



T.C.
KARAMANOĞLU MEHMETBEY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KRİZLERİN MENKUL KIYMETLER BORSALARINA ETKİSİ:
İMKB ÖRNEĞİ

Hazırlayan
Hatice Gökçe DEMİREL

İşletme Anabilim Dalı
Muhasebe-Finansman Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

KARAMAN – 2009



T.C.
KARAMANOĞLU MEHMETBEY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KRİZLERİN MENKUL KIYMETLER BORSALARINA ETKİSİ:
İMKB ÖRNEĞİ

Hazırlayan
Hatice Gökçe DEMİREL

İşletme Anabilim Dalı
Muhasebe-Finansman Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Mahmut YARDIMCIOĞLU

KARAMAN – 2009

KRİZLERİN MENKUL KIYMETLER BORSALARINA ETKİSİ: İMKB ÖRNEĞİ

Tezin Kabul Ediliş Tarihi: 07/09/2009

Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı Soyadı)

Başkan : Prof. Dr. Coşkun ATAYETER

Üye: Yrd. Doç. Dr. Mahmut YARDIMCIOĞLU

Üye: Yrd. Doç. Dr. Hakkı M. AY

İmzası

Bu tez, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun 01/09/2009 tarih ve 12 sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul edilmiştir.

Enstitü Müdürü: Prof. Dr. H. Bahadır AKIN

Mühür
İmza

ÖNSÖZ

Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de sermaye piyasaları ve sermaye piyasaları içinde de borsaların önemi tartışmasızdır. Borsalar ekonomik olaylardan hızla etkilenerek düşüş ve yükseliş dönemlerini bariz bir şekilde göstermektedir. Bu nedenle ekonomik, siyasi ve küresel olayların piyasaları hangi hızda ve yönde etkilediği, güven ortamının ve yatırımcı tepkilerinin nasıl geliştiğinin yorumlanması adına menkul kıymetler borsalarının ve çalışma sistemlerinin anlaşılması gerekmektedir.

Tez çalışmalarım sırasında tecrübesi ve bilgisiyle bana ışık tuttuğu, manevi desteğini esirgemediği için danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Mahmut Yardımcıoğlu'na, yüksek lisans tez çalışmalarım sırasında yorumları ve ilgisi için Prof. Dr. Kemal Esengün'e, Prof. Dr. Coşkun Atayeter'e, Prof. Dr. Hilmi Bahadır Akın'a ve Yrd. Doç. Dr. Hakkı Mümin Ay'a teşekkür ederim.

Çalışmalarım sırasında yanımda oldukları için arkadaşlarım Engin ve Mehtap Aras'a, Ahmet Fethi Durmuş'a ve Melike Karaçam'a, dualarını ve manevi desteklerini eksik etmedikleri için anneme, Nejla Altınöz ve Nesrin Çetintaş'a ve tüm arkadaşlarıma ve abime teşekkür ederim. Çalışmamı, beni her zaman desteklediği ve yol gösterdiği için kıymetli hazinem babama armağan etmek istiyorum.

ÖZET

Ülkelerin gelişmişlik düzeyini gösteren en önemli kriterlerden biri o ülkenin finansal piyasalarının derinlik kazanmış olmasıdır. Sermayenin dağılımı sürecinde önemli rol oynayarak ekonominin devamlı yeniden yapılandırılması ve sonuçta ekonomik büyümenin sağlanmasına katkıda bulunması finansal sistemin en önemli işlevidir. Bu bakımdan borsalar ülkelerin finansal derinliliğini ortaya koyan en önemli göstergelerin başında gelir. Ülke içinde ya da dışında gelişen ve küreselleşmeyle bulaşıcılık etkisi artan krizlerin de kendilerini ilk olarak ve sonrasında artan bir şiddetle hissettirdikleri yerler yine borsalardır.

Türkiye 2000–2001 krizinin ardından 27 çeyrek boyunca devam eden büyüme trendini 2008 krizinin ardından kaybetmiştir. Bu çalışma ile İMKB Ulusal Hisse Senetleri Endeksleri yoluyla krizin nerede başladığı, ne şekilde geliştiği ve ne yönde salınımına devam ettiği tablo ve grafikler yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, Menkul Kıymetler Borsası, İMKB

ABSTRACT

One of the most important criteria in showing the development level of a country is that financial markets of the country have gained depth. The most important function of financial system is reconstruction of economy and as a result of this, contribution to economical growth by playing a crucial role in the distribution process of capital. From this respect, Stock exchange is the leading indicator in showing countries' financial depth .The crises that develop either internally and have a growing contagion effect with globalization, make themselves felt in stock exchange with an increasing severe.

After the crisis in 2000-2001, Turkey has lost the growing trend lasting for twenty seven quarter in the following of 2008 crisis. With this study, we have tried to explain where the crisis has started via national share index of İstanbul stock exchange, how it has developed and how it has gained and in which way it has continued oscillation with the help of tables and graphics.

Key words: Financial crisis, Stock Exchange, İstanbul Stock Exchange.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	
İÇİNDEKİLER	
KISALTMALAR	
TABLolar	
ŞEKİLLER	
GİRİŞ.....	1
1. BÖLÜM	
FİNANSAL SİSTEM VE FİNANSAL PİYASA	
1. 1. Finansal Sistem ve Finansal Piyasa.....	3
1. 2. Finansal Piyasaların Ekonomideki Rolü.....	5
1. 2.1. Para Piyasası.....	6
1. 2.2. Sermaye Piyasası.....	8
1. 2.2.1. Birincil Piyasa.....	10
1. 2.2.2. İkincil Piyasa.....	10
1. 2.2.3. Üçüncül Piyasalar.....	12
1. 2.2.4. Dördüncül Piyasalar.....	12
1. 2.3. Borsalar.....	13
1. 2.4. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Menkul Kıymetler.....	16
1. 2.4.1. Hisse Senetleri.....	17
1. 2.4.1.1. Adi Hisse Senetleri.....	18
1. 2.4.1.2. İmtiyazlı Hisse Senetleri.....	18
1. 2.4.1.3. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri.....	19
1. 2.4.1.4. Katılma-İntifa Senetleri.....	19
1. 2.4.1.5. Oydan Yoksun Hisse Senetleri.....	20
1. 2.4.2. Tahviller.....	21
1. 2.4.2.1. Devlet Tahvilleri-Özel Sektör Tahvilleri.....	21
1. 2.4.2.2. Primli Tahviller-Başabaş Tahvilleri.....	21
1. 2.4.2.3. İkramiyeli Tahviller.....	22
1. 2.4.2.4. Paraya Çevrilebilme Kolaylığı Olan Tahviller.....	22
1. 2.4.2.5. Garantili-Garantisiz Tahviller.....	22
1. 2.4.2.6. Kara İştirakli Tahviller.....	23
1. 2.4.2.7. Endeksli Tahviller.....	23
1. 2.4.2.8. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvilleri.....	23
1. 2.4.3. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi.....	24
1. 2.4.4. Yatırım Fonları.....	24
1. 2.5. Sermaye Piyasası Kurumu Olarak Menkul Kıymetler Borsası.....	24
1. 2.5.1. Menkul Kıymet Borsalarının Tarihçesi.....	25
1. 2.5.2. Borsaların Gelişme Evreleri.....	27
1. 2.5.2.1. Uyuklama Evresi.....	27
1. 2.5.2.2. Manipülasyon Evresi.....	27
1. 2.5.2.3. Spekülasyon Evresi.....	28
1. 2.5.2.4. Konsolidasyon Evresi.....	28
1. 2.5.2.5. Olgunluk Evresi.....	28
1. 2.5.3. M.K. Borsasının Gelişmişlik Düzeyini Gösteren Kriterler.....	29
1. 2.5.3.1. Borsaya Kote Şirket Sayısı.....	29
1. 2.5.3.2. Piyasa Kapitalasyonu.....	29

1. 2.5.3.3. İşlem Hacmi.....	30
1. 2.5.3.4. Piyasa Likiditesi.....	30
1. 2.5.4. M.K.B.'nin Ekonomiye ve Finansal Sisteme Sağladığı Faydalar.....	31
1. 2.5.4.1. Likidite Sağlama.....	31
1. 2.5.4.2. Sermayeyi Tabana Yayma İşlevi.....	31
1. 2.5.4.3. Güvence İşlevi.....	32
1. 2.5.4.4. Ekonomiye Gösterge İşlevi.....	32
1.2.5.4.5. Sermayeye Hareketlilik Kazandırma ve Sanayide Yapısal Değişikliği Kolaylaştırma İşlevi.....	33
1. 2.5.5. Menkul Kıymet İşlem Vergileri ve Ekonomik Etkileri.....	34

2. BÖLÜM FİNANSAL KRİZLER

2. 1. Kavramsal Olarak Kriz.....	36
2. 2. Kriz Türleri.....	38
2. 2.1. Reel Sektör Krizleri.....	38
2. 2.2. Finansal Krizler.....	38
2. 2.2.1. Borç Krizleri.....	41
2. 2.2.2. Bankacılık Krizleri.....	42
2. 2.2.3. Para Krizleri.....	45
2. 2.2.4. Borsa Krizleri.....	46
2. 2.3. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler.....	47
2. 2.3.1. Asimetrik Bilginin Finansal Kriz Etkisi.....	48
2. 2.3.2. Küreselleşmenin Finansal Kriz Etkisi.....	51
2. 2.3.3. Regülasyon ve Liberalizasyonun Finansal Kriz Etkisi.....	53
2. 2.3.4. Spekülatif İşlemlerin Finansal Kriz Etkisi.....	56
2. 2.3.5. Döviz Kurunun Finansal Kriz Etkisi.....	59
2. 2.3.6. Hedge Fonlar ve Finansal Kriz Etkisi.....	61
2. 2.3.7. Sürü Davranışının Finansal Kriz Etkisi.....	63
2. 3. Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Yaşanan Ekonomik Krizler.....	63
2. 3.1. 1990'lı Yıllar ve 5 Nisan 1994 Kararları.....	67
2. 3.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri.....	70
2. 3.3. 2008 Krizi.....	73
2. 3.3.1. Krizin Süreci ve Etkileri.....	76
2. 3.3.2. Krizin Türkiye Etkileri.....	80

3. BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI VE ENDEKSLER

3. 1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.....	86
3. 1.1. İMKB'nin Görev ve Yetkileri.....	87
3. 2. İMKB'nin Tarihçesi.....	88
3. 3. İMKB'deki Piyasalar.....	89
3. 3.1. İMKB Hisse Senetleri Piyasası.....	89
3. 3.2. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası.....	93
3. 3.3. Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası.....	95
3. 3.4. Takasbank.....	96
3. 4. Endeksler.....	97
3. 4.1. İMKB Hisse Senetleri Endeksleri.....	101
3. 4.1.1. İMKB Hisse Senetleri Piyasası Endekslerinin Hesaplama Yöntemi..	103

