0,65	0,47	0,53
E ENDÜSTRİ	0,97	3,49	1,50	2,41	2,48	(1,43)	0,69	0,88	0,88	0,85
E GÜBRE	1,19	0,90	1,05	2,78	9,61	---	---	---	0,16	0,73
E PROFİL	---	3,77	1,57	1,66	5,75	---	0,89	0,90	0,85	---
E SERAMİK	1,19	4,28	2,79	2,05	2,94	0,74	0,72	0,77	0,71	0,54
AN	---	1,26	1,16	1,48	1,67	---	0,39	0,81	0,09	0,46
VA HOLDİNG	1,44	1,55	2,72	5,01	8,58	0,86	0,87	0,88	0,87	0,88
YIYAS BİRACILIK	1,62	12,97	280,56	725,35	412,26	0,82	0,55	0,54	0,43	0,49
ĞLİ DEMİR ÇELİK	14,23	8,60	7,54	6,27	2,10	0,25	0,27	0,40	0,44	0,49
TOFİNANS	---	1,24	1,30	1,30	1,23	---	---	---	0,28	0,50
İŞ ALÜMİNYUM	1,46	1,60	1,31	1,23	2,10	0,86	0,90	0,90	0,87	0,83
NS FIN. KİRALAMA	---	2,47	1,88	---	8,35	---	0,85	0,61	0,76	0,87
TAŞ	3,49	4,25	3,05	7,31	234,39	0,84	0,96	0,84	0,81	0,73
A	3,43	1,77	1,32	(1,72)	(0,13)	0,78	---	0,45	---	---
BAL YATIRIM	---	---	---	---	---	---	---	---	0,93	0,93
D YEAR	1,63	2,87	4,15	10,05	26,98	0,85	---	0,26	0,59	0,52
BON İŞİL	2,21	1,55	1,08	1,17	1,18	0,86	0,90	1,53	0,89	0,50
RE FABRİKALARI	0,63	2,03	1,23	1,43	2,16	---	---	---	0,27	0,48
EY BİRACILIK	8,05	3.816,71	48,49	36,54	135,16	0,77	0,32	0,62	0,54	0,44
TAŞ	2,56	3,60	1,35	2,64	4,44	0,72	0,78	1,43	0,85	0,81
RIYET GAZETECİLİK	1,12	2,11	5,17	1,93	1,05	---	---	0,37	0,35	0,34
AT FİNANSAL KİR.	1,05	1,22	1,16	1,19	1,20	0,92	0,86	0,83	0,75	0,48
MA	---	---	---	---	---	1,22	0,80	0,52	0,55	0,71
NBUL MOTOR PİSTON	2,00	6,22	7,71	2,33	25,16	0,78	0,86	0,88	0,77	0,89
R DEMİR ÇELİK	1,05	0,62	1,17	1,19	1,53	---	---	---	---	0,79
AM	14,06	12,49	27,02	27,67	34,03	0,92	0,80	0,57	0,89	0,89
TONSAN	2,86	7,81	3,79	3,55	25,83	0,81	0,71	0,98	0,67	0,35

Ek. 3h.

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR (FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	F.V.Ö.K./Finansman Giderleri (Time Interest Earned Ratio)					Kar Dağıtım Oranı (Dividend Payout Ratio)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
KAV	28,45	30,76	2,14	0,71	1,03	0,50	0,71	3,37	—	—
KELEBEK MOBİLYA	2,23	5,71	2,54	2,41	4,05	0,69	0,72	0,59	0,51	0,83
KENT GIDA	2,49	2,94	2,13	1,66	1,36	0,38	0,50	0,65	0,63	1,00
KEPEZ ELEKTRİK	2,13	1,52	1,75	3,38	5,91	0,83	1,08	0,52	0,79	0,66
KOÇ HOLDİNG	—	—	—	—	—	0,55	0,54	0,58	0,55	0,74
KOÇ YATIRIM	—	—	—	—	—	0,55	0,55	0,58	0,68	0,75
KONİTEKS	—	2,38	1,64	1,62	1,53	—	—	—	0,45	0,61
KONYA ÇİMENTO	—	—	—	—	273,22	0,69	0,67	0,51	0,50	0,50
KORDSA	2,23	2,79	3,56	1,54	1,29	0,48	0,48	0,47	0,51	0,47
KÖYTAŞ	3,76	18,23	6,57	68,93	217,06	0,47	0,48	0,85	0,42	0,80
KÜTAHYA PORSELEN	3,24	3,09	1,66	3,02	5,88	0,55	0,59	(0,45)	0,29	0,36
LÜKS KADİFE	1,67	2,53	1,21	1,16	1,70	0,55	0,48	0,58	0,75	0,78
MAKİNA TAKİM	5,88	2,27	0,50	0,37	1,00	0,60	0,72	—	—	—
MARDİN ÇİMENTO	86,14	—	573,22	847,09	177,68	0,66	0,86	0,86	0,88	0,90
MARET	1,03	2,59	10,62	32,78	94,81	—	0,38	0,51	—	0,68
MARM. ALTINYUNUS	(0,19)	(1,48)	(2,38)	8,47	8,33	—	—	—	—	—
MARM. MARTI OTEL	55,20	9,05	6,17	3,68	2,09	0,72	0,75	0,87	0,82	0,85
MARSHALL BOYA	7,58	6,66	5,62	7,26	7,74	0,65	0,71	0,72	0,70	0,70
MEDYA HOLDİNG	—	—	3,77	2,06	1,18	—	—	0,81	1,20	0,91
METAŞ	0,26	(0,23)	4,43	23,86	44,82	—	—	—	—	—
MİGROS	—	—	—	—	—	0,90	0,51	0,67	0,49	0,51
MİLLİYET GAZETECİLİK	—	2,73	1,48	1,24	2,49	—	0,79	0,77	0,78	0,87
NETAŞ	1,16	4,29	13,27	7,38	2,58	—	0,48	0,87	0,48	0,48
NET HOLDİNG	1,28	0,64	0,23	0,04	0,53	0,97	0,48	—	0,91	0,72
NET TURİZM	1,30	1,10	0,68	1,15	1,36	0,85	0,73	—	0,57	0,66
OKAN TEKSTİL	1,71	4,94	1,03	1,15	—	0,93	0,55	—	0,90	—
OLMUĞSA	1,50	1,07	2,37	2,76	1,08	0,70	—	0,70	0,70	—
OTOSAN	66,23	379,52	294,75	499,43	1.465,78	0,83	0,61	0,59	0,57	0,59
OYSA NIĞDE ÇİMENTO	12,88	—	7,12	26,70	10,45	0,85	0,95	0,95	0,89	0,90
PARSAN	—	1,14	0,40	0,45	1,09	—	—	—	—	—
PEG PROFILO	1,31	1,97	1,29	1,25	1,33	0,83	0,52	0,54	0,75	0,51
PETKİM	2,77	14,71	0,14	0,05	0,06	1,00	0,71	—	—	—
PETROKENT TURİZM	—	—	—	—	1,42	—	0,71	0,48	—	0,69
PETROL OFİSİ	—	—	74,51	678,29	736,28	0,81	0,81	0,80	0,80	0,91
PINAR ET	0,22	0,26	1,67	1,47	2,85	—	—	—	—	0,65
PINAR SU	1,48	1,74	1,40	1,70	4,84	0,84	0,83	—	—	0,69
PINAR SÜT	1,37	1,15	1,04	1,21	2,04	0,79	0,62	0,81	0,74	0,48
PINAR UN	1,59	1,37	1,09	2,90	174,25	0,48	—	—	0,63	0,78
PİMAŞ	1,27	1,15	0,87	0,89	1,37	0,50	0,93	—	—	0,24
POLYLEN	1,14	2,15	0,41	0,86	1,00	4,57	0,45	—	—	—
RAKS ELEKTRONİK	—	2,14	2,90	1,28	1,74	—	0,92	0,85	0,80	0,83
SABAH YAYINCILIK	1,28	1,66	1,34	1,37	1,82	0,87	0,91	0,90	0,92	0,91
SARKUYSAN	4,84	8,04	3,51	3,12	5,56	0,50	0,52	0,83	0,54	0,84
SİFAŞ	1,45	4,43	0,81	0,44	1,63	1,37	0,49	—	—	—
SOKSA	5,03	1,21	(0,64)	(2,20)	(2,87)	0,79	0,68	—	—	—
SÖNMEZ FILAMENT	28,95	6,57	8,73	330,78	8,18	0,91	0,84	0,92	0,70	0,94
SUN ELEKTRONİK	—	1,35	1,18	1,20	1,08	—	0,46	0,47	0,86	0,52
TAT KONSERVE	—	1,16	1,09	3,41	5,03	—	0,56	—	0,55	0,74
TİRE KUTSAN	1,30	1,42	1,02	3,17	6,40	0,98	0,50	—	0,49	0,50
TOFAŞ @TO TİCARET	73,09	348,80	16,20	—	—	0,80	0,47	0,49	0,53	0,54
TOFAŞ OTOMOBİL FAB.	488,75	2.130,87	7,41	23,98	4.475,12	0,38	0,41	0,70	0,52	0,49
TRAKYA CAM	3,57	3,88	1,29	1,90	3,87	0,86	0,87	0,90	0,84	0,82
TRANSTÜRK HOLDİNG	1,50	11,03	26,87	110,29	13,23	—	0,59	0,71	1,18	0,82
TURÇAS	6,42	3,99	10,29	10,63	4,15	0,71	0,73	0,71	0,76	0,76
TÜPRAŞ	0,99	7,12	3,15	3,70	4,02	0,95	0,35	0,47	0,85	0,84
TURK HAVA YOLLARI	0,96	(0,59)	(1,09)	(0,59)	(0,37)	—	—	—	—	—
T. DEMİR DÖKÜM	2,09	4,66	5,93	6,66	4,50	0,81	0,79	0,76	0,79	0,79
T. SIEMENS	4,61	3,85	4,18	10,08	10,47	0,40	0,54	0,64	0,35	0,43
T. ŞİŞE CAM	1,74	1,71	2,57	3,95	19,32	0,83	0,81	0,91	0,92	0,83
T. TUBORG	1,30	1,38	1,77	2,74	3,59	—	—	—	0,62	0,57
USAŞ	—	—	—	—	534,15	—	0,90	0,90	0,91	0,89
UŞAK SERAMİK	1,88	9,24	3,43	0,74	2,59	—	0,16	0,64	—	0,26
ÜNYE ÇİMENTO	14,29	32,33	62,13	308,50	494,01	0,78	0,69	0,81	0,81	0,82
VAKIF FİNANSAL KİRALAMA	1,73	1,64	2,19	2,13	2,52	0,95	0,91	0,84	0,83	0,81
VAKIF YATIRIM	—	—	—	—	—	—	—	0,72	0,71	0,69
VESTEL	3,01	3,84	1,33	0,83	0,92	—	0,49	0,70	0,71	0,51
YASAŞ	1,29	1,41	1,39	1,68	4,54	0,80	0,81	0,80	0,83	0,56
YUNSA	1,21	1,87	0,89	1,78	1,91	0,72	0,59	—	0,41	0,53
MEDYAN (MEDIAN)	2,09	3,21	2,37	2,42	3,75	0,75	0,69	0,70	0,71	0,68

Sy: 11

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR (FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Pay Başına Temettü Verimi (%)					Pay Başına Verim (%)					Fiyat/Kazanç Oranı				
	(Dividend Yield)					(Yield Per Share)					(Price/Earnings Ratio)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
NA	---	---	---	---	---	---	---	---	(44,07)	530,30	---	---	---	(1,11)	(3,57)
NA ÇİMENTO (A+C)	---	---	---	6,93	16,90	---	---	164,32	(14,75)	232,64	---	---	10,91	4,63	8,05
ON ÇİMENTO	---	---	---	3,20	---	---	---	(32,72)	403,20	16,83	---	---	20,58	(236,78)	26,87
L TEKSTİL	5,62	4,75	6,10	7,50	14,17	236,70	63,66	(20,47)	170,00	510,00	15,79	7,55	9,06	3,35	11,39
İMİMENTO	11,18	1,21	6,09	5,88	10,00	402,73	48,27	57,88	3,92	330,00	72,96	43,04	8,85	4,84	13,57
A	8,72	5,50	4,01	5,20	8,85	---	131,00	28,85	58,40	135,77	8,70	2,27	9,19	5,99	8,93
U	---	---	---	---	---	---	---	---	---	6,02	---	---	---	---	10,62
AŞ ELEKTRİK	---	---	---	---	---	---	---	---	---	824,24	---	---	---	---	20,71
F FİNANS	---	---	---	---	---	---	---	---	---	127,27	---	---	---	---	17,41
ATEL TELETAŞ	24,46	5,98	8,44	6,98	8,33	187,31	(7,07)	244,38	(44,65)	1.019,44	8,69	5,45	11,36	5,71	(707,59)
RKO HOLDİNG	---	2,94	1,78	1,51	7,50	376,71	360,00	100,73	(21,66)	957,50	22,83	27,25	34,24	7,45	38,54
RKO SANAYİ	---	---	---	---	16,67	---	---	---	(52,58)	2.083,33	---	---	---	3,36	15,34
NYILDIZ MENSUCAT	---	---	---	2,89	4,50	---	---	3,75	(24,82)	466,43	---	---	16,31	10,68	13,99
NYUNUS ÇEŞME	4,50	1,20	---	---	---	316,67	541,20	(43,75)	(32,67)	351,61	74,85	(51,98)	(6,27)	6,40	(842,59)
DOLU CAM	36,03	3,43	4,34	---	23,16	691,53	(5,63)	(55,86)	37,65	440,91	21,90	14,70	---	3,23	10,89
ELİK	22,17	5,72	10,87	6,52	12,22	693,15	67,69	268,10	(18,44)	394,76	13,18	6,31	11,68	5,78	14,86
AN	---	---	6,42	6,85	12,35	---	(56,98)	103,72	17,81	359,26	---	14,32	12,06	7,22	13,69
AN ÇİMENTO	2,02	2,59	6,19	2,48	5,06	554,08	(2,25)	92,52	(21,66)	377,99	30,60	7,21	17,84	8,82	18,51
AZ	4,31	2,78	5,17	3,38	9,55	50,00	318,23	201,00	(22,25)	241,53	17,04	13,06	18,61	7,35	19,05
F AŞ	32,00	6,78	5,15	6,82	26,09	404,00	71,19	(12,37)	(40,91)	904,35	10,51	18,38	9,84	2,23	11,69
VİT	---	---	---	---	14,47	---	---	---	---	347,98	---	---	---	4,97	16,88
TEKNİK	---	---	---	---	9,38	---	---	---	(5,88)	209,38	---	---	---	6,89	11,63
K TUTUN	---	---	---	3,04	---	---	---	55,56	(8,87)	300,00	---	---	23,18	(5,07)	150,97
U ÇİMENTO	21,35	4,25	4,06	9,93	22,40	749,77	64,90	14,13	(48,27)	679,87	13,79	18,10	8,74	3,85	33,60
A	18,65	3,92	2,85	1,82	9,29	357,14	(2,29)	(8,58)	7,88	595,00	12,12	26,85	41,56	5,09	18,48
ÇELİK	---	---	---	---	13,33	---	---	---	(47,37)	460,00	---	---	---	6,04	10,24
SA ÇİMENTO	---	---	---	---	2,29	---	---	---	---	(28,57)	---	---	---	---	9,40
AKKALE ÇİMENTO	---	---	---	0,25	1,41	250,90	102,41	427,09	113,25	60,42	28,20	---	289,35	51,06	30,43
K HALAT	23,12	5,77	10,24	6,57	13,79	396,23	9,80	2,14	15,49	448,28	13,33	7,11	12,34	5,48	35,99
NTAŞ	---	---	---	---	6,67	---	---	---	---	279,64	---	---	---	8,53	8,81
RA	14,97	2,57	2,92	3,52	10,69	466,07	4,25	95,48	(8,57)	579,44	20,05	16,17	13,72	4,43	12,22
ROVA ELEKTRİK	32,06	12,03	6,68	10,95	12,99	430,14	43,99	(3,71)	64,18	286,36	8,00	12,25	7,46	4,49	14,87
ZLİ CAM	---	9,52	2,29	---	---	110,00	23,81	(26,35)	(25,00)	2.381,48	6,54	25,60	(2,10)	(6,07)	8,24
MOD	---	---	---	---	---	---	---	(24,32)	(78,57)	800,00	---	---	(14,14)	32,12	26,21
A HOLDİNG	16,15	5,33	3,06	4,54	---	793,08	200,44	45,47	(57,07)	420,00	11,49	20,60	18,93	50,13	11,53
Ş	---	---	---	2,78	9,71	---	---	(68,84)	475,00	466,26	---	---	22,82	8,64	11,00
AN HOLDİNG	---	---	---	---	---	---	---	---	---	658,45	---	---	---	---	13,17
USAN	5,22	2,50	3,17	9,56	---	128,57	(46,91)	6,38	(40,44)	1.455,56	24,70	20,11	7,37	(2,01)	24,91
TAŞ	17,08	2,89	11,29	4,43	11,55	339,08	47,78	355,45	(23,08)	374,77	29,73	6,32	17,01	6,82	16,28
AN OFSET	---	---	---	1,25	---	---	---	(46,32)	(32,08)	723,53	---	---	47,13	(1,52)	17,85
ACIBAŞI İLAÇ	---	---	2,47	4,29	7,14	---	66,67	46,30	(51,71)	214,29	---	27,79	18,90	12,21	41,92
ACIBAŞI YATIRIM	41,66	4,00	1,36	1,64	6,45	988,37	1.032,89	145,74	(57,05)	250,97	13,21	37,23	46,83	9,16	27,70
İPLİK	---	---	---	0,76	7,19	---	---	(4,32)	28,00	95,75	---	---	(9,16)	11,29	(22,26)
BİRACILIK	25,24	5,16	4,56	5,43	3,13	828,16	89,03	227,37	181,52	171,88	13,86	7,78	12,02	14,93	22,81
ENDÜSTRİ	10,45	11,12	7,73	9,11	26,32	---	261,12	(14,29)	29,37	768,42	(12,88)	8,87	9,67	3,28	13,85
GÜBRE	10,91	---	---	---	9,68	267,42	(18,58)	(29,73)	19,23	1.748,39	(20,81)	(12,07)	(3,88)	1,64	13,79
PROFİL	---	---	---	---	---	---	---	---	---	71,43	---	---	---	---	13,02
SERAMİK	---	---	---	---	---	---	---	---	---	188,89	---	---	---	---	6,87
AN	---	---	---	---	---	---	---	---	---	143,06	---	---	---	---	18,35
. HOLDİNG	18,37	19,21	11,11	9,28	11,29	153,53	190,53	211,11	24,07	484,68	4,47	7,80	9,47	7,74	28,60
YAS BİRACILIK	4,00	4,00	4,67	4,94	2,73	384,00	279,00	174,67	142,80	133,64	20,62	11,72	10,86	15,71	20,89
Lİ DEMİR ÇELİK	31,93	2,72	4,76	7,55	14,29	1.786,11	(40,05)	57,14	(39,62)	639,29	9,36	5,61	5,34	3,10	38,78
DFİNANS	---	---	---	---	---	---	---	---	---	198,70	---	---	---	---	11,59
G ALÜMİNYUM	---	---	5,93	4,99	2,18	---	3,08	30,71	86,15	84,20	---	15,12	16,03	39,85	26,74
S FIN. KİRALAMA	---	---	---	---	---	---	---	---	---	87,88	---	---	---	---	13,33
AŞ	---	---	11,43	7,88	5,78	---	(31,46)	14,29	23,03	708,42	---	8,42	10,61	14,02	5,76
---	---	---	---	1,25	---	---	---	(10,00)	30,56	1.777,55	---	---	35,71	(1,33)	(19,38)
AL YATIRIM	---	---	---	---	42,51	---	---	---	(13,64)	805,67	---	---	---	2,18	5,48
Y YEAR	10,71	1,83	---	3,38	6,90	192,86	(23,17)	164,29	79,73	467,24	46,50	(4,60)	7,72	8,61	14,21
ON İŞİL	14,74	---	9,11	10,53	20,85	---	210,05	(27,27)	37,78	694,65	---	9,90	14,50	4,27	23,10
E FABRİKALARI	---	---	---	---	1,43	162,00	(23,48)	(5,56)	(17,65)	1.830,00	858,21	10,27	21,86	19,23	16,74
Y BİRACILIK	21,82	5,22	5,76	6,96	4,00	409,09	65,67	227,91	77,97	196,50	14,75	5,61	8,95	13,46	15,45
AŞ	32,26	4,88	11,47	10,19	19,29	554,19	11,42	(21,56)	(15,47)	597,38	12,54	6,79	14,06	4,41	22,10
İYET GAZETECİLİK	---	---	---	---	7,26	---	---	---	(43,73)	1.026,31	---	---	---	4,84	23,83
T FİNANSAL KİR.	---	1,19	13,59	18,23	33,27	---	46,02	31,33	27,21	2.343,98	77,13	6,30	4,30	2,25	11,73
A	---	---	3,33	1,57	2,99	---	105,29	328,33	(51,76)	375,52	---	23,96	33,31	18,37	21,84
BUL MOTOR PİSTON	---	---	4,00	15,56	2,98	---	---	(46,00)	43,61	541,28	---	21,57	5,66	25,96	14,05
DEMİR ÇELİK	---	---	---	---	---	709,38	(61,36)	120,59	(53,33)	1.253,75	(25,59)	(4,08)	31,05	4,51	28,77
M	20,51	7,37	10,83	4,73	8,15	460,26	37,65	305,50	10,45	221,33	12,53	7,38	12,02	10,87	15,46
ONSAN	10,82	4,11	6,93	6,67	15,00	476,82	15,07	44,66	(26,67)	790,00	19,59	10,27	14,72	4,48	10,14

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR
(FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Pay Başına Temettü Verimi (%)					Pay Başına Verim (%)					Fiyat/Kazanç Oranı				
	(Dividend Yield)					(Yield Per Share)					(Price/Earnings Ratio)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
KAV	10,78	4,05	7,16	1,82	---	435,92	(24,05)	55,37	(40,86)	448,84	12,39	9,91	184,49	(10,66)	334,29
KELEBEK MOBİLYA	---	---	7,74	10,82	12,50	---	(17,39)	(34,70)	13,42	527,08	---	9,27	5,43	4,07	6,17
KENT GIDA	---	---	1,03	4,95	3,13	---	---	(15,34)	63,37	153,13	---	48,08	13,18	20,11	29,10
KEPEZ ELEKTRİK	14,21	7,05	2,51	3,22	12,31	241,94	186,28	(33,11)	42,24	405,81	11,73	43,21	16,05	6,44	16,34
KOÇ HOLDİNG	19,51	5,42	1,94	2,90	4,27	806,98	313,57	78,88	(15,82)	503,14	10,19	27,80	19,88	12,88	33,85
KOÇ YATIRIM	23,37	6,26	3,81	2,90	6,08	615,00	166,81	232,38	(2,90)	308,08	8,78	14,42	20,13	11,18	27,26
KONITEKS	---	---	---	---	---	---	---	---	---	224,59	---	---	---	---	13,04
KONYA ÇİMENTO	---	---	11,43	5,31	7,49	---	(30,00)	191,43	58,37	154,16	---	5,87	9,62	6,69	9,79
KORDSA	21,56	3,87	5,14	4,87	9,52	421,36	(16,49)	93,68	(50,69)	295,24	12,54	9,26	9,70	5,37	17,60
KÖYTAŞ	18,33	3,23	13,79	5,71	1,20	435,00	8,06	68,97	(22,86)	509,19	14,86	3,52	14,92	34,77	17,37
KÜTAHYA PORSELEN	---	---	6,02	0,95	3,08	---	(47,30)	32,53	148,57	206,92	---	9,65	(47,64)	9,48	7,40
LÜKS KADİFE	---	---	---	5,56	11,22	---	---	(47,83)	(37,50)	520,98	---	---	-10,42	6,68	9,73
MAKİNA TAKİM	4,35	10,31	2,33	---	---	747,83	125,77	(69,79)	(56,76)	2.837,50	5,85	30,85	(2,65)	(0,58)	56,33
MARDİN ÇİMENTO	11,12	11,39	16,32	12,37	19,68	63,89	144,73	264,37	52,67	223,85	5,77	5,28	6,93	4,46	8,06
MARET	---	---	2,38	2,70	---	308,57	(17,47)	166,67	(27,03)	342,31	404,88	15,82	18,72	(49,19)	32,75
MARM. ALTINYUNUS	1,28	---	---	---	---	562,78	(40,20)	24,17	12,50	272,22	(5,48)	(6,02)	(9,07)	10,37	43,07
MARM MARTI OTEL	---	---	6,32	7,63	15,38	---	(73,68)	180,00	(18,33)	530,77	---	11,36	11,44	5,32	27,52
MARSHALL BOYA	---	---	11,51	7,50	12,08	---	(38,36)	48,90	90,84	428,91	---	6,19	9,64	5,80	16,94
MEDYA HOLDİNG	---	---	---	---	12,98	---	---	---	8,33	307,21	---	---	---	---	9,22
METAŞ	---	---	---	---	---	260,66	(22,73)	58,82	5,66	1.207,69	(1,30)	(0,88)	(1,92)	6,30	14,58
MİGROS	---	---	---	3,26	2,94	---	---	306,64	198,91	476,47	---	---	20,53	16,61	47,14
MİLLİYET GAZETECİLİK	---	---	---	---	---	---	---	---	---	26,32	---	---	---	---	8,69
NETAŞ	---	---	---	---	---	---	---	---	---	552,68	---	---	---	---	10,84
NET HOLDİNG	---	4,09	7,12	---	2,06	51,52	(49,60)	12,91	(24,14)	1.411,15	23,78	6,80	209,84	44,06	14,96
NET TURİZM	---	---	5,64	---	10,00	---	33,85	(6,92)	(50,92)	1.160,00	---	12,92	(156,90)	5,73	9,75
OKAN TEKSTİL	---	3,75	1,82	---	3,14	---	24,06	(2,73)	(50,00)	550,76	24,71	30,19	2.997,17	28,49	(11,55)
OLMUĞSA	13,23	1,49	---	3,33	7,69	422,35	(32,47)	(26,54)	11,67	330,77	47,26	416,36	21,11	9,09	116,03
OTOSAN	25,21	6,25	13,77	5,90	8,44	478,74	14,06	134,78	52,10	723,26	10,02	4,44	9,98	6,69	16,27
OYSA NİĞDE ÇİMENTO	---	---	---	3,50	12,51	---	---	(34,64)	201,44	381,61	---	---	27,12	7,12	8,98
PARSAN	---	---	---	---	---	---	(45,95)	(50,00)	(15,00)	1.000,00	---	(44,94)	(0,79)	(0,21)	527,16
PEG PROFİLO	---	---	5,19	4,88	12,52	---	(14,61)	68,51	(52,95)	614,97	---	9,93	11,03	6,00	15,14
PETKİM	---	---	6,68	---	---	---	(25,00)	(22,49)	(50,00)	1.335,29	---	10,65	(6,67)	(2,20)	(12,96)
PETROKENT TURİZM	---	---	---	9,87	---	---	---	(40,91)	(20,90)	266,67	---	---	4,81	---	137,41
PETROL OFİSİ	---	---	---	8,76	23,12	---	---	75,00	(16,24)	856,35	---	---	9,09	3,46	15,06
PINAR ET	---	---	---	---	---	108,33	20,00	13,33	(5,88)	431,25	506,76	162,34	12,28	12,79	19,09
PINAR SU	13,95	4,55	5,75	---	---	169,77	(4,55)	20,75	(39,13)	2.042,86	18,56	14,49	(41,48)	75,49	38,34
PINAR SUT	33,60	8,00	2,14	7,79	17,42	555,82	(17,00)	5,71	31,79	2.788,39	9,81	28,77	10,43	4,23	15,73
PINAR UN	---	5,48	---	---	25,81	467,57	176,90	(55,26)	89,95	1.345,04	8,68	142,50	(14,49)	2,43	15,24
PİMAŞ	12,70	0,08	1,95	---	---	238,80	21,74	(28,22)	31,37	1.690,54	642,86	47,82	(4,53)	(2,80)	21,46
POLYLEN	17,65	5,38	10,67	---	---	191,18	49,46	(39,33)	(35,69)	460,37	85,06	4,18	(0,58)	(7,43)	208,56
RAKS ELEKTRONİK	---	---	---	---	---	---	---	---	---	268,75	---	---	---	---	17,65
SABAH YAYINCILIK	---	---	8,12	17,03	10,54	---	(41,33)	(51,14)	250,53	362,30	---	11,22	5,29	8,74	12,72
SARKUYSAN	29,16	6,25	7,41	5,60	10,42	959,57	18,75	131,48	(17,60)	384,38	8,03	6,99	11,24	5,18	14,64
SİFAŞ	21,32	9,93	8,43	---	---	269,33	129,40	(18,97)	(69,33)	608,90	13,82	5,77	(9,90)	(1,99)	60,38
SÖKSA	---	---	5,00	---	---	---	(20,00)	(7,50)	(4,76)	498,50	---	13,53	(1,07)	(0,22)	(3,12)
SÖNMEZ FILAMENT	---	---	---	6,98	20,57	---	---	(6,98)	16,98	318,30	---	---	13,13	3,42	29,44
SUN ELEKTRONİK	---	---	---	9,80	26,23	---	---	24,53	54,55	476,72	---	---	4,83	3,28	28,50
TAT KONSERVE	---	---	---	---	---	---	---	---	---	201,20	---	---	---	---	20,54
TİRE KÜTSAN	---	---	---	---	14,63	---	---	(49,15)	36,67	802,44	---	---	(73,69)	3,34	9,32
TOFAŞ OTO TİCARET	---	---	---	4,56	3,03	---	---	51,52	300,56	93,94	---	---	10,78	17,35	11,43
TOFAŞ OTOMOBİL FAB.	---	---	---	3,13	7,11	---	---	5,75	103,31	600,44	---	---	22,42	7,34	12,63
TRAKYA CAM	---	---	4,44	2,73	20,00	---	(19,40)	(22,56)	(15,32)	627,30	---	19,53	32,78	4,20	12,33
TRANSTÜRK HOLDİNG	---	---	---	---	6,67	---	---	---	42,86	753,33	---	---	---	17,89	42,78
TURÇAS	---	---	---	---	10,99	---	---	---	23,51	414,51	---	---	---	6,95	23,81
TUPRAŞ	---	---	---	4,57	12,06	---	---	283,33	(32,78)	701,53	---	---	10,28	7,02	50,40
TÜRK HAVA YOLLARI	---	---	---	---	---	---	7,41	(48,28)	26,67	1.921,05	---	(16,00)	(1,15)	(1,98)	(17,65)
T.DEMİR DOKUM	16,39	5,45	8,12	4,81	8,60	269,79	81,21	297,20	15,51	227,60	14,76	9,70	15,69	9,17	15,81
T.SIEMENS	10,22	4,39	4,08	3,00	4,90	404,40	23,90	108,16	48,00	215,10	9,13	13,16	21,20	7,12	12,70
T.ŞİŞE CAM	16,03	2,42	1,05	3,64	13,33	825,00	285,71	(52,63)	(56,91)	810,30	34,24	77,24	25,09	6,91	24,67
T.TUBORG	---	---	---	---	6,32	89,19	(48,57)	(5,56)	39,71	248,42	---	172,50	25,27	9,87	23,37
USAŞ	---	---	---	---	---	---	---	---	---	223,94	---	---	---	---	15,84
UŞAK SERAMİK	---	---	2,00	6,90	---	---	(9,00)	27,27	24,14	305,88	---	7,81	9,35	(8,36)	11,47
ÜNYE ÇİMENTO	---	---	4,43	9,16	14,72	---	---	37,18	68,19	343,51	---	15,68	8,90	5,48	8,40
VAKIF FİNANSAL KİRALAMA	---	---	---	14,81	25,93	---	---	4,57	(10,74)	751,85	---	---	5,70	3,19	12,14
VAKIF YATIRIM	---	---	---	7,87	8,70	---	---	40,91	(17,94)	708,70	---	---	9,12	8,17	8,78
VESTEL	---	---	8,42	6,00	2,86	---	(67,80)	(5,26)	(55,25)	420,11	---	5,77	11,75	24,83	61,47
YASAŞ	30,04	5,94	7,26	6,19	25,00	729,37	(22,42)	41,88	1,43	825,00	13,52	11,12	12,96	3,32	10,12
YUNSA	---	---	8,33	---	10,71	---	(40,00)	(25,00)	7,69	596,43	---	7,03	(9,88)	3,87	10,11
MEDYAN (MEDIAN)	16,73	4,75	5,76	5,31	10,00	404,20	12,74	20,75	(0,73)	460,19	13,52	10,27	10,89	5,99	15,29