3. 4.1.2. Endekslerde Düzeltme.....	104
3. 4.1.3. Hisse Senetleri Seçim Kriterleri.....	106
3. 4.1.4. Dönemsel Değerleme ve Değişiklikler.....	107
3. 4.1.5. Dönemsel Olmayan Değişiklikler.....	109
3. 4.1.6. İMKB Endekslerinin ABD Doları Basında Gösterimi.....	110
3.4.2. İMKB Endeksleri	113
3.4.2.1. İMKB Hisse Senetleri Fiyat Endeksleri 2004–2009 Karşılaştırması....	111
3.4.2.2. İMKB Hisse Senetleri Getiri Endeksleri 2004–2009 Karşılaştırması...	117
SONUÇ	125
KAYNAKÇA	129

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BYF	: Borsa Yatırım Fonları
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
FED	: Amerika Merkez Bankası
GSMH	: Gayri Safi Milli Hâsıla
HDT	: Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahvil
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
KİS	: Katılma İntifa Senetleri
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
MİV	: Menkul Kıymet İşlem Vergileri
MK	: Menkul Kıymet
MKB	: Menkul Kıymetler Borsası
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
OYHS	: Oydan Yoksun Hisse Senetleri
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCBM	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
YEP	: Yeni Ekonomi Pazarı

TABLolar DİZİNİ

Tablo. 2.1. :	Türkiye Ekonomisinde Yapısal Değişim Dönemleri ve Büyüme Oranları.....	64
Tablo. 3.1. :	İMKB Ulusal 100 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)...	112
Tablo. 3.2. :	İMKB Ulusal 50 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)....	113
Tablo. 3.3. :	İMKB Ulusal 30 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri(2004–2009).....	114
Tablo. 3.4. :	İMKB Ulusal Tüm Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004-2009)..	115
Tablo. 3.5. :	İMKB Ulusal Sınâî Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009).	116
Tablo. 3.6. :	İMKB Ulusal 100 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)..	117
Tablo. 3.7. :	İMKB Ulusal 50 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)...	118
Tablo. 3.8. :	İMKB Ulusal 30 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)...	119
Tablo. 3.9. :	İMKB Ulusal Tüm Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004-2009).	120
Tablo. 3.10. :	İMKB Ulusal Sınâî Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004-2009).	122
Tablo. 3.11. :	Hisse Senetleri Piyasasında Gerçekleşen İşlem Hacimleri (1990–2009).....	123

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil. 2.1.:	Ekonomik Krizlerin Nedenleri.....	37
Şekil. 3.1. :	İMKB 100 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009).....	112
Şekil. 3.2. :	İMKB 50 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009).....	113
Şekil. 3.3. :	İMKB 30 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009).....	114
Şekil. 3.4. :	İMKB Ulusal Tüm Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004-2009)...	115
Şekil. 3.5.	İMKB Ulusal Sınâî Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)..	116
Şekil. 3.6. :	İMKB 100 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009).....	118
Şekil. 3.7. :	İMKB 50 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009).....	119
Şekil. 3.8. :	İMKB 30 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009).....	120
Şekil. 3.9. :	İMKB Ulusal Tüm Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009).	121
Şekil. 3.10.:	İMKB Ulusal Sınâî Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004-2009)..	122
Şekil. 3.11. :	Hisse Senetleri Piyasasında Gerçekleşen İşlem Hacimleri (1990- 2009).....	123

GİRİŞ

Ülkelerin sanayileşmelerini gerçekleştirebilmek için yatırımlarının artmasına ihtiyacı vardır. Gelişmekte olan ülkeler yatırımların artması için gerekli olan sermayeyi bankacılık sisteminden sağlamaktadır. Ancak bankacılık sistemi fonların verimli yatırım projelerine dönüştürülmesini sağlayabilecek yeterli bilgi, beceri ve etkinliğe sahip değildir. Sermaye piyasaları bankacılık sisteminin bu boşluğunu doldurarak topladığı fonları verimli yatırım projelerine yönlendirmekte, dolayısıyla ülkelerin büyüme ve sanayileşme süreçlerini hızlandırmaktadır. Bu anlamda sermaye piyasalarının en önemli kurumlarından biri menkul kıymetler borsasıdır. Borsalar, küçük tasarrufların ekonomiye kazandırılması, birincil piyasada işlem gören menkul kıymetlerin likiditesinin artırılması ve sermayenin verimli yatırım projelerine aktarılmasını sağlamanın yanı sıra ekonomik göstergelerden hızla etkilenmesi ve beklentilerin yönünü göstermesi nedeniyle ekonomik bir barometre görevi görmektedir. Aynı zamanda fonların şeffaf ve sağlıklı yönetilen şirketlere aktarılmasıyla piyasadaki çürük şirketlerin el değiştirmesine dolayısıyla da ekonomik verimliliğin artmasına neden olmaktadır.

Ülkeler yatırımları için gereksinim duydukları sermayeyi çekebilmek için küreselleşmenin de etkisiyle finansal sistemlerini serbestleştirme (liberalizasyon) yönünde adımlar atmaktadırlar. Ancak bu yönde yapılan düzenlemelerin sıcak para girişini artmasının yanında ülkelerin dış kaynaklı şoklara karşı olan direncini de azaltmaktadır. Dolayısıyla yurtdışında başlayan bir krizin bulaşıcılık etkisi de artmaktadır.

“Krizlerin Menkul Kıymetler Borsasına Etkileri: İMKB Örneği” adlı tez çalışması giriş ve sonuç bölümleri arasında yer alan üç bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, menkul kıymetler borsası kavramını açıklamak için finansal sistem ve finansal piyasaların alt kümesi olan sermaye piyasasını, bu piyasada işlem gören

menkul kıymetleri, sermaye piyasası kurumlarından biri olan menkul kıymetler borsalarını ve bu borsaların ekonomik işlevleri literatür olarak incelenmiştir.

İkinci bölümde, finansal kriz kavramı, finansal kriz etkisi olan faktörler, finansal kriz türleri literatür olarak incelenmiştir. Türkiye’de 1990 sonrası yaşanan krizleri incelemek adına, ülke ekonomisi hakkındaki literatür taraması ve 1990’dan sonra yaşanan krizleri 1994 krizi, 2000–2001 krizleri ve son olarak 2007 ortalarında ABD menşeli başlayıp 2008 yılında etkisini yoğunlaştırarak hissettiren kriz ve Türkiye’ye etkileri literatür olarak incelenmiştir.

Üçüncü bölümde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nı, görev ve yetkileri organizasyon yapısı, tarihçesi, İMKB’de yer alan piyasalar, endeksler ve takasbank literatür olarak değinilmiştir. İMKB’nin kriz dönemlerinde nasıl bir tablo sergilediğini açıklayabilmek için İMKB Ulusal 100, İMKB Ulusal 50, İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal Tüm ve İMKB Ulusal Sınâf Hisse Senedi Endekslerinin kriz dönemindeki hareketleri grafikler yardımıyla yorumlanmıştır.

Çalışma sonuç bölümünde yapılan nihaî ve genel değerlendirmelerle tamamlanmıştır.

1. BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEM VE PİYASALAR

1.1. Finansal Sistem ve Finansal Piyasa

Finansal sistem, ekonomideki fon arz ve talebini dengeleyen, fonları zaman, miktar, vade ve kişiler bakımından kullanılabilir duruma getirme fonksiyonu gören bir sistemdir (Akdiş, 2000:5).

Finansal piyasalar ve finansal kurumlar tasarruf sahiplerinden toplanan fonların yatırım projeleri arasında dağıtılmasını sağlamaktadır. Tasarruf sahiplerinden yatırım projelerine doğru fon akışı; aracı kurumlar (bankalar), direk finansman sağlayan pazarlar (borsalar) ya da bu her iki fonksiyonu da yerine getiren kurumlar aracılığıyla sağlanmaktadır (Udell ve Wachtel, 1994:46).

Finansal sistemin ekonomideki en önemli fonksiyonu fonların fon fazlası olan ancak bu fonları yatırıma dönüştüremeyen ekonomik birimlerden, verimli yatırım projelerine dönüştürebilecek ekonomik birimlere aktarılmasıdır (Mishkin, 1996:2).

Bireysel tasarrufların kendiliğinden yatırıma dönüşmesi, tasarruf hacminin genellikle küçük olması ve tasarruf sahibinin sahip olduğu fonları verimli alanlara aktaracak bilgi, alışkanlık ve güdüye çoğunlukla sahip bulunmaması gibi nedenlerle pek gerçekleşmemektedir. Bu durumda fon fazlası olan ekonomik birimlerle fon açığı olan ekonomik birimler arasında fon alışverişini düzenleyecek kurumsal bir mekanizmaya gereksinim bulunmaktadır (Taner ve Akkaya, 2009:1). Fon kullanan girişimciler ile fon arz eden tasarruf sahipleri arasındaki akımı düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan yatırım ve finansman araçları ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya ise finansal piyasa denir (TSPAKB, 2004:1).

Finansal sistem, kaynak dağılımının verimli yatırım projelerine aktarılmasını direk ve dolaylı yollardan etkilemektedir. Bankalar ve finansal pazarlar, yatırım projelerinde bilgi edinimi ve aktarımı konusunda uzmanlaştıkları için bu fonksiyonları işlem maliyetini düşürerek ve daha az çaba sarf ederek tasarruf sahiplerinin yapabileceğinden daha verimli bir şekilde yerine getirmektedirler. Bu açıdan finansal sistem borç verenler ve alanlar arasındaki asimetrik bilgidен kaynaklanan temsilcilik problemini de çözmektedir (Blum vd., 2002:7).

Ülkelerin gelişmelerini ve sanayileşmelerini gerçekleştirebilmeleri için ihtiyaç duydukları önemli faktörlerden biri yatırımların artırılması ve dolayısıyla da bu yatırımlarda kullanılacak fonların yeterli düzeyde ve nitelikte temin edilebilmesidir. Bu nedenle, finans piyasalarına önemli görevler düşmektedir. Bilindiği gibi, ülkelerin gelişmelerini ve büyümelerini gerçekleştirebilmeleri için gelişmiş finans piyasalarına, finans piyasalarının araç ve kurum çeşitliliği ve derinliği olan bir piyasa olabilmeleri çok önemlidir (Oksay, 2000:1).

Finansal piyasaların bir diğer önemli fonksiyonu olan firmaların yeni sermaye yatırımları yapabilmelerine yardımcı olma rolü ise fiyatların gerçek değeri yansıtması ile yakından ilişkilidir. Eğer fiyatlar gerçek değeri yansıtıyorsa sosyal olarak arzu edilen kadar yatırım yapılmasına rağmen, fiyatların gerçek değerinden farklılaşması halinde daha düşük veya daha yüksek maliyetlerle fon bulma imkânına kavuşan firmalar sosyal olarak arzu edilenden daha fazla veya daha az yatırıma yönelebilirler. Sermayenin artırılması fonksiyonu aynı zamanda değişim fonksiyonu ile de bağlantılıdır. Bireyler, nakde ihtiyaç duyduklarında düşük maliyetlerle kolayca satabileceklerini düşünürlerse finansal varlık satın almak isterler, tersi durumda ise finansal varlıkların alımında isteksiz davranırlar. Bu

açından, değişimi olumsuz etkileyen her faktör, piyasanın sermaye artırma fonksiyonunu da olumsuz etkilemiş olmaktadır (Balseven, 2008:41).