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR
(FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Piyasa Değeri/Nakit Akışı (Price/Cash Flow)				Piyasa Değeri/Defter Değeri (Price/Book Value)					
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
ABANA	---	---	---	(2,04)	(4,89)	---	---	---	0,34	2,26
ADANA ÇİMENTO (A+C)	---	---	8,65	2,99	5,54	---	3,32	3,35	1,42	2,60
AFYON ÇİMENTO	---	---	9,30	50,60	10,96	---	---	5,71	24,89	7,42
AKAL TEKSTİL	14,70	3,32	4,38	2,91	8,01	1,53	1,63	1,04	1,43	4,87
AKÇİMENTO	7,34	20,94	3,86	1,92	5,60	2,16	8,71	1,78	1,12	2,94
AKSA	7,03	1,98	8,26	5,63	8,43	2,98	0,83	3,48	2,90	3,88
AKSU	---	---	---	---	5,71	---	---	---	---	2,31
AKTAŞ ELEKTRİK	---	---	---	---	16,42	---	---	---	---	12,11
AKTİF FİNANS	---	---	---	---	17,02	---	---	---	---	5,32
ALCATEL TELETAS	5,42	3,25	7,65	3,63	65,16	2,56	1,48	3,21	1,06	10,90
ALARKO HOLDİNG	19,97	26,42	33,47	7,38	38,24	1,75	4,63	4,68	1,34	10,16
ALARKO SANAYİ	---	---	---	2,84	14,33	---	---	---	0,88	6,90
ALTINYILDIZ MENSUCAT	---	---	12,07	6,13	9,57	---	---	3,74	1,78	5,06
ALTINYUNUS ÇEŞME	15,98	331,95	(9,35)	3,76	22,76	1,02	4,92	2,62	0,84	2,50
ANADOLU CAM	6,54	4,58	3,16	1,82	7,41	3,22	1,96	0,71	0,39	2,34
ARÇELİK	7,82	4,81	8,52	4,19	9,43	4,27	3,07	5,67	2,40	6,41
ASELSAN	---	9,84	7,15	5,10	10,55	---	1,00	1,55	1,08	2,73
ASLAN ÇİMENTO	11,23	4,53	9,54	3,40	7,74	4,41	2,15	2,83	1,43	4,03
AYGAZ	3,18	5,61	7,60	3,44	8,00	2,13	3,68	5,84	2,27	4,07
BAGFAŞ	8,60	13,91	8,06	1,78	9,93	2,32	3,08	1,48	0,56	3,72
BANVİT	---	---	---	1,98	6,41	---	---	---	1,98	4,81
BEKOTEKNİK	---	---	---	4,34	7,47	---	---	---	2,69	4,62
BİRLİK TÛTUN	---	---	17,65	(5,31)	123,16	---	---	0,80	0,64	1,63
BOLU ÇİMENTO	10,40	13,02	7,24	3,53	14,79	3,69	4,74	2,35	0,78	3,01
BRISA	7,64	9,13	7,65	2,73	10,98	3,58	2,30	1,32	0,74	2,90
BURÇELİK	---	---	---	2,16	4,63	---	---	---	0,94	2,98
BURSA ÇİMENTO	---	---	---	---	6,52	---	---	---	---	4,18
ÇANAKKALE ÇİMENTO	4,08	7,14	20,65	18,89	14,50	1,56	1,55	3,30	3,85	3,48
ÇELİK HALAT	8,02	5,55	7,16	3,86	19,42	3,18	2,14	1,48	1,07	4,04
ÇİMENTAŞ	---	---	---	4,54	7,32	---	---	---	2,06	3,98
ÇİMSA	6,58	5,58	5,59	2,28	9,79	3,37	1,72	2,10	1,09	4,16
ÇUKUROVA ELEKTRİK	7,27	10,39	5,55	3,67	12,35	3,93	4,40	2,54	2,46	6,35
DENİZLİ CAM	2,42	2,75	(5,26)	2,73	7,66	1,02	0,85	0,76	0,44	4,07
DERİMOD	---	---	(23,60)	7,22	19,66	---	---	6,53	0,90	4,80
DEVA HOLDİNG	8,31	14,62	12,10	5,86	7,00	3,67	2,82	2,36	0,79	2,45
DİTAŞ	---	---	1,85	5,54	7,87	---	---	1,09	3,03	6,01
DOĞAN HOLDİNG	---	---	---	---	13,16	---	---	---	---	7,16
DOĞUSAN	8,81	4,10	3,39	41,77	13,02	1,89	0,73	0,78	0,34	3,74
DÖKTAŞ	6,51	4,07	11,43	4,03	9,96	2,54	1,95	5,22	2,37	6,30
DURAN OFSET	---	---	3,93	(5,56)	7,01	---	---	1,10	0,65	2,76
ECZACIBAŞI İLAÇ	---	24,73	17,85	7,49	20,61	---	5,31	5,01	1,74	3,84
ECZACIBAŞI YATIRIM	13,18	37,23	46,82	9,16	27,70	1,75	4,89	7,05	1,69	4,82
EDİP İPLİK	---	---	(23,98)	3,31	96,52	---	---	1,96	1,38	1,88
EGE BİRACILIK	9,30	6,11	9,40	11,72	17,11	3,51	3,30	5,57	7,29	10,60
EGE ENDÜSTRİ	9,28	5,24	5,53	2,03	7,76	1,07	2,29	1,15	0,90	4,68
EGE GÜBRE	20,81	14,66	(15,17)	1,14	10,12	1,01	0,79	0,49	0,33	3,53
EGE PROFİL	---	---	---	---	10,73	---	---	---	---	7,31
EGE SERAMİK	---	---	---	---	4,05	---	---	---	---	3,22
EMSAN	---	---	---	---	17,30	---	---	---	---	4,11
ENKA HOLDİNG	4,40	7,73	9,42	7,71	28,47	1,25	1,59	2,83	2,60	8,50
ERÇİYAS BİRACILIK	9,18	8,94	9,61	9,85	11,50	1,72	3,97	5,58	7,04	8,50
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	7,83	4,42	4,79	2,12	16,34	3,69	1,21	1,25	0,54	2,87
FACTOFİNANS	---	---	---	---	11,43	---	---	---	---	6,77
FENİŞ ALÜMİNYUM	---	8,48	11,64	21,10	15,05	---	3,34	2,57	3,21	4,29
FİNANS FİN. KİRALAMA	---	---	---	---	13,18	---	---	---	---	2,92
GENTAŞ	---	5,16	4,44	3,26	4,45	---	1,09	1,16	0,71	2,41
GİMA	---	---	9,03	(1,49)	(22,49)	---	---	1,50	(14,92)	(24,36)
GLOBAL YATIRIM	---	---	---	2,18	5,45	---	---	---	0,66	2,49
GOOD YEAR	6,36	25,63	3,94	5,16	11,64	2,85	2,52	2,82	2,89	7,56
GORBON İŞİL	---	4,15	2,20	2,27	10,57	---	1,94	1,35	1,08	6,13
GÜBRE FABRİKALARI	58,97	6,21	8,51	3,85	13,18	1,27	0,82	0,67	0,40	3,75
GÜNEY BİRACILIK	7,99	4,13	7,11	8,80	11,10	2,33	2,04	3,62	4,11	6,02
HEKTAŞ	12,04	5,80	8,67	2,89	13,36	3,63	2,31	1,19	0,77	2,62
HURRIYET GAZETECİLİK	---	---	---	3,01	14,25	---	---	---	0,89	5,56
KTİSAT FİNANSAL KİR.	37,61	5,89	4,07	2,16	11,65	1,01	0,94	0,77	0,53	6,75
NTEMA	---	16,82	26,26	12,72	18,71	---	1,78	6,37	1,35	4,00
STANBUL MOTOR PİSTON	---	11,30	2,80	2,69	8,26	---	4,54	1,51	1,61	4,88
ZMİR DEMİR ÇELİK	14,29	37,66	7,30	1,26	10,07	1,42	0,41	0,60	0,17	1,53
ZOCAM	5,75	4,98	9,94	7,93	9,12	3,48	2,73	5,51	3,69	6,03
ÇARTONSAN	9,30	5,57	5,77	1,64	6,86	1,91	1,29	1,12	0,47	2,35

Sy: 114

ŞİRKETLERE AİT FİNANSAL ORANLAR (FINANCIAL RATIOS OF COMPANIES)

	Piyasa Değeri/Nakit Akışı (Price/Cash Flow)					Piyasa Değeri/Defter Değeri (Price/Book Value)				
	1989	1990	1991	1992	1993	1989	1990	1991	1992	1993
KAV	10,74	8,22	12,11	9,68	15,62	5,73	2,84	3,38	0,95	2,82
KELEBEK MOBİLYA	---	6,95	4,03	2,67	4,67	---	3,19	1,33	0,96	2,87
KENT GIDA	---	17,62	10,60	12,07	11,29	---	6,44	3,30	4,31	6,88
KEPEZ ELEKTRİK	7,92	26,22	11,57	5,71	10,83	3,24	5,75	3,19	1,96	6,46
KOÇ HOLDİNG	9,94	27,05	19,50	12,74	31,54	3,61	7,39	7,10	3,38	11,99
KOÇ YATIRIM	8,75	14,38	20,09	11,13	27,19	2,78	4,67	8,08	4,20	10,55
KONİTEKS	---	---	---	---	8,84	---	---	---	---	3,26
KONYA ÇİMENTO	---	4,92	7,85	5,69	7,03	---	3,19	5,13	3,75	5,19
KORDSA	8,81	6,60	6,68	2,66	7,93	2,98	1,62	2,15	0,78	1,90
KÖYTAŞ	7,15	3,17	10,53	8,42	10,50	2,06	0,88	1,35	0,74	2,78
KÜTAHYA PORSELEN	---	2,30	4,20	3,37	3,84	---	1,48	1,45	2,04	2,59
LÜKS KADİFE	---	---	4,62	2,75	6,68	---	---	1,47	0,65	2,53
MAKİNA TAKIM	4,17	12,58	(4,17)	(0,72)	30,07	1,78	2,89	0,95	0,70	4,32
MARDİN ÇİMENTO	4,78	4,64	5,68	4,22	7,15	1,79	2,27	3,95	2,69	4,66
MARET	14,78	5,56	8,26	14,60	11,44	1,91	0,95	1,61	0,82	2,30
MARM. ALTINYUNUS	(7,40)	(11,47)	(28,81)	5,17	14,87	1,91	1,07	1,17	0,66	2,39
MARM. MARTI OTEL	---	5,72	6,68	3,11	14,54	---	0,39	0,61	0,36	1,43
MARSHALL BOYA	---	4,49	5,79	3,85	11,03	---	1,64	1,57	1,59	4,51
MEDYA HOLDİNG	---	---	---	8,39	19,20	---	---	---	1,52	3,10
METAŞ	2,17	(1,48)	(9,44)	3,31	11,72	0,52	0,60	0,60	0,31	3,24
MİGROS	---	---	9,73	9,79	26,46	---	---	4,07	6,24	18,66
MİLLİYET GAZETECİLİK	---	---	---	---	6,98	---	---	---	---	6,41
NETAŞ	---	---	---	---	9,62	---	---	---	---	6,87
NET HOLDİNG	22,27	6,50	64,78	25,01	14,66	2,70	0,50	0,49	0,34	2,39
NET TURİZM	---	10,42	66,91	4,60	9,36	---	3,67	2,65	0,79	3,06
OKAN TEKSTİL	5,74	8,00	9,62	1,98	73,32	0,83	0,64	0,41	0,14	0,67
OLMUĞSA	9,86	8,72	6,97	2,81	12,70	3,03	1,45	0,84	0,68	2,03
OTOSAN	6,96	3,35	7,01	5,50	13,91	3,36	2,04	3,49	2,87	9,89
OYSA NİĞDE ÇİMENTO	---	---	6,27	4,56	6,45	---	---	4,02	3,33	4,95
PARSAN	---	5,85	(1,37)	(0,27)	11,17	---	1,19	2,40	(0,47)	7,26
PEG PROFILO	---	4,93	5,03	2,17	8,06	---	2,27	2,23	0,72	3,33
PETKİM	---	5,86	(56,60)	(27,95)	(38,38)	---	2,27	0,55	0,19	2,00
PETROKENT TURİZM	---	---	3,45	4,61	10,46	---	---	0,98	0,45	0,98
PETROL OFİSİ	---	---	8,21	3,11	13,89	---	---	2,77	1,40	7,85
PINAR ET	12,00	14,03	6,46	4,09	10,29	0,93	0,89	0,73	0,48	1,73
PINAR SU	12,05	9,05	33,47	6,63	23,22	0,82	0,63	0,63	0,30	4,19
PINAR SÜT	5,14	3,35	2,59	1,41	8,87	2,12	1,22	0,63	0,64	7,67
PINAR UN	4,47	21,59	8,56	1,73	11,97	0,69	1,22	0,37	0,40	3,37
PİMAŞ	12,06	7,05	5,58	8,61	6,41	2,02	2,03	1,47	1,14	6,07
POLYLEN	18,34	3,49	(0,62)	7,75	9,15	1,66	1,32	(4,18)	1,01	2,89
RAKS ELEKTRONİK	---	---	---	---	13,54	---	---	---	---	5,15
SABAH YAYINCILIK	---	6,40	3,13	5,40	8,85	---	1,94	0,60	1,29	1,97
SARKUYSAN	6,48	5,16	8,46	3,69	9,63	3,41	2,60	3,52	1,76	4,80
SİFAŞ	6,71	4,32	(113,78)	(3,85)	10,36	2,20	2,47	2,01	0,76	3,48
SÖKSA	---	6,85	(1,32)	(0,24)	(3,48)	---	1,34	4,04	(0,30)	(3,82)
SÖNMEZ FİLAMANT	---	---	12,28	2,33	8,45	---	---	3,06	1,26	3,95
SUN ELEKTRONİK	---	---	3,13	2,31	16,31	---	---	0,75	0,83	2,31
TAT KONSERVE	---	---	---	---	16,65	---	---	---	---	7,08
TİRE KUTSAN	---	---	6,93	2,33	7,33	---	---	0,89	0,65	3,09
TİFAŞ OTO TİCARET	---	---	9,74	15,95	10,74	---	---	5,09	9,24	7,58
TİFAŞ OTOMOBİL FAB.	---	---	6,56	4,71	9,71	---	---	4,41	3,50	8,33
TRAKYA CAM	---	9,36	9,93	2,71	7,53	---	3,23	1,56	0,69	2,81
TRANSTURK HOLDİNG	---	---	---	16,25	41,10	---	---	---	0,79	3,61
TURÇAS	---	---	---	5,91	20,57	---	---	---	1,85	6,50
TUPRAŞ	---	---	6,44	3,53	16,00	---	---	1,58	0,73	4,19
TÜRK HAVA YOLLARI	---	4,12	(3,84)	9,46	22,42	---	0,58	0,34	0,35	6,06
T DEMİR DÖKÜM	5,36	6,16	11,31	6,71	11,55	2,32	2,51	5,47	3,55	6,38
T SIEMENS	5,83	6,63	10,64	5,50	10,42	3,30	2,89	4,36	3,12	5,42
T ŞİŞE CAM	25,82	61,80	21,39	6,33	23,49	3,85	5,19	1,74	0,49	2,59
T TUBORG	73,46	14,53	7,27	3,80	6,85	5,29	2,26	1,51	1,35	3,29
USAŞ	---	---	---	---	14,03	---	---	---	---	11,75
UŞAK SERAMİK	---	3,23	2,47	3,54	4,53	---	1,03	0,88	0,74	1,72
UNYE ÇİMENTO	---	7,88	5,87	4,12	6,70	---	3,05	2,03	1,87	3,80
VAKIF FİNANSAL KİRALAMA	---	---	5,61	3,15	11,99	---	---	1,12	0,49	2,78
VAKIF YATIRIM	---	---	8,72	7,73	8,71	---	---	1,25	0,86	2,59
VESTEL	---	4,46	6,78	6,48	25,11	---	2,29	1,66	0,63	2,92
YASAŞ	6,69	5,01	3,03	1,84	7,83	1,41	0,74	0,72	0,49	2,81
YUNSA	---	3,86	42,46	2,45	6,26	---	1,66	1,11	0,77	3,15
MEDYAN (MEDIAN)	8,16	6,16	7,11	3,78	10,65	2,26	2,04	1,61	0,95	3,97

BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.

KURULUŞ TARİHİ : 16/01/1970
(Established in)

BAŞLICA ÜRETİMİ : KİMYEVİ GÜBRE VE ASİT
(Main Business Line) (Chemical fertilizers and acids)

GENEL MERKEZ : SUSAM SOK NO.26
(Head Office) CİHANGİR İSTANBUL

GENEL MÜDÜR : KEMAL GENÇER
(General Manager)

YÖNETİM KURULU : RECEP GENÇER
(Board of Directors) KEMAL CANTÜRK
KEMAL GENÇER
AHMET GENÇER
OSMAN BUBİK
ZEKAI GÜMÜŞDİŞ
RECEP ÖRDEKÇİ

TELEFON NO : (212) 293 08 85
(Phone)

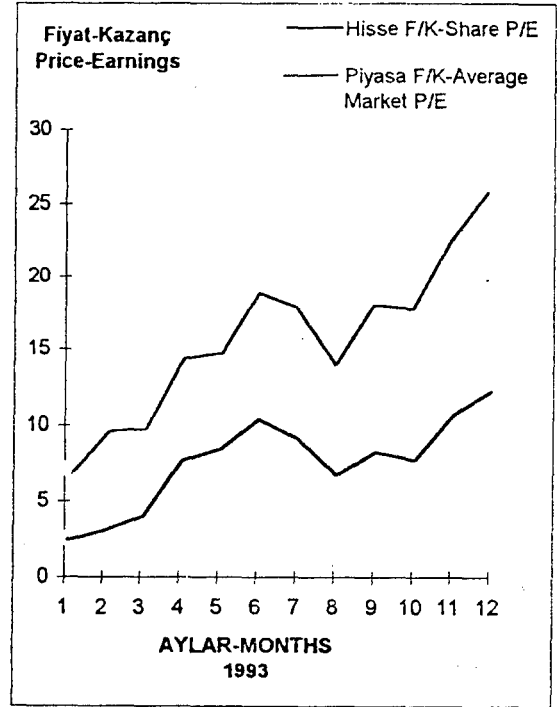
FAKS NO : (212) 249 97 44
(Faximile)

PERSONEL ve İŞÇİ SAYISI : 416
(Number of Employees)

TOPLU SÖZLEŞME TARİHİ : 01/01/1992-01/01/1994
(Collective Bargaining Date)

KAYITLI SERMAYE TAVANI : 200.000.000.000
(Authorized Capital)

ÇIKARILMIŞ SERMAYE : 200.000.000.000
(Issued Capital)



GENEL BİLGİLER

Kimyevi gübre ve asit üreten Şirket, Bandırma-Erdek karayolu üzerinde kurulu 4 ayrı cins gübre fabrikası ile sülfürik asit ve fosforik asit fabrikalarından oluşan entegre tesislerinde üretim yapmaktadır.

1993 yılı üretimi ile Türkiye'deki çiftçinin ihtiyacını büyük ölçüde karşılayan Bağfaş, bunun yanısıra Yunanistan başta olmak üzere Tanzanya, Brezilya ve Ürdün'e toplam 58.523 ton amonyum sülfat gübresi, Yemen'e 6.000 ton triple süper fosfat cinsi gübre ihraç ederek toplam 4.445.000 dolar ihracat geliri elde etmeyi başarmıştır.

Kimyevi gübre pazarının %20'sini elinde bulunduran Şirket'in üretim kapasitesi kimyevi gübrede 840.000 ton/yıl, fosforik asitte 140.000 ton/yıl ve sülfürik asitte 500.000 ton/yıl'dır.

Şirket'in son üç yıla ilişkin üretim bilgileri aşağıdadır.

Üretim Production (ton-tons)

1991	418.942
1992	511.826
1993	553.000

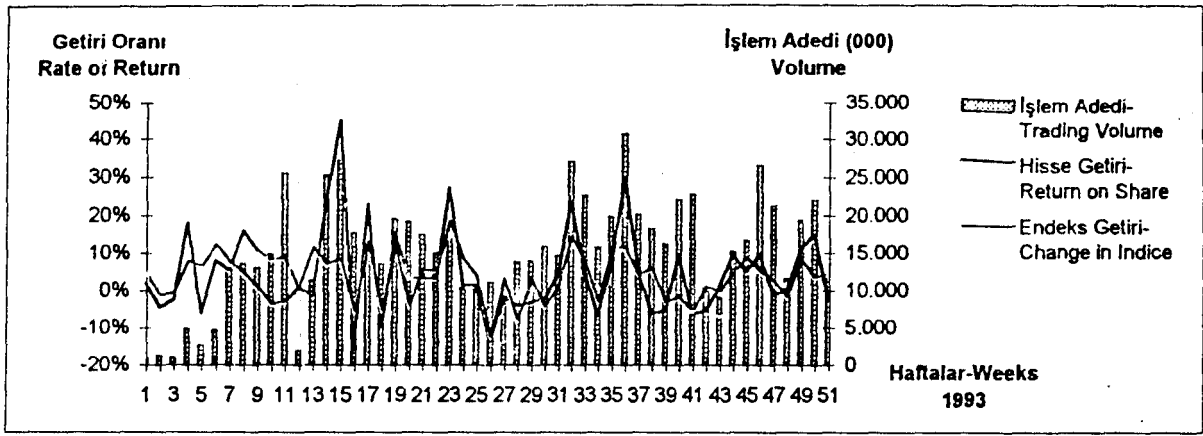
GENERAL INFORMATION

The Company manufactures chemical fertilizers and acids in integrated plants which consist of four different types of fertilizer plants, sulfuric acid and phosphoric acid factories in Bandırma Erdek.

With the production level in 1993, the Company met the domestic farmers' necessities on a large scale and also exported 58.523 tons ammonium sulfate fertilizer to Greece, Tanzania, Brasil and Amman and 6.000 tons triple super phosphate fertilizer to Yemen. The Company achieved an export revenue of US \$ 4.445.000.

Controlling 20% of the total chemical fertilizer market, capacities of the Company realized 840.000 tons per year in chemical fertilizer, 140.000 tons per year in phosphoric acid and 500.000 tons per year in sulfuric acid.

The output figures of the Company in the past three years are given below.



Şirket'in 1993 yılı içinde gerçekleştirdiği ithalat ve ihracat rakamları aşağıda gösterilmektedir.

The export and import figures that the Company realized in 1993 are given below.

<u>İthalat (TL)</u> <u>Imports (\$)</u>	<u>Maliyetler İçindeki Payı(%)</u> <u>Proportion In Costs(%)</u>	<u>İhracat (TL)</u> <u>Exports (\$)</u>	<u>Satışlar İçindeki Payı(%)</u> <u>Proportion In Sales(%)</u>
450.005.285.000 40.632.441	81	48.100.360.693 4.445.559	3

Şirket'in proje halindeki yatırımları aşağıda verilmektedir.

The continuing projects of the Company are given below.

<u>Projeler</u> <u>Projects</u>	<u>Başlangıç-Bitiş Tarihleri</u> <u>Beginning Date -</u> <u>Estimated Ending Date</u>	<u>Proje Tutarı-</u> <u>Estimated Project</u> <u>(Milyon-Million TL)</u>	<u>Gerçekleşen Tutar -</u> <u>Realized Part of</u> <u>Project</u>
MODERNİZASYON (Modernization)	01/05/1994 31/7/1994	170.000	-

Şirket'in başlıca iştirakleri ve iştirak sermayesi içindeki payı aşağıda gösterilmiştir.

The Company's main participations and its portion in their equity capital are shown below.

<u>İştirakler</u> <u>Participations</u>	<u>İştirak Sermayesi</u> <u>Participation Capital</u>	<u>İştirak Payı (%)</u> <u>Participation(%)</u>
BADETAŞ BANDIRMA DENİZ TAŞIMA	1.000.000.000 TL	46.70
BAGASAN AMBALAJ SANAYİİ A.Ş.	1.000.000.000 TL	26.60

Şirket'in başlıca ortakları ve sermaye payları aşağıda gösterilmektedir.

The main shareholders and their portions in the equity capital are shown below.

<u>Ortak Ünvanı</u> <u>Share Holders</u>	<u>Tutar(Milyon TL)</u> <u>Amount(TL Million)</u>	<u>Sermaye Payı (%)</u> <u>Share In Capital(%)</u>
RECEP GENCER	50.000	25.00
GENCER HOLDING A.Ş.	5.484	2.74
BAGASAN A.Ş.	4.000	2.00
BADETAŞ A.Ş.	2.500	1.25
DIĞER (Others)	138.016	69.01

BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.