1.2. Finansal Piyasaların Ekonomideki Rolü

Finansal piyasaların ekonomideki rolüne ilişkin farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlardan biri likidite tercihi teorisi, diğeri ise etkin piyasa teorisidir. Likidite tercihi teorisine göre finansal piyasaların temel fonksiyonu likidite sağlamakla sınırlıdır. İyi organize edilmiş düzenli finansal piyasalarda yatırımcı; teknoloji ve kurumsal yapı elverdiği ölçüde, finansal araçları piyasada serbestçe alıp satarak likit olmayan varlıkları hızlı bir biçimde nakde veya likit varlıklara dönüştürme olanağına sahip olmaktadır. Böylece yatırım projesinin karlılığı konusunda yatırımcıların karşı karşıya oldukları belirsizlik, finansal piyasalarda yatırımların likiditesini artırması şeklinde önemli ölçüde giderilmektedir. Bu yaklaşımda piyasaya nakit akımının giriş ve çıkışı özel ya da kamusal bir otorite tarafından kontrol edilerek piyasa düzeni sağlanmaktadır (Davidson, 1998:2).

Etkin piyasa teorisi ise, kıt sermaye kaynakların optimal dağılımının ve maksimum ekonomik büyümenin, en iyi şekilde piyasa tarafından sağlanacağından hareket edilmekte ve firmaların, finansal piyasalarda temel değer (yani potansiyel karlılıkları) ile değerlendirildikleri varsayılmaktadır. Bu yaklaşımda finansal piyasaların temel fonksiyonları değişim, bilgi ve sermayenin artırılması olarak belirlenmiştir. Değişim fonksiyonu, finansal piyasalarda bireylerin serbestçe alım satım yapabilmelerini sağlarken, fiyatlar aracılığı ile bilgi aktarımı da gerçekleştirmektedir. Fiyatların temel değeri yansıttığı varsayımı ile finansal piyasalar bilgilendirme ve fiyatlandırma arasında bağ oluşturmaktadır. Firmaların potansiyel karlılıkları ile ilgili bilgilerin finansal piyasalar

aracılığıyla ortaya konması firmaları daha etkin çalışmaya itmekte, eksikliklerini ve yetersizliklerini saklamalarını da zorlaştırmaktadır.

Derin ve likiditesi yüksek finansal piyasalar çeşitli ürün ve hizmetlerle kişi ve firmaların finansman ihtiyaçlarını karşılama yollarını artırmaktadır. İyi düzenlenmiş ve istikrarlı finansal piyasalar risk paylaşım fırsatları sunarak makro ekonomik dalgalanmaları azaltmaktadır. İyi işleyen bir finansal sistemin yatırım projelerine ilişkin bilgilerin toplanması ve değerlendirilmesi ve borç alanların gözlenmesi ve disipline edilmesi yoluyla kaynakların dağıtımı ve ekonomideki toplam verimliliklerini potansiyel olarak geliştirmektedir (Akın, 2008:2).

Finansal pazarlar ve kurumlar aşağıda sıralanan işlevleri yerine getirmektedir (Merton ve Bodie, 1995:5);

- Malların, hizmetlerin ve varlıkların el değiştirmesine aracılık edilmesi,
- Büyük ölçekli projelerin finansmanını kolaylaştırmak amacıyla tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturarak mülkiyetin tabana yayılmasının sağlanması,
- Ekonomik kaynakların zaman içerisinde, coğrafi bölgeler ve sektörler arasında transferinin sağlanması,
- Risk yönetimi ve kontrolü yöntemlerinin geliştirilmesi,
- Fiyat bilgisinin sağlanması,
- Asimetrik bilgi sorununun çözümünün kolaylaştırılması.

1.2.1. Para Piyasası

Finansal sistem içerisinde borçlanma nedenleri kişiden kişiye, kurumdan kuruma değişmektedir. Bu değişebilme özelliği, çeşitli finansal varlıkların ortaya çıkmasına ve süre farklılaşmalarına neden olmaktadır. Para piyasaları bir yıl veya daha kısa süreli fonların arz ve talebinin karşılaştığı pazarlardır (Taner ve Akkaya, 2009:6). Para

piyasası fonları; faiz oranı, kredi riski ve likidite riskine çok az maruz kaldığı için sadece kısa vadeli yüksek derecelendirme notuna sahip borçlanma ürünlerine yatırım yapanlar için normal olarak aşırı derecede güvenli bir yatırım aracı olarak görülürler (Jank and Wedow, 2008:1).

Para piyasasının kurumları daha ziyade ticaret bankaları ve devlet kurumlarıdır. İşletmeler genellikle sağladıkları kısa vadeli kredilerle “işletme sermayesi” ihtiyaçlarını karşılar. Devlet de hazine bonusu, devlet tahvili gibi kısa vadeli finansal araçlar ihraç ederek sağladığı fonlarla kısa vadeli ihtiyaçlarını gidermeye çalışır. İşletmelerin ya da bireylerin yazdıkları ticari senetler de bu piyasanın araçları arasında sayılabilir. Bu piyasada, bankalar kanalıyla oluşan işlemlerin örgütlenmiş para piyasasını, bankalar dışında, işletmelerin birbirleriyle ya da müşterileriyle olan kredi ilişkileri ise örgütlenmemiş para piyasasını oluşturur (Bolak, 2001:8).

Para piyasasının ana kaynağı, tasarruf sahiplerinin bankalardaki mevduatıdır. Bu piyasada kullanılan temel araçlar ise, mevduata dayalı belgeler, ticari senetler, kredi anlaşmaları ve hazine bonolarıdır. Bu piyasada süre kısa olduğu için risk ve faiz oranları da sermaye piyasasına göre daha düşüktür (Taner ve Akkaya, 2009:6).

Para piyasasının en büyük fon talep eden kesimi, kamu kurum ve kuruluşlarıdır. Özellikle bütçe açıklarını kapatabilmek için devlet kısa vadeli olarak piyasaya girer. Ayrıca, firmalarda işletme açıklarını karşılayabilmek için bu piyasaya müracaat ederler.

Bu bağlamda para piyasası araçları Hazine Bonusu, Devlet Tahvili, Mevduat Sertifikası, Finansman Bonusu, Banka Kabulü, Repo, Para Pazarı Fonları, Ticari Senetler, Finansman Sertifikaları, Tasarruf Bonoları olarak sayılabilir (Civan, 2007:7).

1.2.2. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası, işletmelerin orta ve uzun dönemli fon gereksinimlerini karşıladıkları, tasarruf fazlası olan bireysel ve kurumsal finansal yatırımcıların da tasarruflarını değerlendirmek istedikleri bir faktör piyasasıdır (Çapanoğlu, 1993:1). Sermaye piyasaları, yatırımlara özkaynak sağlamak açısından ülke ekonomileri için son derece büyük önem taşırlar. Özellikle finansal aracılığı ortadan kaldırarak reel sektör ile finans kesimini birbirine bağlamadaki etkin rolü, sermaye piyasalarını tasarrufların yatırıma dönüşmesi açısından en öncelikli konuma yerleştirir.

Tasarrufların ve tasarruf sahiplerinin sayısındaki azlık, ekonomik istikrarsızlık nedeniyle pazara sunulan menkul kıymet sayısındaki yetersizlik, gelişmemiş veya gelişmekte olan ülkelerdeki piyasaların faaliyetlerini etkin olarak yürütmelerine engel olmaktadır. Olumlu yönde sağlanacak ekonomik gelişmeler ile tasarruf ve tasarruf sahiplerinin sayısında artışlar sağlanacak, bu gelişmeler paralelinde piyasanın işlem hacminde artışlar meydana gelecek ve piyasalara canlılık kazandıracaktır. Ekonomide sağlanan istikrar, tasarrufların artışına ve şirketin büyümesine neden olur. Bu büyüme ve gelişme için gerekli olan fonlar, düşük maliyetle veya sıfır maliyetle finansal piyasalar içinde yer alan sermaye piyasalarından elde edilir (Kondak, 1999:24).

Sermaye piyasasının fonksiyonlarını ikiye ayırarak incelemek mümkündür. Piyasanın en önemli fonksiyonu, tasarrufların endüstri ve işletmelere tahsisini sağlamaktır. İşletmeler, mal ve hizmetlerine olan talep arttıkça, kapasitelerini arttırırlar veya yeni yatırımlara yönelirler. Bu nedenle, işletmelerin sermaye gereksinimleri de artar. Genellikle, mal ve hizmetlerinde talep artışı olmayan işletmeler için ilave sermaye gereksinimi de olmayacaktır. Sermaye piyasasının ikinci fonksiyonu, işletmelerde iyi çalışan bir yönetimi iş başına getirmektir. Eğer bir işletme iyi yönetilmiyor ve dönem sonlarında iyi sonuçlar

alınmıyorsa, o işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatı düşecektir. Piyasa fiyatı düşen işletmelerin hisse senetlerini alan yatırımcılar ise genellikle yeni bir yönetimi iş başına getirirler (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009:14).

Yatırımcılar, yatırımlarını belli bir getiri beklentisi ile aracı kuruluşlar vasıtası ile sermaye piyasasındaki yatırım araçlarında değerlendirirler. Banka ve aracı kurumları kapsayan aracı kuruluşlar, yatırımcıların talepleri ve beklentileri doğrultusunda sermaye piyasası işlemlerini gerçekleştirirler. Girişimciler ise sermaye piyasasında ihraç ettikleri hisse senetleri ve borçlanma senetleri aracılığı ile yatırımcıların tasarruflarını reel yatırıma dönüştürürler. Böylece ekonomik büyüme ve gelişmeye katkıda bulunurlar (TSPAKB, 2002:4).

Sermaye piyasası kurumları, münhasıran sermaye piyasasında faaliyet gösteren ve Kurul'un denetimine tabi kurumlardır. Dolayısıyla bu kavramın içinde anonim şirketler ve SPK yer almamakta, aracı kurumlar ve benzeri kuruluşlar yer almaktadır. Bunlar; Aracı kurumlar, Yatırım ortaklıkları, Yatırım fonları, Diğer sermaye piyasası kurumları, Yatırım danışmanlığı şirketleri, Genel finans ortaklıkları (VDM ihracı), İpoteğe dayalı menkul kıymet merkezleri, Risk sermayesi yatırım ortaklıkları, Portföy yönetim şirketleridir (Karşlı, 2003:18).

Sermaye piyasasında fonlar genellikle tahvil, hisse senedi gibi uzun veya sonsuz vadeli finansal varlıklar karşılığında el değiştirir (Bolak, 2001:8).

Sermaye piyasaları riskin dağıtılması ve yatırımların karlı yönetilmesi açısından önemlidir. Ancak, bu piyasalardaki en önemli risk, ekonomik koşullarda istikrarsızlık ve güven sorununun parayı kaçırmasıdır. Ekonomik sebeplerle mevcut dengenin kaybolması ile risk, güvensizlik ve istikrarsızlık ortaya çıktığından, düşük faizle fon satışı bile olsa girişimciler yatırım yapmaktan kaçınmaktadır (Okay, 2003:226).