TL Milyon (Million)

BİLANÇO	1989	1990	1991	1992	1993
ÖNEN VARLIKLAR	100.472	153.080	306.483	433.691	765.990
Hazır Değerler	11 792	15 026	103 082	101 498	46 394
Menkul Kıymetler (Net)	---	---	51 855	68 343	77 657
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (Net)	62 497	84 636	66 428	73 933	457 447
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar (Net)	2 703	12	220	579	4 964
Stoklar (Net)	21 859	45 611	60 721	130 600	158 191
Stoklar	21 859	43 720	60 531	130 504	157 753
Verilen Sipariş Avansları	---	1 891	190	96	438
Diğer Dönen Varlıklar	1 621	7 795	24 177	58 738	21 337
DURAN VARLIKLAR	39.741	57.631	78.071	131.896	249.581
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar (Net)	550	---	443	---	---
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar (Net)	---	478	---	592	622
Finansal Duran Varlıklar (Net)	258	401	501	4 489	769
Maddi Duran Varlıklar (Net)	38.790	56 404	76 954	126 449	247.337
Binalar, Arsa ve Araçlar	30 853	47 855	74 766	120 580	187 695
Makine, Tesis ve Cihazlar	85 615	133 633	180 082	266 444	390 128
Diğer Duran Varlıklar	4 448	6 955	9 342	20 849	33 559
Birikmiş Amortismanlar (-)	(82 638)	(135 274)	(188 800)	(284 074)	(433 811)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	512	3 235	---	---	---
Verilen Sipariş Avansları	---	---	1 564	2 650	69 766
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	---	---	---	---	---
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	---	---	---	---	---
Verilen Avanslar	---	---	---	---	---
Diğer Duran Varlıklar	143	348	173	366	853
AKTİF TOPLAMI	140.213	210.711	384.554	565.587	1.015.571
KISA VADELİ BORÇLAR	37.320	79.796	78.446	136.020	379.032
Finansal Borçlar	745	35 139	4	4	---
Ticari Borçlar (Net)	19 217	22 091	38 253	68 653	241 221
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2 205	3 544	3 061	5 936	9 252
Alınan Sipariş Avansları	---	---	---	---	---
Orç ve Gider Karşılıkları	15 153	19 022	37 108	61 427	128 559
UZUN VADELİ BORÇLAR	1.059	4.826	9.625	18.370	31.835
Finansal Borçlar	---	---	---	---	---
Ticari Borçlar (Net)	---	---	---	---	---
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	350	---	---	---	---
Alınan Sipariş Avansları	---	---	---	---	---
Orç ve Gider Karşılıkları	709	4 826	9 625	18 370	31 835
SERMAYE	101.834	126.089	296.483	411.197	604.704
Sermaye	40 000	40 000	200 000	200 000	200 000
Sermaye Tahhütleri (-)	---	---	---	---	---
Emisyon Primi	---	---	---	---	---
Denenden Değerleme Değer Artışı	24 347	45 161	32 357	76 800	145 499
Duran Varlıklarda Değer Artışı	24 347	45 161	32 257	76 700	145 283
İştiraklerde Değer Artışı	---	---	100	100	216
Yedekler	15 037	19 815	19 368	31 350	66 763
Yasal Yedekler	5 235	8 856	12 194	18 815	33 443
Statü Yedekleri	---	---	---	---	---
Özel Yedekler	---	---	---	---	---
Ölçümlü Yedekler	9 802	10 959	7 194	12 535	33 320
Net Dönem Karı	22 450	21 113	44 738	103 047	192 442
Önemli Zarar (-)	---	---	---	---	---
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	---	---	---	---	---
PASİF TOPLAMI	140.213	210.711	384.554	565.587	1.015.571
GELİR TABLOSU					
Ürün Satışları	328 110	330 204	523 474	900 732	1 645 320
Satışlardan İndirimler (-)	19 650	31 438	16 498	16 558	21 159
Net Satışlar	308 460	298 766	506 976	884 174	1 624 161
Satışların Maliyeti (-)	260 553	248 489	371 269	607 148	1 256 330
ÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	47.907	50.277	135.707	277.026	367.831
Finansal Giderler (-)	5 458	5 214	37 267	107 674	172 081
FAALİYET KARI (ZARARI)	42.449	45.063	98.440	169.352	195.750
Diğer Faal Gelirler ve Karlar	1 347	9 547	22 918	53 874	107 880
Diğer Faal Giderler ve Zararlar (-)	---	---	1 170	---	---
Finansman Giderleri (-)	6 193	14 475	38 342	58 752	14 078
ALİİYET KARI (ZARARI)	37.603	40.135	81.846	164.474	289.552
Ölçümlü Gelirler ve Karlar	---	---	---	---	31 449
Ölçümlü Giderler ve Zararlar (-)	---	---	---	---	---
NEM KARI (ZARARI)	37.603	40.135	81.846	164.474	321.001
Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	15 153	19 022	37 108	61 427	128 559
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	22.450	21.113	44.738	103.047	192.442
Ölçümlü Toplam Temettü	16 000	20 000	30 000	60 000	120 000
Ölçümlü Yıl Amortismanı	4 982	6 773	9 820	26 328	34 169

BALANCE SHEET

CURRENT ASSETS
Cash and Banks
Marketable Securities (Net)
Accounts Receivable (Net)
Other Receivables (Net)
Inventories (Net)
<i>Inventories</i>
<i>Advances Given</i>
Other Current Assets
NON-CURRENT ASSETS
Accounts Receivable (Net)
Other Receivables (Net)
Financial Assets (Net)
Tangible Fixed Assets (Net)
<i>Buildings, Land and Property</i>
<i>Machinery, Plants and Equipment</i>
<i>Other Tangible Assets</i>
Accumulated Depreciation (-)
Construction-in-progress
<i>Advances Given</i>
Intangible Assets (Net)
<i>Intangible Assets</i>
<i>Advances Given</i>
Other Non-current Assets

TOTAL ASSETS

CURRENT LIABILITIES

Financial Liabilities
Accounts Payable (Net)
Other Short-term Liabilities
Advances from Customers
Accrued Expenses
LONG-TERM LIABILITIES
Financial Liabilities
Long-term Accounts Payable (Net)
Other Long-term Liabilities
Advances Received on Orders
Accrued Expenses

SHAREHOLDERS' EQUITY

Paid-in Capital
Unpaid Capital
Share Capital Premium
Revaluation Surplus
<i>From Tangible Assets</i>
<i>From Participations</i>
Retained Earnings
<i>Legal Reserves</i>
<i>Statutory Reserves</i>
<i>Special Reserves</i>
<i>Extraordinary Reserves</i>
Net Profit
Term Loss (-)
Accumulated Losses (-)

TOTAL LIABILITIES AND EQUITY

INCOME STATEMENT

Gross Sales
Sales Deductions (-)
Net Sales
Cost of Goods Sold
GROSS PROFIT (LOSS)
Operating Expenses
PROFIT (LOSS) ON MAIN ACTIVITIES
Income and Gains from Other Operations
Expenses and Losses from Other Operations
Financial Expenses
OPERATING PROFIT (LOSS)
Extraordinary Income and Gains
Extraordinary Expenses and Losses
PROFIT BEFORE TAXES (LOSS)
Taxes Payable
NET PROFIT (LOSS)
Total Dividends Distributed
Depreciation Charge

PER SHARE DATA

Number of Shares ('000)
Earnings per Share (TL)
Dividend per Share (TL)
Book Value per Share (TL)
Depreciation per Share (TL)

YEAR-END CLOSING PRICE (TL)

EGE BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.

KURULUŞ TARİHİ (Established in)	: 1967
BAŞLICA ÜRETİMİ (Main Business Line)	: BİRA, MALT (Beer, Malt)
GENEL MERKEZ (Head Office)	: KEMALPAŞA CADDESİ NO:35 IŞIKKENT/İZMİR
GENEL MÜDÜR (General Manager)	: AHMET BOYACIOĞLU
YÖNETİM KURULU (Board of Directors)	: KAMİL YAZICI NAMIK KEMAL ELAL İZZET ÖZİLHAN NAIL ÖZKARDEŞ AYDIN KENT OSMAN YAZICI TUNCAY ÖZİLHAN İBRAHİM YAZICI SERMET KUNTMAN METİN TOKPINAR OSMAN TURGUT YAZICI
TELEFON NO (Phone)	: (232) 479 19 00 (5 Hat)
FAKS NO (Faximile)	: (232) 479 03 55
PERSONEL ve İŞÇİ SAYISI (Number of Employees)	: 652
TOPLU SÖZLEŞME TARİHİ (Collective Bargaining Date)	: 01/09/1993 - 31/08/1995
KAYITLI SERMAYE TAYANI (Authorized Capital)	: 315.000.000.000
ÇIKARILMIŞ SERMAYE (Issued Capital)	: 201.600.000.000

GENEL BİLGİLER

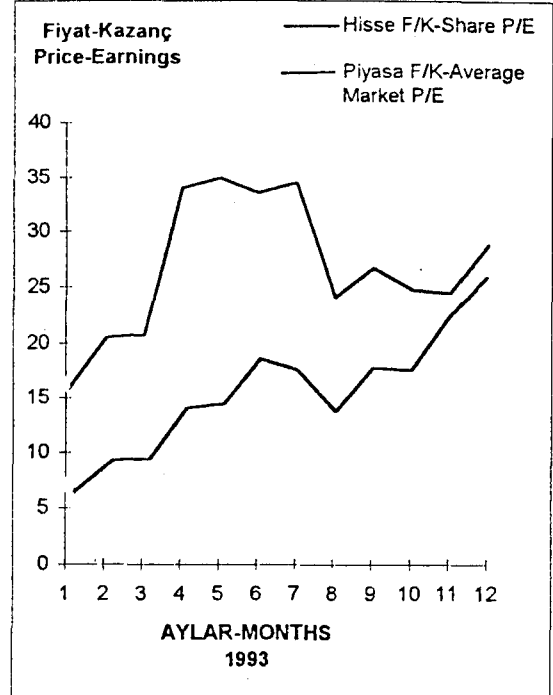
Bira sektörü 1992 yılında bir önceki yıla göre % 15 oranında bir gelişme göstermiştir. 1991 yılında Körfez savaşından, diğer sektörler gibi olumsuz yönde etkilenen bira sektörü 1992 yılında önemli bir canlanma yaşamış ve bira satışlarında % 17 oranında bir gelişme sağlanmıştır.

Ancak 1993 yılında meydana gelen terör olayları özellikle turizm sektörünü etkilediğinden, bira sektöründe de gelişme hızı beklenen düzeyde gerçekleşmemiştir. Şirket'in bira satışlarında 1992 yılına göre % 17 oranında artış sağlanırken, toplam bira pazarı içerisindeki payı % 28.6 oranında olmuştur.

İzmir'de kurulu tesislerinde bira, Afyon'da kurulu tesislerinde malt üretimi yapan, 1993 yılı sonu itibarıyla 220 milyon litre bira ve 30 bin ton malt üretme kapasitesine sahip, her iki fabrikada yaklaşık % 70 kapasite ile çalışan Şirket'in son üç yıl itibarıyla üretim miktarları aşağıdaki gibidir.

	Bira (1000 litre) Beer(1000 liters)	Malt (1000 ton) Malt(1000 tons)
1991	129.832	13.922
1992	155.514	23.956
1993	158.722	19.949

Şirket'in teşvik belgeli tevsii ve modernizasyon yatırımları için 1993 yılında 90 milyar TL, Ankara ili Kazan ilçesinde kurulması öngörülen 150 milyon litre/yıl kapasiteli yeni bira fabrikası için 60.1 milyar TL harcama yapılmıştır.

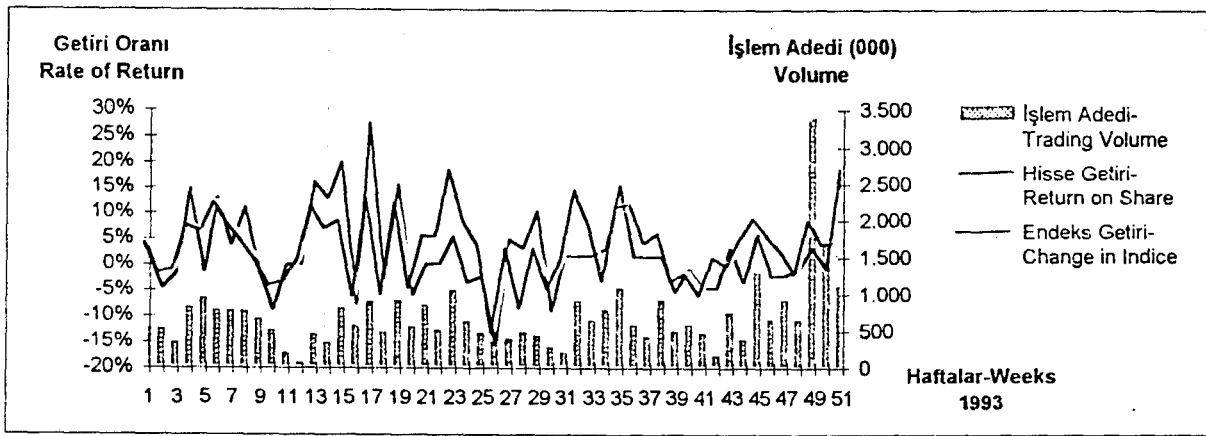
**GENERAL INFORMATION**

The beer sector has posed a growth of 15 % in 1992, compared with 1991. As a result of the elimination of adverse effects of the gulf war on the country, beer sector showed significant development and beer sales, in general, rose by 17 % in 1992.

However the terror events affected particularly tourism sector, growth rate in beer sector was not realized as expected level. The beer sales of the Company rose by 17 % and the company's share, in total, nationwide, realized at a rate of 28.6 %.

The company which produces beer in Izmir facilities and malt in Afyon facilities, has the production capacity of 220 million liter beer and 30 thousand tons malt. The three years production figures of the company, which utilized 70 % of the total capacity, are given below.

The Company spent 90 billion TL. for extension and modernization investments, and spent 60.1 billion TL for establishing new plants, which has 150 million liters/year capacity when will be finished, in Ankara-Kazan.



1994 yılında yeni bira fabrikası için 732.7 milyar TL, İzmir bira fabrikasının ikinci kademe modernizasyon ve yenileme yatırımları için 214.6 milyar TL harcama yapılması öngörülmektedir. Yatırımların finansmanını özkaynaklardan karşılamayı düşünen Şirket'in net satış hasılatı bir önceki yıla göre % 55.8 artış göstermiştir.

The Company plans to invest TL 732.7 billion for a new beer factory and TL 214.6 billion for extension and modernization of İzmir Beer factory. The Company has envisaged to finance this project through its own equity resources. The Company's net sales increased by 55.8 % in comparison with the previous year.

Şirket'in 1993 yılı içinde gerçekleştirdiği ithalat ve ihracat rakamları aşağıda gösterilmektedir.

The export and import figures that the Company realized in 1993 are given below.

<u>İthalat (TL)</u> <u>Imports (\$)</u>	<u>Maliyetler İçindeki Payı(%)</u> <u>Proportion In Costs(%)</u>	<u>İhracat (TL)</u> <u>Exports (\$)</u>	<u>Satışlar İçindeki Payı(%)</u> <u>Proportion In Sales(%)</u>
154.593.505.785 11.771.443	1	5.895.956.000 582.432	1

Şirket'in devam etmekte olan yatırımları aşağıda verilmektedir.

The on-going investments of the Company are given below.

<u>Devam Eden Yatırımlar</u> <u>Continuing Investments</u>	<u>Başlangıç-Bitiş Tarihleri</u> <u>Beginning Date</u> <u>Estimated Ending Date</u>	<u>Yatırım Tutarı</u> <u>Estimated Investment</u> <u>(Milyon-Million TL)</u>	<u>Gerçekleşen Tutar</u> <u>Realized Part of</u> <u>Investment</u>
<u>YENİ BİRA FABRİKASI</u> <u>(New Beer Plant)</u>	01/02/1993 31/08/1995	900.000	90.000

Şirket'in başlıca iştirakleri ve iştirak sermayesi içindeki payı aşağıda gösterilmektedir.

The Company's main participations and its portion in their equity capital are shown below.

<u>İştirakler</u> <u>Participations</u>	<u>İştirak Sermayesi</u> <u>Participation Capital</u>	<u>İştirak Payı (%)</u> <u>Participation(%)</u>
ANADOLU BİRACILIK	19.000.000.000 TL	45.00
ERCİYES BİRACILIK	150.000.000.000 TL	30.00
EFES PAZARLAMA A.Ş.	15.000.000.000 TL	30.00
TARBES TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	15.000.000.000 TL	30.00
GÜNEY BİRA VE MALT SANAYİ A.Ş.	75.600.000.000 TL	25.70
CYPEX CO. LTD.	2.000.000.000 TL	5.40
TEKNOPARK A.Ş.	100.000.000 TL	0.50

Şirket'in başlıca ortakları ve sermaye payları aşağıda gösterilmektedir.

The main shareholders and their participations in the equity capital are shown below.

<u>Ortak Ünvanı</u> <u>Share Holders</u>	<u>Tutar(Milyon TL)</u> <u>Amount(TL Million)</u>	<u>Sermaye Payı (%)</u> <u>Share In Capital(%)</u>
YAZICILAR A.Ş.	72.798	36.11
ÖZİLTAŞ A.Ş.	34.292	17.01
YÖNETİCİLER	282	0.14
AİLE	60	0.03
DIĞER (Others)	91.168	46.71

EGE BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.

BİLANÇO	TL Milyon (Million)				
	1989	1990	1991	1992	1993
DÖNEN VARLIKLAR	27.838	70.458	189.364	423.437	719.441
Hazır Değerler	6.807	4.698	7.230	9.957	20.396
Menkul Kıymetler (Net)	—	22.001	87.900	254.407	413.469
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (Net)	6.442	20.374	43.357	56.669	125.254
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar (Net)	137	718	148	365	631
Stoklar (Net)	9.260	14.342	34.069	70.705	102.086
Stoklar	9.081	14.315	33.554	70.294	101.284
Verilen Sipariş Avansları	179	27	515	411	802
Diğer Dönen Varlıklar	5.192	8.325	16.660	31.334	57.605
DURAN VARLIKLAR	71.677	94.183	128.361	229.060	416.464
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar (Net)	193	328	500	2.223	2.592
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar (Net)	—	—	—	—	—
Finansal Duran Varlıklar (Net)	45.471	48.846	48.951	74.634	110.216
Maddi Duran Varlıklar (Net)	25.646	44.096	77.294	149.387	299.421
Binalar, Arsa ve Araçlar	17.441	27.230	42.176	75.851	131.399
Makine, Tesis ve Cihazlar	40.095	67.595	113.313	223.942	455.610
Diğer Duran Varlıklar	21.909	41.219	64.828	98.419	157.150
Birikmiş Amortismanlar (-)	(54.439)	(96.056)	(153.293)	(273.515)	(512.345)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	640	1.322	4.362	17.807	57.401
Verilen Sipariş Avansları	—	2.786	5.908	6.883	10.206
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	6	—	—	—	—
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6	—	—	—	—
Verilen Avanslar	—	—	—	—	—
Diğer Duran Varlıklar	361	913	1.616	2.816	4.235
AKTİF TOPLAMI	99.515	164.641	317.725	652.497	1.135.905
KISA VADELİ BORÇLAR	29.405	47.537	94.407	182.866	268.695
Finansal Borçlar	—	—	—	—	—
Ticari Borçlar (Net)	4.433	8.418	17.344	33.820	51.288
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5.069	8.198	17.009	30.548	58.616
Alınan Sipariş Avansları	3.555	—	—	—	—
Borç ve Gider Karşılıkları	16.348	30.921	60.054	118.498	158.791
UZUN VADELİ BORÇLAR	14.504	8.325	15.057	27.167	49.314
Finansal Borçlar	10.000	—	—	—	—
Ticari Borçlar (Net)	—	—	—	—	—
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	3	—	—	—	—
Alınan Sipariş Avansları	—	—	—	—	—
Borç ve Gider Karşılıkları	4.501	8.325	15.057	27.167	49.314
ÖZSERMAYE	55.606	108.779	208.261	442.464	817.896
Sermaye	12.600	12.600	12.600	100.800	201.600
Sermaye Taahhütleri (-)	—	—	—	—	—
Emisyon Primi	—	—	—	4.553	4.553
Yeniden Değerleme Değer Artışı	23.795	40.617	61.759	60.178	106.253
Duran Varlıklarda Değer Artışı	17.897	31.344	52.380	40.202	71.155
İştiraklerde Değer Artışı	5.898	9.273	9.379	19.976	35.098
Yedekler	5.120	9.416	37.443	60.904	122.104
Yasal Yedekler	1.887	4.532	6.643	14.106	42.541
Statü Yedekleri	—	—	—	—	—
Özel Yedekler	110	1.020	15.110	29.060	54.900
Ölağanüstü Yedekler	3.123	3.864	15.690	17.738	24.663
Net Dönem Kâr	14.091	46.146	96.459	216.029	383.386
Dönem Zararı (-)	—	—	—	—	—
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	—	—	—	—	—
PASİF TOPLAMI	99.515	164.641	317.725	652.497	1.135.905
GELİR TABLOSU					
Brüt Satışlar	113.116	234.490	489.309	875.999	1.357.231
Satışlardan İndirimler (-)	19.042	36.438	65.687	123.424	184.880
Net Satışlar	94.074	198.052	423.622	752.575	1.172.351
Satışların Maliyeti (-)	34.826	72.235	189.156	302.185	453.880
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	59.248	125.817	234.466	450.390	718.471
Faaliyet Giderleri (-)	27.067	51.044	102.963	186.200	342.920
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	32.181	74.773	131.503	264.190	375.551
Diğer Faal. Gelirler ve Karlar	1.634	5.746	26.274	86.135	224.944
Diğer Faal. Giderler ve Zararlar (-)	1.022	171	1.810	4.217	14.727
Finansman Giderleri (-)	2.801	4.203	1.038	405	167
FAALİYET KARI (ZARARI)	28.992	76.145	154.929	345.703	585.601
Ölağanüstü Gelirler ve Karlar	411	818	1.912	2.675	3.894
Ölağanüstü Giderler ve Zararları (-)	—	31	374	13.930	47.483
DÖNEM KARI (ZARARI)	30.403	76.932	156.467	334.448	542.012
Ö Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	16.312	30.786	60.008	118.419	158.626
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	14.091	46.146	96.459	216.029	383.386
Dağıtılan Toplam Temettü	10.080	16.380	63.000	100.800	201.600
Canî Yıl Amortismanı	6.898	12.658	26.835	59.236	123.369
PAY BAŞINA VERİLER					
Pay Sayısı (000)	12.600	12.600	12.600	100.800	201.600
Pay Başına Net Kâr (TL)	1.118	3.662	7.655	2.143	1.902
Pay Başına Temettü (TL)	800	1.300	5.000	1.000	1.000
Pay Başına Defter Değeri (TL)	4.413	8.633	16.529	4.390	4.057
Pay Başına Amortisman (TL)	547	1.005	2.130	588	612
YIL SONU KAPANIŞ FİYATI (TL)	15.500	28.500	92.000	32.000	43.000

BALANCE SHEET

CURRENT ASSETS

Cash and Banks	20.396
Marketable Securities (Net)	413.469
Accounts Receivable (Net)	125.254
Other Receivables (Net)	631
Inventories (Net)	102.086
Inventories	101.284
Advances Given	802
Other Current Assets	57.605
NON-CURRENT ASSETS	416.464
Accounts Receivable (Net)	2.592
Other Receivables (Net)	—
Financial Assets (Net)	110.216
Tangible Fixed Assets (Net)	299.421
Buildings, Land and Property	131.399
Machinery, Plants and Equipment	455.610
Other Tangible Assets	157.150
Accumulated Depreciation (-)	(512.345)
Construction-in-progress	57.401
Advances Given	10.206
Intangible Assets (Net)	—
Intangible Assets	—
Advances Given	—
Other Non-current Assets	—

TOTAL ASSETS

CURRENT LIABILITIES

Financial Liabilities	—
Accounts Payable (Net)	51.288
Other Short-term Liabilities	58.616
Advances from Customers	—
Accrued Expenses	—
LONG-TERM LIABILITIES	49.314
Financial Liabilities	—
Long-term Accounts Payable (Net)	—
Other Long-term Liabilities	—
Advances Received on Orders	—
Accrued Expenses	—
SHAREHOLDERS' EQUITY	817.896
Paid-in Capital	201.600
Unpaid Capital	—
Share Capital Premium	—
Revaluation Surplus	106.253
From Tangible Assets	71.155
From Participations	35.098
Retained Earnings	122.104
Legal Reserves	42.541
Statutory Reserves	—
Special Reserves	54.900
Extraordinary Reserves	24.663
Net Profit	383.386
Term Loss (-)	—
Accumulated Losses (-)	—

TOTAL LIABILITIES AND EQUITY

INCOME STATEMENT

Gross Sales	1.357.231
Sales Deductions (-)	184.880
Net Sales	1.172.351
Cost of Goods Sold	453.880
GROSS PROFIT (LOSS)	718.471
Operating Expenses	342.920
PROFIT (LOSS) ON MAIN ACTIVITIES	375.551
Income and Gains from Other Operations	224.944
Expenses and Losses from Other Operations	14.727
Financial Expenses	167
OPERATING PROFIT (LOSS)	585.601
Extraordinary Income and Gains	3.894
Extraordinary Expenses and Losses	47.483
PROFIT BEFORE TAXES (LOSS)	542.012
Taxes Payable	158.626
NET PROFIT (LOSS)	383.386
Total Dividends Distributed	201.600
Depreciation Charge	123.369

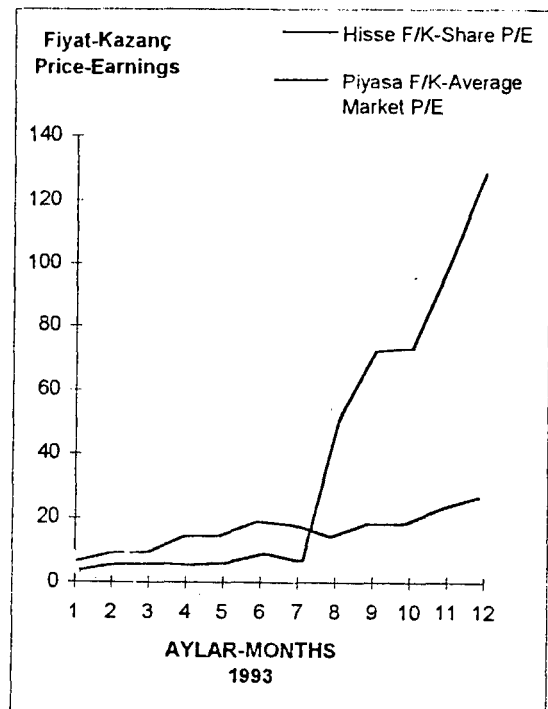
PER SHARE DATA

Number of Shares (000)	201.600
Earnings per Share (TL)	1.902
Dividend per Share (TL)	1.000
Book Value per Share (TL)	4.057
Depreciation per Share (TL)	612

YEAR-END CLOSING PRICE (TL)

KORDSA KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

KURULUŞ TARİHİ (Established in)	: 1973
BAŞLICA ÜRETİMİ (Main Business Line)	: KORD BEZİ (Cord Fabric)
GENEL MERKEZ (Head Office)	: SABANCI CENTER KULE 2 KAT:5-6 4. LEVENT/ İSTANBUL
GENEL MÜDÜR (General Manager)	: GÜLER SABANCI
YÖNETİM KURULU (Board of Directors)	: SAKIP SABANCI HASAN GÜLEŞÇİ OĞUZ KARAHAN HAMİT B. BELLİ GÜLER SABANCI
TELEFON NO (Phone)	: (212) 281 00 12
FAKS NO (Faximile)	: (212) 281 00 27
PERSONEL ve İŞÇİ SAYISI (Number of Employees)	: 757
TOPLU SÖZLEŞME TARİHİ (Collective Bargaining Date)	: 31/12/1992 - 31/12/1994
KAYITLI SERMAYE TAVANI (Authorized Capital)	: 300.000.000.000
ÇIKARILMIŞ SERMAYE (Issued Capital)	: 212.625.000.000

**GENEL BİLGİLER**

Araç lastiklerinin üretiminde karkas ve kuşak malzemesi olarak kullanılan kord bezi ve endüstriyel tekstil sanayiinin önemli bir girdisi olan konveyör ve chafer bezlerini üreten Şirket, Türkiye'nin tek, dünyanın ise konusu ile ilgili en modern ve sayılı tesislerinden birine sahip bulunmaktadır. Şirket üretimde kalite düzeyine önem vermekte ve bunun sonucunda yurtiçindeki tek satıcı konumunun dışında, yurtdışında da % 12'lik bir pazar payına sahip olmaktadır. 1993 yılında % 93 kapasite kullanım oranı ile çalışan ve yurtdışı satışlarını istikrarlı biçimde sürdürerek, 65.358.000 dolarlık ihracat gerçekleştiren Şirket'in son üç yıl itibariyle üretim rakamları aşağıdaki gibidir.

Üretim (ton)
Production (tons)

1991	23.463
1992	22.769
1993	24.384

Kordsa 1993 yılında da kalite kontrol faaliyetlerine gereken önemi göstermiş, üretimin her aşamasında uyguladığı kalite güvenlik sistemi ile kalitesini korumuştur. Çeşitli üretim ve planlama faaliyetleri sonunda, 1993 yılında, 22.140 ton ham, 21.665 ton da mamul bez üretimi gerçekleştiren Şirket, yıl içerisinde iç ve dış piyasanın tamamını kapsayacak şekilde toplam 24.376 ton olarak yaptığı satışlardan 1.7 trilyon net satış cirosu elde etmiştir.

Şirket'in 1993 yılı içinde gerçekleştirdiği ithalat ve ihracat rakamları aşağıda gösterilmektedir.