1.2.2.1. Birincil Piyasa

Birincil sermaye piyasası, menkul kıymetlerin ihraç edilmeleriyle oluşturulan piyasadır. Birincil sermaye piyasasında, dolaşımda ilk defa çıkarılan hisse senetleri ve tahviller el değiştirmektedir. İşletmeler, gereksinim duydukları fonları, birincil sermaye piyasası aracılığıyla sağlamaya çalışırken doğrudan çıkarım ya da dolaylı çıkarım yollarından birini seçebilirler (Ceylan ve Korkmaz, 2008:428).

Tasarruf sahipleri, tahvil ve hisse senedi gibi hak temsil eden belgeleri doğrudan doğruya ihraç eden kuruluşların veya bunlara ihraçta aracılık eden kurumlardan alabildikleri durumlarda birincil piyasa (primary market) söz konusudur. Birincil piyasada önemli olan, menkul kıymetleri, ihraçtan almaktır. Arada bir banka veya aracı kurum bulunması bu alımın birincil piyasada olmasına engel değildir (Karşlı, 2005:31).

Birincil piyasalarda ilk defa ihraç edilen menkul kıymetler yer alırlar. Bu piyasalardan fon talep edenler talep ettikleri fonu elde edebilmek için, fon arz edenlere ihraç ettikleri finansal varlıkları satarlar.

1.2.2.2. İkincil Piyasa

İkincil piyasalar, daha önce halka arz edilmiş olan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Sermaye piyasasında en büyük faaliyet ikinci el piyasalarda meydana gelir (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009:16).

İkincil piyasaların temel amacı; menkul kıymetlerin paraya dönüşüm hızını artırarak, birincil piyasaya talep yaratmak ve gelişmesine yardımcı olmaktır. Bu pazardaki işlemlerin şirketler ile ilgisi olmayıp, sadece ticari bir mal alım, satımını içeren bir işlem niteliği gibi nitelik taşımaktadır (Kondak, 1999:26).

Ülkede birincil piyasaların gelişmesinde ikincil piyasaların büyük önemi vardır. Birincil piyasalarda ellerinde menkul kıymet bulunan yatırımcılar ve aracı kurumlar

bunları ikincil piyasalarda istedikleri zaman paraya çevirme imkânına sahiptirler. Esas küçük olan yatırımcılara menkul kıymetleri arz etmek ve küçük tasarrufların yatırımlara yönelmesi bu piyasada gerçekleşmektedir. İkinci piyasadaki bir tıkanma, derhal etkisini birincil piyasada gösterir, firma ve kamu kurumlarının uzun vadeli fon tedariki zorlaştırır (Civan, 2007:7).

Gelişmiş piyasalarda ikincil piyasanın iş hacmi birincil piyasadan defalarca daha büyüktür. İkincil piyasanın en iyi teşkilatlanmış bölümü menkul kıymetler borsalarıdır. İkincil piyasanın menkul kıymet satmak isteyenlere sağladığı kolaylık yanında, bu belgelerden satın almak isteyenlere sağladığı kolaylık da önemlidir. Yalnız birincil piyasa mevcut olsaydı, tasarruf sahipleri ellerine para geçtiği zaman ihraç halinde hangi kuruluşun tahvil veya hisse senetleri varsa ancak onlardan edinmek imkânıyla sınırlı kalırdı. Oysa ikincil piyasada, o güne kadar ihraç edilmiş hemen bütün kıymetleri (rayiç bedeli ödemek şartıyla) bulmak mümkündür. İkincil piyasa, bir yönüyle de gelişmelerin değerlendirildiği yerlerdir. Kurulan bir anonim şirketin hisse senetleri, şirketin başarısına ve gelişmesine göre değerini ikincil piyasada bulur (Karşlı, 2005:34).

Yatırımcılar ikincil piyasalarda işlem gören hisse senetlerinin değişen piyasa koşullarına göre gerçekleşen fiyat hareketlerinden yararlanarak kazanç elde etmek isterler. Bu nedenle hisse senetlerinin gelecekteki fiyat hareketlerinin önceden tahminleme kazanç ve kayıpların büyüklüğü bakımından yatırımcılar için son derece önemlidir. Ancak belirli bir istikrar ve derinliğe kavuşamamış olan bu piyasalar ekonomik dalgalanmalar ve şoklardan doğrudan etkilenirler. Ekonomik kırılganlık bu piyasalardaki hisse senetlerinin fiyatlarını bazen olumlu bazen de olumsuz yönde ve yüksek oranlarda etkileyebilir. Bu süreç hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcıların kazanç ya da kayıplarının oluşmasına yol açar. Ekonominin doğasından kaynaklanan belirsizlik ve risk, hisse senedi

fiyatlarının gelecekte ulaşacağı değeri önceden tahminlemeyi zorlaştırmaktadır (Özdil ve Yılmaz, 2006:212).

Menkul kıymetlerin yatırımcılar arasında el değiştirdiği ikincil piyasalar, iki kategoride incelenebilir. Bunlardan birincisi, merkezi bir mekân çerçevesinde belirli kurallara göre menkul kıymetlerin el değiştirdiği borsalardır. İkincisi ise, borsada kayıtlı olmayan menkul kıymetlerin işlem gördüğü tezgâh üstü piyasalardır (Özdil ve Yılmaz, 2006:3).

Yatırımcıların ikincil piyasalarda işlem yapmasının iki temel nedeni vardır. Bunlardan biri bilgi diğeri ise likiditedir. İkincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetler hakkında diğeri piyasalara göre daha iyi bilgi alınır (Civan, 2007:7).

1.2.2.3. Üçüncül Piyasalar

Borsaya kote edilmiş menkul kıymetlerin borsa dışında alınıp satılmasıyla oluşan piyasadır (Sarıkamış ve diğ., 2004:5). Bu piyasaların yapısı, tıpkı organize olmamış sermaye piyasasının yapısına benzemektedir. Piyasadaki aracılar, her yerde Pazar oluşturmaya çalışırlar. Aracılar, borsadaki menkul kıymetlerden oluşan büyük menkul kıymet stoklarına sahiptirler. Bu piyasadaki aracılar, organize borsadaki acentelerin rakibi durumundadır. Bu yüzden acentelerin komisyonlarının azalmasına neden olabilirler (Ceylan ve Korkmaz, 2008:428).

1.2.2.4. Dördüncül Piyasalar

Menkul kıymetlerin aracısız alınıp satılmasıyla oluşan piyasadır. Bu piyasada, genellikle birikim sahiplerinden topladıkları fonları finansal piyasalarda değerlendiren sigorta şirketleri, yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar alım satımda bulunurlar. Bu piyasada fiyat doğrudan doğruya pazarlıkla oluşturulur. Bu yüzden alım satım maliyeti

daha düşük olmakta ve blok alım satımlar söz konusu olmaktadır (Sarıkamış ve diğ., 2004:5).

Bu piyasalarda özellikle, zengin kurum ve kişiler faaliyette bulunmaktadır. Bu kişilerin amaçları, aracılara komisyon ödemedi menkul kıymet alışverişini doğrudan yapmaktır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde, özel şahıslara ait Dördüncül piyasa işlemleri yapan örgütler vardır. Bu örgütler, alıcı ve satıcı arasındaki haberleşmeyi telefon veya doğrudan görüşme ile sağlamaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008:428).

1.2.3. Borsalar

Borsa kelimesinin kökeni, o zamanki Hollanda şimdiki Belçika'nın kıyı şehirlerinden olan Burgge'de (Bruges) faaliyet gösteren tacir Van Der Bursa'nın ismine dayanmaktadır. Bu asilzadenin hanının önünde toplanan tüccarlar, gemiler limana gelmeden, emtiayı aralarında alıp, satmayı alım satımlarda bazı kurallar uygulamayı adet edinmişlerdi. İşte belirli malların belirli kurallara göre alım satımının yapılması için toplanılan bu yerlere, Van Der Bursa isimli asilzadenin isminden ilham alınarak "borsa" ismi verilmiştir. Belirli malların belirli kurallara göre alım satımının yapılması için toplanan yerlere borsa denilmektedir. Her türlü varlığın bir borsası olabilir. Temel olarak borsalarda işlem gören varlıklar reel varlıklar ve finansal varlıklar olarak ikiye ayrılır (Coşkun, 2008:424).

Dünya borsalarının ortaya çıkışı iki nedene dayandırılmaktadır. Bunlardan ilki, getirdiği yaratıcı değişikliklerle Akdeniz ticaretinin gelişmesinde rol oynayan Venedik örneğidir. İkinci ve daha genel olanı ise; Avrupa'da feodal düzenin yıkılmasıyla ortaya çıkan merkezi devletlerin ekonomik, siyasi ve askeri güçlerini artırmak amacıyla yaptıkları harcamalardır.

Türkiye'deki organize menkul kıymet piyasalarının kökleri 19. yüzyılın ikinci yarısına kadar uzanmaktadır. İlk menkul kıymetler piyasası Kırım Savaşı'nı takiben 1866 yılında Osmanlı İmparatorluğu zamanında kurulmuş olan "Dersaadet Tahvilat Borsası" idi. Dersaadet Borsası çökmüş Osmanlı ekonomisinden yüksek getiri almayı amaçlayan Avrupalı yatırımcılar içinde bir vesile olmuştur.

1854 Kırım savaşından sonra yapılan iç borçlanmanın amacı devlete gerekli fon kaynağı sağlamakla birlikte halkın kazanç sağlama arzusu içinde olmasıdır. 1864 yılında İstanbul Galata Borsasında yabancıların etkinliğinin büyük oranda artması ve yabancı uyrukluların borsa oyunları yaparak halktan haksız kazanç elde etmeleri üzerine 1866 yılında Dersaadet Tahvilat Borsası kurulmuştur. Bu borsada devletin bono ve tahvil satışlarının yanında yabancı sermaye şirketlerinin tahvil ve hisse senetlerinin de borsada işlem görmesi planlanmıştır. 1866 yılında kurulan bu borsada yabancı uyruklu kişilerin kendi aralarında organize olmaları ve yine borsa oyunları yapmaları nedeni ile Osmanlı İmparatorluğu'nun fon ihtiyaçlarının karşılanması ve bonolar ile tahvillerden halkın da gelir sağlaması konusundaki düzenlemeler pek başarılı olamamıştır (Civan, 2007:16).

Finansman ihtiyacı olan şirketler, hisse senedi satışı yoluyla veya tahvil satışı yoluyla finansman ihtiyaçlarını borsa aracılığıyla temin edebilirler. Bir şirketin borsa yoluyla finansman temini şansı, şirketin geçmişte gösterdiği performansa ve gelecekte gerçekleştirmeyi düşündüğü projelerin beklenen karlılığına bağlıdır. Bu nedenle borsalar, finans kaynaklarının onu en iyi kullanacakların eline geçmesini sağlama işlevini de yerine getirirler. Finansman temini işlevi, menkul kıymetlerin ilk ihraç edilmesi aşamasında gerçekleşmiş olur. Sonradan bu menkul kıymetlerin el değiştirmesi yoluyla borsa diğer işlevlerini yerine getirebilir. Borsalar aracılığıyla finansman temini, özellikle küçük yatırımcıyı korumak amacıyla belli koşullara bağlanmıştır. Bu nedenle borsaların bu

işlevlerini yerine getirme potansiyeli, özellikle gelişmekte olan ülkelerde sınırlı düzeyde kalmaktadır. Ayrıca devletin finans piyasalarındaki kaynakların çok büyük bir kısmını çekebilecek yüksek getirili araçlar çıkarması da borsanın bu işlevini kısıtlamaktadır (Türkkan, 2008:1).