İthalat (TL)
Imports (\$)
508.290.000.000
46.415.000

Maliyetler içindeki Payı(%)
Proportion In Costs(%)
30

İhracat (TL)
Exports (\$)
702.000.000.000
65.358.000

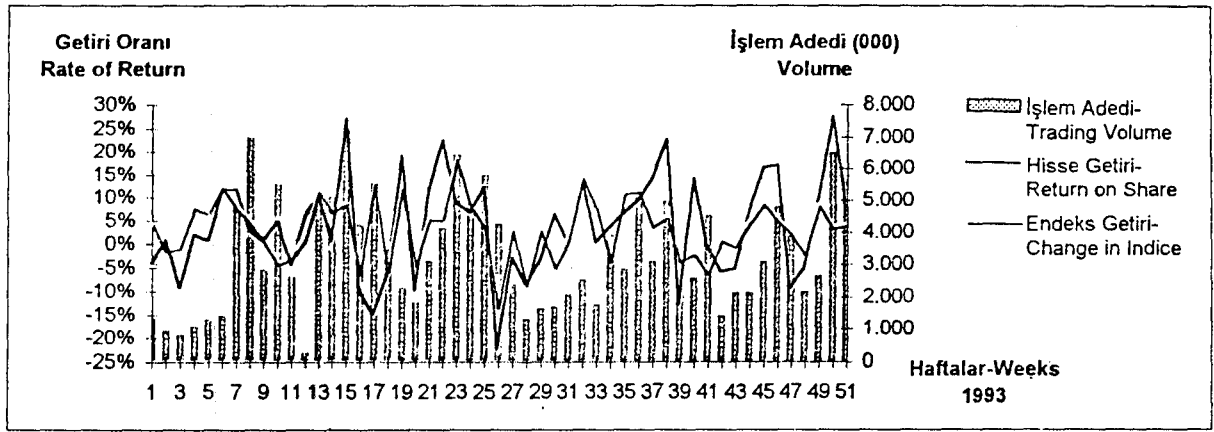
Satışlar içindeki Payı(%)
Proportion In Sales(%)
43

GENERAL INFORMATION

Producing cord fabric, used as carcass and belt material in vehicle tires, and being the sole manufacturer of conveyors and chafer fabric used as a prime input in the industrial textile sector, Kordsa is the only establishment of its kind in Turkey and owns one of the largest plants employing modern technology in the world. Kordsa controls 12 % of market share of foreign markets. The Company, which utilized the capacity of 93 %, generated US \$ 65.358.000 export revenue. The three year production figures of the Company are given below.

Kordsa has given maximum importance to its production quality and kept its quality level with quality security system which is implemented in all stage of production. As a result of various production and planning operations, the Company which realized a production of 22.140 tons unfinished and 21.665 tons finished products, earned TL 1.7 trillion net sales revenue from selling 24.376 tons cord fabric.

The export and import figures that the Company realized in 1993 are given below.



Şirket'in başlıca iştirakleri ve iştirak sermayesi içindeki payı aşağıda gösterilmektedir.

The Company's main participations and its portion in their equity capital are shown below.

İştirakler Participations	İştirak Sermayesi Participation Capital	İştirak Payı (%) Participation(%)
CIPAS	7.500.000.000 TL	--
MARSA KRAPT	290.000.000.000 TL	--
NILE-KORDSA COMPANY	16.600.000.000 TL	40.00
DUSA END. İPLİK SAN. VE TIC. A.Ş.	180.000.000.000 TL	12.50
BEKSA ÇELİK KORD SAN. TIC. A.Ş.	160.000.000.000 TL	10.00
BRISA BRIDGESTONE LASTİK SAN. TIC. A.Ş.	151.875.000.000 TL	6.60

Şirket'in başlıca ortakları ve sermaye payları aşağıda gösterilmektedir.

The main shareholders and their participations in the equity capital are shown below.

Ortak Ünvanı Share Holders	Tutar(MilyonTL) Amount(TL Million)	Sermaye Payı (%) Share In Capital(%)
AKBANK T.A.Ş.	72.782	34.23
AKBANK MENS.TEKAÜT SANDIĞI	30.767	14.47
H.OMER SABANCI HOLDING	28.109	13.22
BOSSA A.Ş.	10.886	5.12
DİĞER (Others)	70.081	32.96

KORDSA KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

BİLANÇO	TL Milyon (Million)					BALANCE SHEET
	1989	1990	1991	1992	1993	
DÖNEM VARLIKLAR	144.700	211.561	304.247	516.938	995.263	CURRENT ASSETS
Hazır Değerler	2.727	4.658	6.791	5.758	7.096	Cash and Banks
Menkul Kıymetler (Net)	---	12.054	---	---	98.994	Marketable Securities (Net)
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (Net)	37.399	74.976	127.745	240.982	517.892	Accounts Receivable (Net)
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar (Net)	690	1.409	3.272	10.644	110.060	Other Receivables (Net)
Stoklar (Net)	99.812	114.867	165.645	245.976	255.666	Inventories (Net)
Stoklar	88.435	111.756	161.655	244.210	233.230	Inventories
Verilen Sipariş Avansları	11.377	3.111	3.990	1.766	22.436	Advances Given
Diğer Dönen Varlıklar	4.072	3.597	794	13.578	5.555	Other Current Assets
DURAN VARLIKLAR	89.689	114.944	187.318	341.364	383.112	NON-CURRENT ASSETS
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar (Net)	989	1.082	1.542	2.503	1.357	Accounts Receivable (Net)
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar (Net)	---	---	---	---	---	Other Receivables (Net)
Finansal Duran Varlıklar (Net)	36.188	46.862	87.563	87.466	63.983	Financial Assets (Net)
Maddi Duran Varlıklar (Net)	51.745	66.496	97.743	251.016	316.808	Tangible Fixed Assets (Net)
Binalar, Arsa ve Araçlar	34.742	58.056	88.409	140.904	220.618	Buildings, Land and Property
Makine, Tesis ve Cihazlar	87.351	128.897	205.091	413.497	577.383	Machinery, Plants and Equipment
Diğer Duran Varlıklar	6.266	8.902	13.814	19.347	22.082	Other Tangible Assets
Birikmiş Amortismanlar (-)	(82.649)	(129.403)	(210.686)	(322.777)	(503.358)	Accumulated Depreciation (-)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	5.813	14	453	45	83	Construction-in-progress
Verilen Sipariş Avansları	222	30	662	---	---	Advances Given
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	221	166	110	55	---	Intangible Assets (Net)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	221	166	110	55	---	Intangible Assets
Verilen Avanslar	---	---	---	---	---	Advances Given
Diğer Duran Varlıklar	546	338	360	324	964	Other Non-current Assets
AKTİF TOPLAMI	234.389	326.505	491.565	858.302	1.378.375	TOTAL ASSETS
KISA VADELİ BORÇLAR	66.771	83.907	128.514	356.902	592.962	CURRENT LIABILITIES
Finansal Borçlar	36.803	2.550	34.007	210.106	86.720	Financial Liabilities
Ticari Borçlar (Net)	20.857	67.788	50.794	120.080	341.417	Accounts Payable (Net)
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	4.310	3.981	5.666	15.160	129.505	Other Short-term Liabilities
Alınan Sipariş Avansları	35	15	18	132	77	Advances from Customers
Borç ve Gider Karşılıkları	4.766	9.573	38.029	11.424	35.243	Accrued Expenses
UZUN VADELİ BORÇLAR	20.989	17.818	28.900	91.750	136.616	LONG-TERM LIABILITIES
Finansal Borçlar	14.710	4.515	2.284	35.679	56.074	Financial Liabilities
Ticari Borçlar (Net)	---	---	---	---	---	Long-term Accounts Payable (Net)
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	161	---	614	8.068	6.750	Other Long-term Liabilities
Alınan Sipariş Avansları	---	---	---	---	---	Advances Received on Orders
Borç ve Gider Karşılıkları	6.118	13.303	26.002	48.003	73.792	Accrued Expenses
ÖZSERMAYE	146.629	224.780	334.151	409.650	648.797	SHAREHOLDERS' EQUITY
Sermaye	67.500	101.250	151.875	151.875	151.875	Paid-in Capital
Sermaye Taahhütleri (-)	(13.077)	---	---	---	---	Unpaid Capital
Emisyon Primi	540	2.011	2.274	2.274	2.274	Share Capital Premium
Yeniden Değerleme Değer Artışı	18.056	28.398	41.546	98.529	242.348	Revaluation Surplus
Duran Varlıklarda Değer Artışı	17.286	26.517	39.665	96.648	240.467	From Tangible Assets
İştiraklerde Değer Artışı	770	1.881	1.881	1.881	1.881	From Participations
İştirak/Gayrimenkul Satış Kân	---	---	---	---	60.613	Income from Sale of Participations/R.Estate
Yedekler	38.788	53.776	64.469	97.579	121.798	Retained Earnings
Yasal Yedekler	8.052	11.992	16.310	25.678	32.283	Legal Reserves
Statü Yedekleri	---	---	---	---	---	Statutory Reserves
Özel Yedekler	6.904	6.846	119	119	119	Special Reserves
Olağanüstü Yedekler	23.832	34.938	48.040	71.782	89.396	Extraordinary Reserves
Net Dönem Kâr	34.822	39.345	73.987	59.393	69.889	Net Profit
Dönem Zararı (-)	---	---	---	---	---	Term Loss (-)
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	---	---	---	---	---	Accumulated Losses (-)
PASİF TOPLAMI	234.389	326.505	491.565	858.302	1.378.375	TOTAL LIABILITIES AND EQUITY
GELİR TABLOSU						INCOME STATEMENT
Brüt Satışlar	364.969	403.720	665.344	1.050.867	1.712.926	Gross Sales
Satışlardan İndirimler (-)	1.091	44	449	1.439	1.157	Sales Deductions (-)
Net Satışlar	363.878	403.676	664.895	1.049.428	1.711.769	Net Sales
Satışların Maliyeti (-)	255.167	269.553	421.563	751.513	1.246.586	Cost of Goods Sold
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	108.711	134.123	243.332	297.915	465.183	GROSS PROFIT (LOSS)
Faaliyet Giderleri (-)	32.887	60.336	112.050	186.313	213.786	Operating Expenses
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	75.824	73.787	131.282	111.602	251.397	PROFIT (LOSS) ON MAIN ACTIVITIES
Diğer Faal. Gelirler ve Karlar	4.580	11.447	9.887	10.592	41.309	Income and Gains from Other Operations
Diğer Faal. Giderler ve Zararlar (-)	9.818	11.155	3.794	9.496	27.078	Expenses and Losses from Other Operations
Finansman Giderleri (-)	31.586	26.533	38.638	73.016	206.477	Financial Expenses
FAALİYET KARI (ZARARI)	39.000	47.546	98.737	39.682	59.151	OPERATING PROFIT (LOSS)
Olağanüstü Gelirler ve Karlar	---	---	17.912	33.218	47.474	Extraordinary Income and Gains
Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	---	---	4.633	2.083	1.493	Extraordinary Expenses and Losses
DÖNEM KARI (ZARARI)	39.000	47.546	112.016	70.817	105.132	PROFIT BEFORE TAXES (LOSS)
Ö Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	4.178	8.201	38.029	11.424	35.243	Taxes Payable
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	34.822	39.345	73.987	59.393	69.889	NET PROFIT (LOSS)
Dağıtılan Toplam Temettü	16.875	18.731	34.931	30.375	32.653	Total Dividends Distributed
Carî Yıl Amortismanı	14.706	15.909	33.494	60.692	85.252	Depreciation Charge
PAY BAŞINA VERİLER						PER SHARE DATA
Pay Sayısı ('000)	67.500	101.250	151.875	151.875	151.875	Number of Shares ('000)
Pay Başına Net Kâr (TL)	516	389	487	391	460	Earnings per Share (TL)
Pay Başına Temettü (TL)	250	185	230	200	215	Dividend per Share (TL)
Pay Başına Değer Değeri (TL)	2.172	2.220	2.200	2.697	4.272	Book Value per Share (TL)
Pay Başına Amortisman (TL)	218	157	221	400	561	Depreciation per Share (TL)
YIL SONU KAPANIŞ FİYATI (TL)	6.800	3.650	4.750	2.100	8.100	YEAR-END CLOSING PRICE (TL)

SARBUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SAN. VE TİCARET A.Ş.

KURULUŞ TARİHİ : 09/05/1972
(Established in)

BAŞLICA ÜRETİMİ : BAKIR, ALİMINYUM, ÇELİK ÜRÜNLER
(Main Business Line) (Copper, Aliminum, Steel Products)

GENEL MERKEZ : OKÇU MUSA C. 1 80020
(Head Office) ŞİŞHANE/ İSTANBUL

GENEL MÜDÜR : HAYRETTİN ÇAYCI
(General Manager)

YÖNETİM KURULU : CİHAN BEKTAŞ
(Board of Directors) İBRAHİM GÜNGÖR
SAMİ SUCU
ATIF ŞOHOĞLU
KÖKSAL AHISKA
FİKRİ GÜNAY
NAHİT MÜCELLİT
MAKSUT URUN
Y.METİN ORMANCI

TELEFON NO : (212) 252 60 00
(Phone)

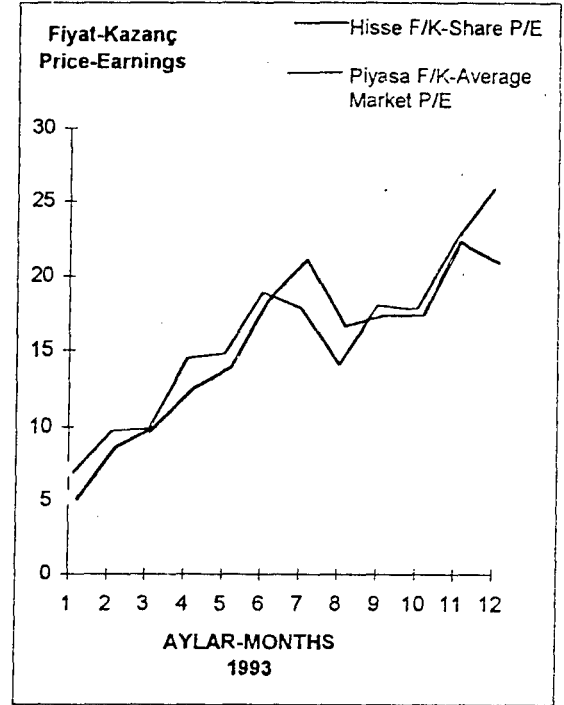
FAKS NO : (212) 251 23 04
(Faximile)

PERSONEL ve İŞÇİ SAYISI : 406
(Number of Employees)

TOPLU SÖZLEŞME TARİHİ : 01/09/1992 - 31/08/1994
(Collective Bargaining Date)

KAYITLI SERMAYE TAVANI : 200.000.000.000
(Authorized Capital)

ÇIKARILMIŞ SERMAYE : 75.600.000.000
(Issued Capital)



GENEL BİLGİLER

Üretimin yurtiçi talebi rahatlıkla karşıladığı bakır sektöründe faaliyet gösteren Sarkuysan, % 45-55 pazar payına sahip bulunmaktadır. 1993 yılı içinde darboğaz giderici ve tevsii yatırımlarınının yanısıra mevcut tesislerin modernizasyonu faaliyetlerine devam ederek üretim birimlerini en son teknolojiye sahip hale getiren Sarkuysan, Kazakistan'da anahtar teslimi Elektrolitik Bakır Tesisinin bir Türk firması ile birlikte kurulması ile ilgili anlaşma imzalamıştır.