Para ve sermaye piyasalarının birbirleriyle ilişki içinde olması ve piyasalardaki gelişmelerin birbirini etkilemesi, diğer yandan finansal araçlarla vadenin kısalma eğilimi her iki piyasa arasında kesin bir ayrım yapılmasını güçleştirmektedir.

Düzenleyici otoriteler tarafından borsalarda gerçekleştirilen işlemlerin tarafları ve araçlar için öngörülen sermaye yeterliliği ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve vergi gibi konularda yapılan düzenlemeler, işlemlerin bir kısmının borsa dışına kaymasına neden olmuştur (Uyar, 2004:2). Menkul kıymetlerin borsalar dışında işlem gördüğü piyasalara tezgâh üstü piyasalar adı verilir. Tezgâh üstü piyasalarda hisse senedi alım satımına yönelik işlemlerin gerçekleştiği merkezi bir mekân yoktur. Tezgâh üstü piyasalar, aracı piyasasıdır. Herhangi bir hisse senedinde bir aracının alım satıma başlamasıyla tezgâh üstü piyasanın şartları oluşur. Bu durum Tezgâh üstü piyasanın temelidir. Kendi portföylerinden alım satım yapan araçlar piyasaya herhangi bir hisse senedinde alım ve satıma yönelik ikili bir kotasyon vererek bir piyasa oluştururlar. Araçlar, hisse senedi alım satımından herhangi bir komisyon almazlar. Piyasa yapıcılarını olarak araçların kazançları alım satım fiyatları arasındaki farktır. Tezgâh üstü piyasaların ana işleyiş prensibi, şirketlerin hisse senetlerine borsalardan daha ucuza daha az çaba harcayarak ve daha hızlı şekilde ulaşmasını sağlayacak ikinci (ikincil) el piyasa oluşturmaktır. Tezgâh üstü piyasada borsaların kotasyon kurallarını karşılayamayan firmaların hisse senetlerinin işlem görmesi, işlem yapılmasına ilişkin ayrıntılı kuralların bulunmaması, yapılan işlemlerin borsalarda olduğu gibi gözetiminin yapılmaması, bu piyasaları borsalara göre daha riskli bir hale

getirir. Genelde borsalar kredibilitelerini korumak için, yüksek riskli şirketlerin hisse senetlerini kotasyona almaktan kaçınırlar. Çünkü bir borsanın prestiji borsanın işleyişindeki etkinlikten ve borsada işlem gören şirketlerin kalitesinden kaynaklanmaktadır. Bu yüzden borsalar yüksek kotasyon koşullarını karşılayamayan küçük firmaları, getirisi ve riski yüksek yatırım arayan yatırımcıları tezgâh üstü piyasalara bırakırlar (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009:27).

Türkiye’de ikincil piyasalarda menkul kıymet alımı satımı menkul kıymetler borsasının dışında oluşan tezgâh üstü (over the counter market) piyasalarda da gerçekleşmektedir. Çünkü bir kısım hisse senetlerinin borsaya kote edilmemiş olması, (dolayısıyla bunlarda borsada işlem yapılamaz olması) borsanın sadece İstanbul’da bulunması ve herkesin borsaya girememesi ve finansal varlıkların değer artışıyla ilgili vergileme hükümleridir (Civan, 2007:7).

1.2.4. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Menkul Kıymetler

Sermaye piyasası araçları fonların elden ele intikalini sağlayan kıymetli evrak niteliğindeki kâğıtlardır (Karlı, 2003:331).

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 Kurulca belirlenen kıymetli evraktır (SPK, Md.3)

Menkul Kıymetler olarak, hisse senetleri, hisse senetleri türevleri, geçici ilmühaberler, yeni pay alma kuponları, tahviller, tahvil türevleri, tahvil faiz kuponları, hazine bonoları, katılma intifa senetleri, kar ve zarar ortaklığı belgeleri, banka bonoları, banka garantili bonolar, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, gelir ortaklığı senetleri, tertip halinde çıkarılan ve 2 yıl veya daha uzun süreli ipotekli borç ve

irat senetleri, içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonu katılma belgeleri sayılabilir.

1.2.4.1. Hisse Senetleri

Hisse senedi (stock, share certificate), bir anonim şirketin sermayesinin birbirine eşit paylarından bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen hukuken kıymetli evrak hükmünde bir belgedir (Karşlı, 2004:423).

Enflasyonist ortamda, küçük sermaye sahipleri paralarına gelir sağlamak kadar sermayeye değer artışı sağlamak, en azından sermayenin değerini yitirmesine engel olmak isterler. Bunu da ancak hisse senetleri sağlar. Bu nedenledir ki, menkul kıymetler denilince ön planda hisse senetlerini görmektedir. Hisse senetleri iki yoldan değer artışı sağlarlar: Birincisi; hisse senedi ait olduğu şirketin faaliyetlerine ve faaliyet sonucundaki gelişmeye bağlı olarak değer kazanır. Bu gelişme yalnız cari rakamlarla olursa, bu durumda sadece enflasyon oranında bir gelişme vardır. Eğer enflasyon oranının üzerinde ise, yani reel gelişme söz konusudur. İyi seçilmiş şirketlere yapılan hisse senedi yatırımlarıyla bu reel gelişmeyi ve yatırımda reel değer artışını sermaye piyasasında sağlamak mümkündür. Hisse senetlerinin değer artışı sağlamanın ikinci yolu ise sermaye artırımlarıdır. Bu piyasa tabiriyle “yavrulama”dır. Reel gelişme gösteren şirketler kapasitelerinin sonuna gelip dayandıklarında gelişmenin devamı ancak tevsi yatırımlarla mümkün olabilir. Bu yatırımların gerçekleşmesi için ortaklara başvurulur ve böylece rüçhan hakkı doğar. Gelişen şirketlerde rüçhan hakkı başlı başına bir değerdir. Çünkü hisse senedini nominal değeriyle satın alma hakkını vermektedir. Bu gibi şirketlerde sermaye artırımının kararlaştırılmasıyla birlikte hatta sadece bu konuda söylentilerin çıkmasıyla hisse senetleri hemen değer kazanır. Portföy sahibi ister değerlenen hisse senedini satarak bu değer artışını paraya çevirir veya isterse rüçhan hakkını bizzat kullanarak hisse senedinin

yavrusunu da portföyünde tutarak gelecek yıllar için ucuz fiyatla verimli bir yatırım yapmış olur. Üçüncü bir yol da hisse senetlerini elde tutup sadece rüçhan hakkını satmaktır (Karlı, 2005:26).

Hisse senetleri diğer finansal enstrümanların aksine sonsuz vadeye sahip olduklarından fiyatları zaman içinde büyük dalgalanmalar gösterebilmektedir. Vadesinin sonsuz olması ve hisse senedini çıkaran şirketin belli bir getiriye taahhüt etmemesi yalnızca kardan pay alma ve/veya yönetime ortak olma hakkı vermesi sebebiyle hisse senetlerinin değerlemesi diğer enstrümanların değerlemesinden çok daha karmaşıktır. Vadenin sonsuz olması sebebiyle yalnız kardan pay almanın kendileri için yeterli olmadığını düşünen yatırımcılar hisse senedini satın anaparasını nakde çevirmek isteyebilmekte ya da diğer enstrümanlara yatırım yapmak isteyebilmektedirler (İMKB, 2008:539).

1.2.4.1.1. Adi Hisse Senetleri

Hisse senetleri, ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlarlar. Bu tip hisse senetlerine adi hisse senetleri denir (İMKB, 2008:187). Adi hisse senetleri sahiplerine genel kurulda eşit oy hakkı ile kar dağıtım ve tasfiyede eşit pay alma hakkı tanırlar. Adi hisse senetleri daha önce belirtilen haklara ek olarak sahiplerine yöneticileri seçme, şirket aktiflerinin satışı ve diğer işletmelerle birleşmelerde söz hakkı sağlarlar (Ceylan ve Korkmaz, 2008:515).

1.2.4.1.2. İmtiyazlı Hisse Senetleri

Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine nazaran kara iştirak ve genel kurulda oy kullanma bakımından TTK'nin 401. maddesine dayanılarak ana sözleşme ile sahiplerine imtiyazlı haklar sağlayabilir (İMKB, 2008:187). Uygulamada bu ayrıcalıklar; yönetim ayrıcalığı, kar payı ayrıcalığı veya tasfiye varlığı üzerindeki ayrıcalıklar olarak belirmektedir (Taner ve Akkaya, 2009:123). Bir şirketin kurucuları ilerde şirketin halka

açılmasını veya sermaye artırımını yoluyla yeni ortakların katılmasını düşünüyorlarsa, kuruluşta emeği geçenlere sonradan katılanların aynı haklara sahip olmaması için genellikle kuruluş sermayesini temsil eden hisse senetlerine ana sözleşme ile bazı imtiyazlar tanır. Ana sözleşme ile ilk sermayeyi temsil eden A grubu hisselerine veya imtiyazlı hisselerine kardan belli oranda özel kar payı dağıtımını öngörülür (Coşkun, 2008:272).

1.2.4.1.3. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Türk hukuk sisteminde nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihracı söz konusu değildir. Öte yandan TTK 286. maddeye göre de itibari (nominal) değerinden aşağı bir bedelle de hisse senedi ihraç edilemez. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz, nominal değerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senedi denir (Taner ve Akkaya, 2009:125). Primli hisse senedi ihracı için ya esas sözleşmede hüküm bulunmalı ya da genel kurul tarafından karar alınmalıdır. Kayıtlı sermaye sisteminde ise, esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere, yönetim kurulu kararı ile primli hisse senedi ihraç edebilir. Primli hisse senedi ihraç edilmesi halinde oluşacak emisyon primleri vergiye tabidir (Coşkun, 2008:273).

1.2.4.1.4. Katılma-İntifa Senetleri

Katılma senetleri, anonim şirketlerin şirketle ilgili çeşitli gruplar lehine çıkardıkları senetlerdir. Bu senetlerin başlıca türleri, katılma hisse senetleri, kurucu yararlı hisse senetleri, adi katılma hisse senetleri ve katılma intifa senetleridir.

Katılma İntifa Senetleri (KİS) ile ilgili düzenleme, 1992 yılında SPK tarafından yapılmıştır. Buna göre, “ortaklıklar, nakit karşılığı satılmak üzere, ortaklık haklarına sahip olmaksızın, kardan pay alma ve tasfiyesinden yararlanma, yeni hisse senedi alma ve bu tebliğde belirlenen olanakların bir bölümünden veya tamamından yararlanma haklarını

sağlayan katılma intifa senedi çıkarabilirler. İhraç edilebilecek KİS tutarı işletmenin ödenmiş sermayeleri ve yedek akçeleri toplamından çok, bu toplamın 1/6'sından az olamaz. Bu tür senetlere sahip olan kişiler, işletmede hisse sahibi değilseler, işletenin ortağı da değildirler. Bu nedenle, tüm ortaklık haklarını kullanmaya, seçmeye ve seçilmeye de hakları yoktur (Ceylan ve Korkmaz, 2008:530).