Ege Serbest Bölgesinde süper ince tel imali ve depo maksatlı bina inşa eden Şirket'in satış tutarında bir önceki yıla göre % 43 artış kaydedilmiş ve 1993 cirosu yaklaşık 1.610 milyon liraya ulaşmıştır. 60.000 ton/yıl üretim kapasitesinin % 93'ünü kullanan Şirket'in son üç yıl itibarıyla üretim rakamları aşağıda gösterilmiştir.

Üretim (ton)	Production (tons)
1991	47.397
1992	51.315
1993	55.994

Şirket'in 1993 yılı içinde gerçekleştirdiği ithalat ve ihracat rakamları aşağıda gösterilmektedir.

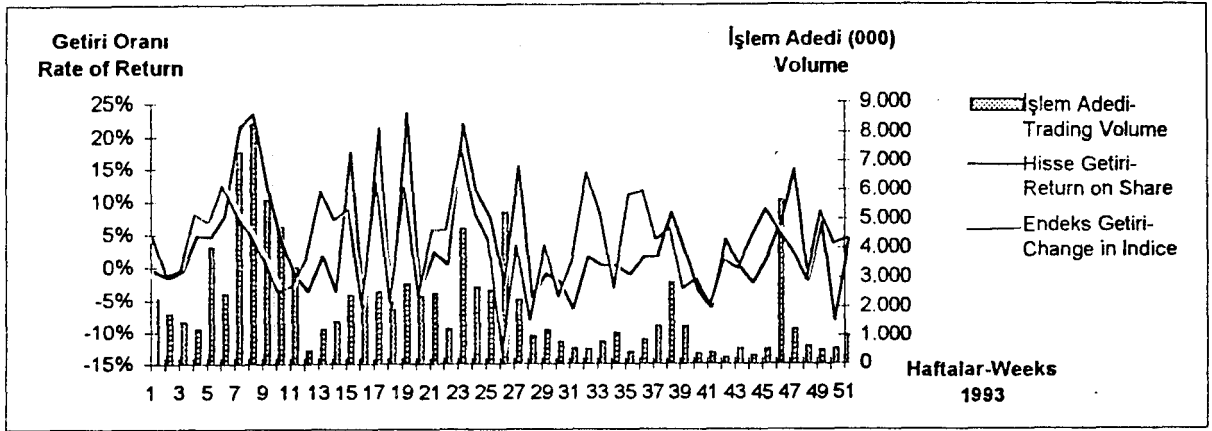
İthalat (TL)	Maliyetler İçindeki Payı (%)	İhracat (TL)	Satışlar İçindeki Payı (%)
Imports (\$)	Proportion In Costs (%)	Exports (\$)	Proportion In Sales (%)
535.337.690.090	55.00	605.169.799.384	39.42
43.699.513		52.411.434	

GENERAL INFORMATION

Operating in the electrolytic copper wire sector in which output meets consumption, Sarkuysan has 45-55 % market share. Continuing its expansion, debottlenecking and modernization investments in 1993, the Company renewed its production technology with the most advanced one and signed a contract for the establishment of turn-key copper company in Kazakistan with the partnership of another Turkish company.

In Aegean Free Zone, Sarkuysan built warehouses and super thin wire production units. The Company's net sales rose by 43% and reached to a level of TL 1.6 billion in comparison with the previous year. The three-year output figures of the Company which utilized 93% capacity of 60,000 tons/year are given below.

The export and import figures that the Company realized in 1993 are given below.



Şirket, hammaddeyi oluşturan blister bakırı yurtiçi ve yurtdışından temin etmekte, ürünlerini de yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda pazarlamakta ve bu amaçla yıl içinde, yurtdışında tanıtım ve yeni satış imkanları yaratmak amacıyla uluslararası fuarlara katılmaktadır.

Diğer yandan sektörü ve Şirket'i, istikrarlı ve uzun vadeli programlara dayanmayan PTT ve TEK ihaleleri, hurda bakırın doğu sınırından yurda sokulması nedeniyle oluşan haksız rekabet ve hammaddede % 70 oranındaki ithalat bağımlılığı nedeniyle döviz kurlarındaki artış olumsuz etkilemektedir.

Şirket'in devam etmekte olan yatırımları aşağıda verilmektedir.

Devam Eden Yatırımlar <i>Continuing Investments</i>	Başlangıç-Bitiş Tarihleri <i>Beginning Date - Estimated Ending Date</i>	Yatırım Tutarı <i>Estimated Investment (Milyon-Million TL)</i>	Gerçekleşen Tutar <i>Realized Part of Investment</i>
TEL ÜRETİMİNİ ARTIRMAK <i>(Production Volume Enlargement)</i>	01/01/1992 31/12/1993	60.000	60.000
TEL ÜRETİMİNİ ARTIRMAK <i>(Production Volume Enlargement)</i>	01/01/1992 31/06/1994	73.000	21.900
ÇEVRE KORUMA PROJESİ <i>(Environment Protection Project)</i>	01/01/1994 01/09/1994	40.000	-
ANOD DÖKÜM TEVSİL PROJESİ <i>(Production Plant Enlargement Project)</i>	01/01/1994 01/11/1994	37.000	-

Şirket'in başlıca iştirakleri ve iştirak sermayesi içindeki payı aşağıda gösterilmektedir.

İştirakler <i>Participations</i>	İştirak Sermayesi <i>Participation Capital</i>	İştirak Payı (%) <i>Participation(%)</i>
SARDA DAĞITIM SAN VE TİC. A.Ş.	750.000.000 TL	99.90
SARMAKİNA SAN VE TİC. A.Ş.	3.000.000.000 TL	99.00
BEKTAŞ BAKIR EMA. KAB. SAN. A.Ş.	8.250.000.000 TL	91.50
DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAM. A.Ş.	57.000.000.000 TL	53.30

Şirket'in başlıca ortakları ve sermaye payları aşağıda gösterilmektedir.

Ortak Ünvanı <i>Share Holders</i>	Tutar(Milyon TL) <i>Amount(TL Million)</i>	Sermaye Payı (%) <i>Share In Capital(%)</i>
YÖNETİCİLER	3.104	4.11
DiĞER (Others)	72.496	95.89

The Company acquires blister copper used as an input material in its production process, from the domestic market as well as foreign markets. In 1993, the Company has participated in the international fairs in order to introduce its products and increase its sales potential in these markets.

The factors that affected the sector and the Company are, the unstable and short-term PTT(the State Owned telecommunication monopoly) and TEK(the Turkish Electricity Authority) adjudication, unfair and illegal importation of raw copper from the east border of Turkey and the fluctuations of the foreign exchange rates as the Company imports 70 % of the raw materials.

The on-going investments of the Company are given below.

The Company's main participations and its portion in their equity capital are shown below.

The main shareholders and their participations in the equity capital are shown below.

SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

TL Milyon (Million)

BİLANÇO	1989	1990	1991	1992	1993	BALANCE SHEET
DÖNEN VARLIKLAR	117.389	162.625	188.716	307.954	403.512	CURRENT ASSETS
Hazır Değerler	38.577	2.489	1.788	4.721	8.026	Cash and Banks
Menkul Kıymetler (Net)	---	76.302	11.650	---	7.000	Marketable Securities (Net)
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (Net)	24.235	58.033	92.418	170.763	263.847	Accounts Receivable (Net)
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar (Net)	976	89	93	192	4.039	Other Receivables (Net)
Stoklar	50.124	16.888	77.654	109.761	93.107	Inventories (Net)
Stoklar	46.873	15.803	77.335	108.737	92.445	Inventories
Verilen Sipariş Avansları	3.251	1.085	319	1.024	662	Advances Given
Diğer Dönen Varlıklar	3.477	8.824	5.113	22.517	27.493	Other Current Assets
DURAN VARLIKLAR	23.606	36.692	70.482	134.531	223.331	NON-CURRENT ASSETS
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar (Net)	464	522	951	1.618	1.161	Accounts Receivable (Net)
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar (Net)	40	33	22	14	---	Other Receivables (Net)
Finansal Duran Varlıklar (Net)	2.165	3.579	14.280	27.067	41.539	Financial Assets (Net)
Maddi Duran Varlıklar (Net)	20.937	32.386	54.515	105.528	180.303	Tangible Fixed Assets (Net)
Binalar, Arsa ve Araçlar	9.978	21.021	42.185	85.502	135.163	Buildings, Land and Property
Makine, Tesis ve Cihazlar	30.090	45.764	67.290	114.297	225.495	Machinery, Plants and Equipment
Diğer Duran Varlıklar	3.206	6.344	10.783	19.081	34.000	Other Tangible Assets
Birikmiş Amortismanlar (-)	(26.366)	(48.998)	(69.635)	(115.065)	(216.366)	Accumulated Depreciation (-)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	3.500	5.973	2.313	61	7	Construction-in-progress
Verilen Sipariş Avansları	529	2.282	1.579	1.652	2.004	Advances Given
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	---	---	---	---	---	Intangible Assets (Net)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	---	---	---	---	---	Intangible Assets
Verilen Avanslar	---	---	---	---	---	Advances Given
Diğer Duran Varlıklar	---	172	714	304	328	Other Non-current Assets
AKTİF TOPLAMI	140.995	199.317	259.198	442.485	626.843	TOTAL ASSETS
KISA VADELİ BORÇLAR	82.219	112.256	112.712	217.459	234.908	CURRENT LIABILITIES
Finansal Borçlar	20.310	8.244	78.400	98.181	91.039	Financial Liabilities
Ticari Borçlar (Net)	1.060	90.570	10.596	35.663	41.311	Accounts Payable (Net)
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	52.015	5.179	13.915	42.481	21.694	Other Short-term Liabilities
Alınan Sipariş Avansları	4.616	68	736	25	19.456	Advances from Customers
Borç ve Gider Karşılıkları	4.218	8.195	9.065	41.109	61.408	Accrued Expenses
UZUN VADELİ BORÇLAR	5.518	8.587	12.215	19.170	28.462	LONG-TERM LIABILITIES
Finansal Borçlar	1.193	895	597	298	---	Financial Liabilities
Ticari Borçlar (Net)	47	---	---	---	---	Long-term Accounts Payable (Net)
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	---	---	---	---	---	Other Long-term Liabilities
Alınan Sipariş Avansları	---	---	---	---	---	Advances Received on Orders
Borç ve Gider Karşılıkları	4.278	7.692	11.618	18.872	28.462	Accrued Expenses
ÖZSERMAYE	53.258	78.474	134.271	205.856	363.473	SHAREHOLDERS' EQUITY
Sermaye	7.560	7.560	37.800	37.800	75.600	Paid-in Capital
Sermaye Taahhütleri (-)	---	---	---	---	---	Unpaid Capital
Emisyon Primi	206	206	1.401	1.401	4.166	Share Capital Premium
Yeniden Değerleme Değer Artışı	13.855	22.109	20.704	50.355	89.055	Revaluation Surplus
Duran Varlıklarda Değer Artışı	13.567	21.820	18.495	48.146	82.499	From Tangible Assets
İştiraklerde Değer Artışı	288	289	2.209	2.209	6.556	From Participations
Yedekler	9.042	19.412	32.312	46.273	75.909	Retained Earnings
Yasal Yedekler	2.322	3.811	5.402	10.573	19.683	Legal Reserves
Statü Yedekleri	---	---	---	---	---	Statutory Reserves
Özel Yedekler	---	---	---	---	---	Special Reserves
Olağanüstü Yedekler	6.720	15.601	26.910	35.700	56.226	Extraordinary Reserves
Net Dönem Kâr	22.595	29.187	42.054	70.027	118.743	Net Profit
Dönem Zararı (-)	---	---	---	---	---	Term Loss (-)
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	---	---	---	---	---	Accumulated Losses (-)
PASİF TOPLAMI	140.995	199.317	259.198	442.485	626.843	TOTAL LIABILITIES AND EQUITY
GELİR TABLOSU						INCOME STATEMENT
Brüt Satışlar	339.170	439.032	615.813	1.124.050	1.586.448	Gross Sales
Satışlardan İndirimler (-)	30.518	52.995	67.593	166.915	168.302	Sales Deductions (-)
Net Satışlar	308.652	386.037	548.220	957.135	1.418.146	Net Sales
Satışların Maliyeti (-)	266.014	342.117	462.745	758.233	1.091.919	Cost of Goods Sold
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	42.638	43.920	85.475	198.902	326.227	GROSS PROFIT (LOSS)
Faaliyet Giderleri (-)	12.904	21.960	30.943	61.095	80.727	Operating Expenses
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	29.734	21.960	54.532	137.807	245.500	PROFIT (LOSS) ON MAIN ACTIVITIES
Diğer Faal. Gelirler ve Karlar	1.038	10.355	16.481	9.364	11.957	Income and Gains from Other Operations
Diğer Faal. Giderler ve Zararlar (-)	141	1.895	1.902	4.216	11.110	Expenses and Losses from Other Operations
Finansman Giderleri (-)	6.327	3.783	19.689	45.850	44.325	Financial Expenses
FAALİYET KARI (ZARARI)	24.304	26.637	49.422	97.105	202.022	OPERATING PROFIT (LOSS)
Olağanüstü Gelirler ve Karlar	3.648	11.419	7.233	12.693	7.176	Extraordinary Income and Gains
Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	2.391	5.098	5.537	4.591	29.047	Extraordinary Expenses and Losses
DÖNEM KARI (ZARARI)	25.561	32.958	51.118	105.207	180.151	PROFIT BEFORE TAXES (LOSS)
Ö Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	2.966	3.771	9.064	35.180	61.408	Taxes Payable
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	22.595	29.187	42.054	70.027	118.743	NET PROFIT (LOSS)
Dağıtılan Toplam Temettü	11.340	15.120	26.460	37.800	75.600	Total Dividends Distributed
Carri Yıl Amortismanı	5.386	10.369	13.809	28.360	61.865	Depreciation Charge
PAY BAŞINA VERİLER						PER SHARE DATA
Pay Sayısı ('000)	7.560	7.560	37.800	37.800	75.600	Number of Shares ('000)
Pay Başına Net Kâr (TL)	2.989	3.861	1.113	1.853	1.571	Earnings per Share (TL)
Pay Başına Temettü (TL)	1.500	2.000	700	1.000	1.000	Dividend per Share (TL)
Pay Başına Defter Değeri (TL)	7.045	10.380	3.552	5.446	4.808	Book Value per Share (TL)
Pay Başına Amortisman (TL)	712	1.372	365	750	818	Depreciation per Share (TL)
YIL SONU KAPANIŞ FİYATI (TL)	24.000	27.000	12.500	9.600	23.000	YEAR-END CLOSING PRICE (TL)