1.2.4.1.5. Oydan Yoksun Hisse Senetleri

Oydan Yoksun Hisse Senetleri, ortakların sermaye artırımını ile ihraç edilebilecekleri, oy hakkı hariç, sahibine kar payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden imtiyazlı olarak yararlanma hakkını ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir. OYHS sahipleri diğer ortaklarla birlikte, Kanun, tebliğ ve esas sözleşmede belirtilen miktarda kar payı alırlar. Ayrıca OYHS sahiplerine, imtiyazlı kar payları nakden dağıtılır. OYHS sahiplerine tanınan imtiyazlı kar payı dağıtılmadıkça, başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara kardan pay dağıtılmasına izin verilemez. Ortaklık, esas sözleşmesinde hüküm bulunmak koşulu ile OYHS sahiplerine tasfiyeye bakiyesinde imtiyaz tanınabilir. Bu halde tasfiye halinde bulunan ortaklığın borçları ödendikten sonra kalan mevcudu, TTK'nin 401. madde hükmü saklı kalmak üzere, öncelikle tasfiye bakiyesinde imtiyazlı OYHS sahiplerine, ortaklığa koydukları sermayenin ödenmesi için tahsis edilir. Ortaklık, ard arda 3 yıl kar dağıtamazsa veya mevzuat uyarınca izin verilmediği halde, herhangi bir nedenle bir yıl OYHS'nin imtiyazına ilişkin kar dağıtımını yapmazsa, OYHS sahipleri, bu durumların kesinleştiği genel kurul toplantı tarihini izleyen yıl, esas sermayeye katılmaları ile orantılı olarak oy hakkını elde ederler ve buna bağlı olarak imtiyazlı bu paylar adi pay haline dönüşür (Coşkun, 2008:273).

1.2.4.2. Tahviller

Tahviller, devletin ya da özel sektör şirketlerinin borçlanarak orta ya da uzun vadeli finansman ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla ihraç ettikleri borç senetleridir. Türk Ticaret Kanununun 420. maddesine göre, Anonim Şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleri olarak tanımlanmıştır (Civan, 2007:120).

Tahvil ve bono, vade sonunda kadar elde tutulduğu takdirde, belli bir faiz kazancını garanti eder. Dolayısıyla, piyasa şartlarında meydana gelebilecek değişiklikler yatırımcıyı etkilemez (TSPAKB, 2002:8).

1.2.4.2.1. Devlet Tahvilleri-Özel Sektör Tahvilleri

Üzerinde faiz kuponu bulunan ve vadesi bir yıldan uzun olan kamu borçlanma senetlerine “Devlet Tahvili” adı verilir. Devlet tahvilleri kuponlu veya iskontolu olabilirler. Üzerinde kupon bulunmayan ve vadesi bir yıldan kısa olanlara “Hazine Bonosu” denmektedir. Hazine bonoları iskonto esasına göre satılmaktadır. Devlet tahvillerinin en önemli özellikleri, devlet ihalelerinde teminat olarak kabul edilmeleri ve istenildiği anda işlenmiş faiziyle birlikte paraya çevrilmeleridir. Özellikle uygulamada Türkiye’deki tahvil pazarlarında, kamu sektörünün çok önemli bir yeri olduğu görülmektedir. Devletin, özellikle bütçe açıklarında kullandığı fonlar için ihraç ettiği devlet tahvilleridir (Civan, 2007:126).

1.2.4.2.2. Primli Tahviller-Başabaş Tahvilleri

İhraç edilen bir tahvil üzerinde yazılı değerle satışa çıkarılıyorsa, bu başabaş tahvildir. Nominal değerden daha yüksek bedelle satışa çıkarılan tahvillere primli tahvil

denir. Nominal değerden daha düşük bedelle satışa çıkarılan tahvillere ise iskontolu tahvil denir (Coşkun, 2008:293).

1.2.4.2.3. İkramiyeli Tahviller

Tahvillere karşı olan talebi artırmak için, faiz yanında, kur'a çekilmesi yoluyla tahvil sahiplerine ikramiye de verilebilmektedir (Akgüç, 1998:648). Ancak her ne isim adı altında olursa olsun alıcılara sağlanacak menfaatler tahvilin itfa tablosunda belirtilen faiz ödeme tutarının içindedir. Türkiye'de tahvil sahiplerine nakdi ikramiyeli çekilişlerde dâhil her ne nam altında olursa olsun faiz dışında bir menfaat sağlanamaz (Coşkun, 2008:293).

1.2.4.2.4. Paraya evrilebilme Kolaylığı Olan Tahviller

Özel sektör tahvillerinin normal olarak belli bir vadesi vardır. 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 dâhilinde tahvil bedelleri geri ödenir. Bazı tahvillerde ise tahvilin ihracından itibaren belli bir süre geçtikten sonra istenildiği zaman işlemiş günlük faiziyle birlikte paraya çevrilme imkânı vardır. Bazı tahvillerde bu imkân her an kullanılabilir, bazılarında ise şirkete talepte bulunulması halinde bu tahviller itfaya dâhil edilerek faiz ödeme tarihinde kupon ödemesiyle birlikte itfaya tabi tutulur (Coşkun, 2008:293).

1.2.4.2.5. Garantili-Garantisiz Tahviller

Tahvili çıkaran şirket tahvil satışlarını artırmak için bir bankanın veya bir kurumun garantisi altında satışını gerçekleştirebilir. Bazı tahviller için teminatlar verilmiştir. Bu teminatlar ayni veya şahsi olabilir. Bu teminatlar tahvil bedelinin zamanında ödenmesini ve faizlerini karşılamak için verilmektedir. Anonim şirketler çıkarılmış oldukları tahviller için banka garantisi verebilirler. Çıkarılan tahvillerin satış

şansının artırmak için bir bankanın veya şirketin bağlı olduğu holdingin garantisi sağlanır. Banka veya holding garantisi, çıkarılan tahvillerin anapara ve faizlerinin vadelerinde geri ödenmesini kapsar (Civan, 2007:130).

1.2.4.2.6. Kara İştirakli Tahviller

Anonim şirketlerin karlarına ortak olacak şekilde çıkardıkları tahvillere kara iştirakli tahvil adı verilmektedir. Kara iştirakli tahviller vade sonu anapara ödemeli olarak çıkarılırlar. Anaparanın ödemesi yıllara dağıtılmaz (Civan, 2007:131).

1.2.4.2.7. Endeksli Tahviller

Endeksli tahviller, faiz ödemeleri bir fiyat endeksine bağlanmış olan tahvillerdir. Endeks olarak, enflasyon oranı, altın, döviz veya herhangi bir malın fiyatı esas alınabilir. Enflasyona karşı tahvil sahiplerini korumak için, tahvil tutarının ve faiz oranının seçilmiş bir değişkene göre, her yıl değerlendirmeye ve ayarlanmaya bağlı tutulması söz konusudur (Başoğlu ve diğ., 2009:277).

1.2.4.2.8. Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller (değiştirilebilir tahvil, HDT), tahvili ihraç eden şirket veya diğer bir şirketin belirli sayıdaki hisse senedi ile değiştirme hakkı veren sabit getirili menkul kıymetlerdir. HDT ihracı özellikle, hisse senedi piyasasının sunduğu yüksek getiri potansiyelinden yararlanmayı amaçlayan, bununla birlikte hisse senedi fiyatlarındaki değişkenliğin getirdiği riski üstlenmek istemeyen yatırımcılara hitap etmektedir. HDT' nin en temel özelliği tahvillerin içerdiği anapara güvencesi ile hisse senetlerinin sağladığı sermaye kazancını bir arada sunmasıdır. HDT ihracı gerçekleştiren şirketler, sabit getiri ile birlikte değiştirme hakkının da tasarruf sahiplerine tanınmasının etkisi ile fiyatlamada esneklik kazanmakta ve düşük maliyetle fon temin edebilmektedir (Özdemir, 1999:1).

1.2.4.3. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi

Finansman gereksinimini gidermek amacı ile hisse senedi ihracını düşünmeyen fakat para piyasasından da kredi bulmakta güçlük çeken şirketlerin ihtiyaçlarına cevap verebilen belgelerdir.

Kar ve zarar ortaklığı belgeleri, şirketin tüm faaliyetlerine ortaklık şeklinde veya şirketin bir veya birkaç faaliyeti ile sınırlı olarak da çıkartılabilirler. Belgenin vadesi, faaliyetin ekonomik ömrü ile sınırlı olmaktadır. Bu tip belgeleri ihraç eden kuruluşlar, faaliyetin sonucunda hesaplanan kar'dan verilen pay tutarını finansman gideri şeklinde düşerek kurumlar vergisi matrahından indirebilmektedirler.

1.2.4.4. Yatırım Fonları

Yatırım fonları, çok sayıda yatırımcı için yatırım ortamı oluşturur, yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkule ve diğer kıymetli madenlere yönlendirir.

Yatırım fonları daha çok küçük yatırımcılar için çekicidir. Çünkü yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir. Ayrıca, bireysel portföyler küçük portföyler olduklarından risklidir. Bu risk hem ana paranın korunması hem de portföy verimi açısından söz konusudur.

1.2.5. Sermaye Piyasası Kurumu Olarak Menkul Kıymetler Borsası

Sermaye piyasasının temel kurumu olan menkul kıymet borsası belirli kurallara göre kayıt ettirilmiş menkul kıymetlerin alım-satım işlemlerinin yapıldığı kapalı piyasa mekânlarıdır. Borsada alım ve satım işlemleri yasal kurallara bağlıdır. Menkul kıymet borsaları birincil piyasaya arz edilen menkul değerlerin arzını kolaylaştıran ikincil piyasalardır. Borsada alım satımlar doğrudan bu kıymetleri elinde bulunduranlar tarafından

yapılmaktadır. Bunlar acente, jobber, broker, dealer, specialist, banker, kulisiye vb. gibi adlarla değişik statüde aracı veya kendi adına iş yapan elemanlardır. Borsada işlemler, menkul kıymet almak veya satmak amacıyla aracıya verilen borsa emirlerinin uygulanmasıyla oluşur. Sermaye fazlası bulunan ekonomik birimlerle, kaynak ihtiyacı bulunan ekonomik birimlere yapılan nakit akımlarının, etkin piyasada gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu etkinliği sağlamak amacıyla kurulan ve sermaye girdilerinin alınıp satıldığı bu piyasanın organize bir şekilde çalışmasının temini ile alıcı ve satıcıların buluşturulmasının temel görevi olan borsalara menkul kıymetler borsası denilmektedir (Çapanoğlu, 1993:25).

Sermaye pazarlarının organize pazar kesiminin tek kuruluşu “Menkul Kıymetler Borsası”dır. Menkul kıymet borsaları, sermaye piyasalarının vazgeçilmez bir organıdır ve işlemler için etkin bir piyasa ortamı sağlamaları yanında menkul kıymetlerin gerçek değerlerini bulmasına yatırım sürecinin kolaylaşmasına yardımcı olurlar. Yatırımcılara da menkul kıymetlerini her an nakde dönüştürme olanağı bu borsalarla sağlanmış olur. Borsalarda ayrıca menkul kıymetlerle ilgili bilgiler daha kolay ve doğru bir şekilde elde edilebileceğinden, menkul kıymetlerle ilgili risk ve belirsizlikler azalacak ve yatırım kararı alınması süreci kısılacak ve kolaylaşacaktır (İnağ, 1994:339).

1.2.5.1. Menkul Kıymet Borsalarının Tarihçesi

Menkul kıymet ticaretinin geçmişinin M.Ö. 180 yılında Roma’ya kadar uzandığı söylenmektedir. Dünyada ilk borsa, 15. yüzyılda kurulmuştur. Ticaretin gelişmesi ve satışların vadeli yapılması, tüccarları, sattıkları mal karşılığında aldıkları poliçeleri nakde dönüştürmeye zorlamıştır. Poliçelerin iskonto ettirilmesi, menkul kıymetlerin el değiştirmesine neden olmuştur. İlk menkul kıymet borsası, 1460’da Antwert’de kurulmuştur. Bu borsa bugünkü anlamda sabit faizli menkul kıymetlerin ihraç ve

değişimine aracılık yapmıştır. Amsterdam Borsası, 16. yüzyılda Antwert'deki borsanın yerini almıştır. Aynı yüzyılın içinde ve daha sonraları Avrupa'nın çeşitli ülkelerinde borsalar kurulmuştur. İlk hisse senedi ihracı, Hollanda Doğu Hindistan şirketi tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu hisse senetleri Amsterdam Emtia Borsası'nın yan odalarında işlem görmüştür. Böylece, yatırımcılar faiz geliri yanında ilk defa kar payıyla tanışmışlardır. Sanayi devrimiyle birlikte hızla artan yatırımlar menkul kıymet borsalarının gelişimine ve yaygınlaşmasına katkıda bulunmuştur (Başoğlu ve diğ., 2009:54).

Menkul kıymet borsaları acenteler aracılığı ile menkul kıymetler üzerine işlemlerin yapıldığı yerlerdir ve 19. yüzyılda yatırım alanları arayan kapital sahipleri tarafından oluşturulmuştur. 19. yüzyıla kadar, ellerindeki menkul kıymetleri değiştirmek isteyen kişilerin belli buluşma yerleri yoktur. İşlemler genellikle sokaklarda yapıyordu. Sonraları, değişim işlemleri çoğalınca, kahveler, lokantalar, menkul kıymet değişimi amacıyla kullanılmaya başlanmıştır. İşlemlerin artması resmi nitelik kazanması ve işlerin yönetiminin belli kurallara bağlanması sonucunu doğurmuştur. Günümüzde, birçok ülkede, çalışmalarını sürdüren menkul kıymet borsaları bulunmaktadır. Söz konusu borsaların, bazıları yerel, bazıları ulusal, birkaçı ise uluslar arası alanda çalışmalarını sürdürmektedir. Uluslar arası çalışan borsaların en önemlileri, New York, Londra, Tokyo, Toronto, Paris ve Frankfurt menkul kıymetler borsalarıdır (Başoğlu ve diğ., 2009:55).

Borsaların beklenen işlevleri yerine getirebilmesi için hem borsa düzeyinde, hem de genel ekonomi düzeyinde bazı koşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Borsa düzeyinde yerine getirilmesi gerekli koşullar ana hatlarıyla şunlardır:

- Kurumsal yatırımcıların borsadaki payının yüksek olması, yani hisse senetlerinin uzun vadeli bir tasarruf aracı olarak değerlendirilmesi imkânının olması.

- Şirketlerin halka açıklık derecelerinin şirket kontrolünü ele geçirmeye yetecek oranda olması.
- Borsa derinliğinin yeterli düzeyde olması, yani borsada günlük alış ve satışların hisse senetleri değerinde sadece marjinal düzeyde etkili olması.
- Borsa işlemlerinde şeffaflığın sağlanması yanında “insider trading”e izin vermeyecek caydırıcı düzenlemelerin ve denetimlerin yapılmış olması (Türkkan, 2008:2).

1.2.5.2. Borsaların Gelişme Evreleri

Borsalar faaliyete geçer geçmez sağlıklı bir işleyiş ve etkin bir çalışma sergileyemezler. Esas olarak borsaların çeşitli evrelerden geçmeksizin işlemeye başlaması eğer ortada belirli bir piyasa oluşmamışsa, uygun değildir. Borsaların gelişme aşamaları beş ayrı evrede ele almak mümkündür (Başoğlu ve diğ., 2009:55).

1.2.5.2.1. Uyuklama Evresi

Uyuklama evresinde, sermaye piyasası ve menkul kıymetler hakkında geniş bir kitle bilgi sahibi değildir. İşlem hacmi çok düşüktür ve menkul kıymet fiyatları genel ortalamaya yakın seyreder. Süreç içerisinde, hisse senedi sahiplerinin şirketin net karından sermayeleri ile orantılı pay aldıkları görülür. Ayrıca hisse senetlerinin diğer alternatif yatırımlara oranla daha karlı olduğunu gören kişi ve kurumlar, önceleri çok dikkatli daha sonraları ise daha aktif bir biçimde hisse senedi satın almaya başlar.

1.2.5.2.2. Manipülasyon Evresi

Hisse senedi talebinde yaşanan bir artışın, arz-talep yasası uyarınca fiyatları artırdığını gören yatırımcıların, bu durumu fark etmeleriyle, manipülasyon evresi başlar. Fiyat yükselişleri diğer yatırımcıların taleplerini uyarırsa ve talep daha da artar. Bu artışla birlikte manipülatörler daha fazla kar eder. Manipülatörlerin kar elde etmesinde bir diğer etken, devletin menkul kıymet yatırımlarını özendirici düzenlemelerdir. Bu tür

yatırımlardan kar elde edildiği düşüncesi arttıkça bireyler ve kurumlar daha fazla menkul kıymet talep ederler ve bu talep hızlanarak süreklilik kazanır.

1.2.5.2.3. Spekülasyon Evresi

Sermaye piyasasında psikolojik bulaşıcılık etkisi, önemli bir etmendir. Piyasada kısa sürede yüksek kazanç elde etme fırsatını gören tasarruf sahipleri, ellerine geçen düşük miktarda birikimlerini hisse senedine talep olarak yönlendirirler ve spekülasyon evresini başlatırlar.

Spekülasyon evresinin başlamasıyla, fiyatlar, gerçek değerinin üzerine çıkar ve işlem hacmi yükselir. İşlem hacmindeki artış ve menkul kıymetlere olan talep, diğer şirketlerin de halka açılmasını uyarır. Piyasada işlem gören menkul kıymet sayısı artar ve piyasa derinlik kazanır.

1.2.5.2.4. Konsolidasyon Evresi

Spekülasyon evresinin herhangi bir aşamasında yatırım için kullanılacak fonlar tükenebilir ve yeni arz edilen hisse senetlerinin yatırımcılar tarafından satın alınma olanağı kısıtlanarak, işlem miktarı ve hacmi düşer. Yatırımcılar, daha düşük fiyattan işlem yapmazlar ve aniden hisse senedi fiyatları ve endeks dalgalanmaya ve fiyatlar düşmeye başlar. Spekülasyon evresindeki “patlama” noktasına bağlı olarak, fiyat düşüşleri hızlanır ve çöküş başlar.

1.2.5.2.5. Olgunluk Evresi

Çöküşün ardından, yatırımcıların yeniden piyasada işlem yapmaları için piyasaya güvenin oluşması ve belirli bir sürenin geçmesi beklenir. Söz konusu sürenin uzunluğu, diğer alternatif yatırım araçlarının gelirlerine, faiz oranlarına ve döviz kurlarına bağlıdır. Konsolisasyon evresi, spekülatoörlerin de zorunlu olarak ellerindeki menkul kıymetleri düşük fiyattan satamamalarına yol açar. Çöküşten zarar görmeyen dikkatli ve

tedbirli yatırımcılar ise yeni bir olgunluk evresi başlatırlar. Bu evrede yatırımcılar daha tecrübeli, alışveriş hacmi istikrarlıdır. Ülke ekonomisine ve borsaya katkıda bulunur ve şirket karları istikrarlı büyür. Piyasada ve endekste dalgalanma görülmesine rağmen, fiyat değişkenlikleri ve dalgalanma düzeyleri daha düşüktür.

Bu evreleri geçiren bir borsa, gerek yatırımcılarının deneyimli ve piyasa kültürünü kavramış olmaları, gerekse, geniş işlem hacimli bir piyasa olarak ülke ekonomisine katkıda bulunacaklardır (Başoğlu ve diğ., 2009:57).

1.2.5.3. M.K. Borsasının Gelişmişlik Düzeyini Gösteren Kriterler

Genellikle piyasaların gelişmişlik düzeyinin belirlenmesinde çeşitli uluslar arası finansman kuruluşları ve finans uzmanları tarafından dünyadaki hisse senedi piyasaları ile ilgili olarak hazırlanan araştırma raporlarında sırasıyla piyasa kapitalizasyonu (market capitalization), işlem hacmi (trading volume) sermaye piyasasına gelen yurtiçi tasarrufların gayrisafi milli hasılaya oranı, yerel yatırımcı ve kurumsal yatırımcı tabanı, türev piyasaların varlığı, borsada işlem gören menkul kıymet çeşitliliği, akışkanlık (turnover ratio), yoğunlaşmalar (market concentration), dışa açıklık derecesi, yeni ihraç miktarları (new issues), borsaya kote şirket sayısı, ortalama şirket büyüklükleri, teknolojik altyapı ve borsanın kuruluş tarihi gibi kriterler kullanılmaktadır (Doğu: 1996:3).

1.2.5.3.1. Borsaya Kote Şirket Sayısı

Piyasada işlem görmesi için gerekli şartları yerine getirmiş ve yetkili kurumlarca işlem görmesi onaylanmış olan şirketler “kote edilmiş” olarak tanımlanmaktadır. İMKB’de günümüzde 400’e yakın işlem gören kote şirket mevcuttur.

1.2.5.3.2. Piyasa Kapitalizasyonu

Bir şirketin piyasa kapitalizasyonu (market capitalization), o şirketin hisse senetlerinin borsada oluşan piyasa fiyatının dolaşımdaki hisse senedi sayısı ile

çarpılmasıyla bulunan miktardır. Piyasa kapitalizasyonu kavramı ile piyasa değeri (market value) kavramı çoğunlukla eş olarak kullanılmaktadır. Piyasanın toplam değeri ise borsaya kote şirketlerin piyasa değerlerinin toplamından oluşmaktadır. Piyasa kapitalizasyonu kavramı piyasaların büyüklüğünü ölçmek için kullanılır (Doğu, 1996:3).

Bu değer genellikle ülkemizde dolar bazında hesaplanmaktadır. Söz konusu değeri etkileyen en önemli iki faktör halka açık şirket sayısı ve şirketlerin piyasa değeridir. Buna göre piyasaya yeni şirketlerin açılması ya da piyasadaki toplu bir fiyat artışı kapitalizasyonu artıracak, bazı firmaların kottan çıkması ya da piyasanın genel düşüşü bu değeri azaltacaktır.

1.2.5.3.3. İşlem Hacmi

İşlem hacmi (value/volume of shares traded), borsada belli bir süre boyunca el değiştiren hisse senetlerinin toplam değerinin ABD Doları veya yerel para birimi cinsinden veya adet olarak ifade edilmesidir (Doğu, 1996:6)

Günümüzde özellikle modern devlet anlayışı içinde ihtiyaçlar her geçen gün artmaktadır. Devletin bu ihtiyaçları karşılayabilmesi için daha fazla harcama yapması gerekmektedir. Devlet artan harcamalarını esas olarak vergi ve benzeri gelirler ile karşılamaya çalışır. Ancak harcamaların gelirleri aştığı dönemlerde kamu kesimi açığı ile karşı karşıya kalmaktadır. Oluşan bu açık menkul kıymetler borsasının işlem hacminin daralmasına yol açmaktadır (Ulusoy, 2001:13).

1.2.5.3.4. Piyasa Likiditesi

Menkul kıymetlerin kolayca alıp satabilme yeteneği olarak tanımlanan likiditeyi değerlendirmek için işlem hacmi ve piyasa dönüş oranı ölçütleri kullanılmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2007:252).

1.2.5.4. M.K.B.'nin Ekonomiye ve Finansal Sisteme Sağladığı Faydalar

1.2.5.4.1. Likidite Sağlama

Daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetler için sürekli bir piyasa oluşmasını sağlar. Her menkul kıymeti her an almak veya satmak mümkün olacağından menkul kıymetin pazarlanabilirliği yani likiditesi sağlanmış olur. Bu ortamda finansal varlıklar yatırımcılar arasında kolaylıkla ve en az maliyetle el değiştirir. Borsalar halkın elindeki menkul kıymetlerin en kolay paraya çevrildiği yerlerdir. Borsalar ikincil piyasada menkul kıymetlerini elinden çıkaran kimselere birincil piyasadan yeniden menkul kıymet alma imkânını sağlar. Böylece birincil piyasadaki menkul kıymet ihraçlarına talep artar. Diğer yandan, ihraçtan veya ikincil piyasadan menkul kıymet satın alan bir kimse bunları elinden çıkarmak istediği veya zorunlu kaldığı zaman bunda güçlük çekerse bir daha menkul kıymet satın almak istemeyecektir. Daha önemlisi kısa veya uzun bir süre sonra başka bir işte lazım olacak parayı menkul kıymetlere yatırmayacaktır (İMKB, 2008:10).

1.2.5.4.2. Sermayeyi Tabana Yayma İşlevi

Borsalar sermayenin tabana yayılma aracıdır. Borsalar milyonlarca kişinin istediği şirketlere ortak olmasını ve onların sağladığı gelirlerden faydalanmasını sağlar. Bu bağlamda borsalar piyasa mekanizmasının sosyal açıdan kabul edilebilirliğini arttıran kurumlardır. Aynı zamanda ekonomide şeffaflaşmanın ve demokratikleşmenin de bir aracıdır. Çünkü halka açık şirketlerin tüm işlemlerinde halkın doğru olarak bilgilendirilmesi ve bu çerçevede yapılan girişimlerle ilgili olarak hisse sahiplerinin onayının alınması zorunluluğu vardır. Bu durum bir anlamda üretim ilişkilerinin sosyalleşmesi anlamına gelmektedir (Türkkan, 2008:1).

Borsalar halka açılmayı ve bu yolla sermayenin tabana yayılmasını teşvik eder. Piyasada etkinlik yoksa ancak blok halinde hisse senedi satışları yapılabilir. Etkin ikinci el piyasalarda çok kişiye küçük miktarlarda satış yapılarak sermayenin tabana yayılması mümkündür. Şirketteki kontrolünü başka büyük bir ortağa devretmek istemeyen ortak açısından bu nokta çok önemlidir.

Ayrıca menkul kıymetlerini borsaya kote ettirebilen ortaklıklar çeşitli avantajlar elde eder. Kotasyon şirkete tanınma olanağı sağlar. Ortaklıklar borsanın yaratmış olduğu teşvik ortamından yararlanarak menkul kıymetlerini halka kolaylıkla satabilir. Diğer bir deyimle borsalar halka açılmayı ve pazarlamayı kolaylaştıran aracı kuruluşlar olmaktadır. Bu durumda sermayenin mülkiyeti topluma yayılmakta ve küçük tasarruflar büyük teşebbüslere ortak olmaktadır. Küçük tasarruf sahiplerinin de menkul kıymet alımlarını özendirerek, büyük sınaî kuruluşların mülkiyetinin daha geniş halk kitlelerine yayılmasını sağlar (İMKB, 2008:10) .

1.2.5.4.3. Güvence İşlevi

Menkul kıymet alım-satımlarında bir takım kurallar uygulanmakta menkul kıymetleri çıkaran kuruluşlar kotasyon sırasında incelenip devamlı denetimleri söz konusu olmakta, bu nedenle de yatırımcı için güvenli bir ortam sağlanmaktadır. Borsalar yatırımcının korunmasını sağlar. Menkul kıymetlerin borsa kotuna alınması ve borsada işlem görebilmesi için şirketler belirli koşulları sağlamak zorundadır. Bir anlamda bu şirketler sürekli olarak denetim ve gözetim altındadır ve bu şirketlerle ilgili bilgiler yatırımcıların korunması amacıyla en kısa sürede kamuya açıklanır (İMKB, 2008:10).

1.2.5.4.4. Ekonomiye Gösterge İşlevi

Borsalar, günlük olaylara ve gelecekteki olaylara hızlı tepkiler vererek ekonomide bir çeşit beklenti barometresi rolü oynamaktadır. Bu barometre karar alıcılar

için yanırlardan hızla dönme veya doğru istikamette devam sinyali verme işlevini de görebilmektedir (Türkkan, 2008:2).

Enflasyonun, para arzındaki değişmelerin, GSMH'daki ve döviz fiyatlarındaki değişmelerle siyasi istikrarsızlığın ilk etkilediği yerlerden birisi borsalardır. Bu nedenle borsa indeksi birçok makro ekonomik analizlerde bir gösterge olmak işlevini yerine getirmektedir (İnağ, 1994:342).

Menkul değerlere olan talebin şiddetine ve sunulan menkul değerlerin hacmine göre fiyatlar sürekli değişir. Fakat borsada menkul değerlerin fiyatını etkileyen asıl faktörler bunları ihraç eden şirketlerin mali bünyeleri, başarı dereceleri ve karlılık durumlarıdır. Eğer şirket başarılı ise hisse senetleri için talep arttığı gibi fiyatlarda yükselir. Böylece borsada oluşan fiyatlar tasarruf sahipleri, yatırımcılar, teşebbüs yöneticileri ve iktisatçılar için çok faydalı bir gösterge olmaktadır. Borsada kote edilen hisse senetlerine göre düzenlenen menkul kıymet fiyat endeksleri, ülkenin genel ekonomik gidişi hakkında toplu fikir veren ve gelecek hakkında önceden tahminler yapmaya yarayan veri niteliğindedir. Enflasyonun yatırımların gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin, örneğın savaş tehlikesi, politik istikrarsızlık gibi durumların ekonomideki etkilerinin en iyi izlenebildiği yerlerden biri borsalardır (İMKB, 2008:11).

1.2.5.4.5. Sermayeye Hareketlilik Kazandırma ve Sanayide Yapısal Değişikliği Kolaylaştırma İşlevi

Ekonomide bir sektör veya bir sektördeki bazı firmalar hızlı gelişim gösterirse, sermaye o sektör veya firmaya doğru yönelecektir. Bu da borsa ortamında kolaylıkla gerçekleşir. Böylece kaynaklar verimli alanlara kaymış olur. Öte yandan güçlü şirketlerin zayıfların hisselerini borsada düşük fiyatla toplayarak onları ele geçirmeleri de

mümkündür. Böylece sanayide yapısal değişiklik gerçekleşmiş, kötü yönetilen işletmeler borsa kanalıyla el değiştirmiş olacaktır (İnağ, 1994:343).

Şirketlerin gelişme trendleri Borsa'daki hisse senedi fiyatlarına yansır. Özellikle bir şirketin finansal yönden zayıf olması halinde aynı alanda çalışan diğer sermaye grupları bu şirketin hisselerini toplayarak zayıflayan şirkete taze kan aşarlar. Birleşme, füzyon ve ele geçirme şeklinde isimlendirilen işlemlerde borsaların sağladıkları kolaylık büyüktür. Böylece “takeover bid” şeklinde isimlendirilen işlemler sonucu, durumu zayıflayan şirketlerin hisse senetlerinin kamuya çağrıda bulunarak toplanmasıyla mali çöküntü önlenmekte ve tasarruf sahiplerinin zararları azaltılmaktadır. Açık alım teklifleri zayıf düşmüş şirketlerin durumlarını düzeltmek için yararlı bir operasyon olmakta ve çoğu kez bu tür şirketlerin hisse senetlerinin değer kaybını önlemektedir. Bu tür operasyonlar borsanın düzenleme ve gözetimi olmadan gerçekleşemez.

1.2.5.5. Menkul Kıymet İşlem Vergileri ve Ekonomik Etkileri

1980 sonrası pek çok gelişmekte olan ülkenin finansal piyasalarını serbestleştirilmesiyle özel sektör fon akımlarının önemli ölçüde artması sonucu bir yandan küresel, diğer yandan yerel faktörlerin etkisiyle finansal piyasalarda oynaklık artmış ve bu piyasaları düzenleme ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu amaçla menkul kıymet işlem vergileri (MİV) düzenleyici bir araç olarak öne çıkmakta ve halen pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede araç olarak öne çıkmakta ve halen pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede uygulanmaktadır. MİV taraftarları, verginin kısa vadeli spekülasyon işlemlerinin maliyetini artırdığını, oynaklığı düşürdüğünü, finansal piyasalarda etkinliği iyileştirdiğini, devlete önemli oranda gelir sağladığını savunurken, karşı görüşte olanlar, verginin sermaye maliyetini yükselttiğini, oynaklığı azaltmak yerine artırdığını, yatırımcıların portföy

dağılımını bozduğunu ileri sürerek vergiye karşı çıkmaktadır (Balseven ve Göker, 2008:41).

Menkul Kıymet İşlem Vergilerinin (MİV) temel amacı sosyal olarak üretken olmayan aşırı spekülâtif işlemlerin engelleyerek rant kollayıcı aşırı harcamaları, dolayısıyla piyasa oynaklığını azaltmaktır. Bu yolla piyasaların etkin işlemesi sağlanırken aynı zamanda vergi gelirleri de artmaktadır.

2. BÖLÜM

FİNANSAL KRİZLER

2.1. Kavramsal Olarak Kriz

Kökeni yunanca “krisis” kelimesine dayalı olan kriz kelimesi genel olarak ‘aniden ortaya çıkan bir hastalık belirtisi” ya da “bir hastalığın çok ileri safhaya ulaşması” anlamına gelmektedir. Kriz sosyal bilimler alanında çoğu kez “birden bire meydana gelen kötüye gidiş yönündeki gelişme” “büyük sıkıntı” “buhran” “bunalım” gibi kelimelerle eş anlamlı olarak kullanılmaktadır (Aktan ve Şen, 2002:1).

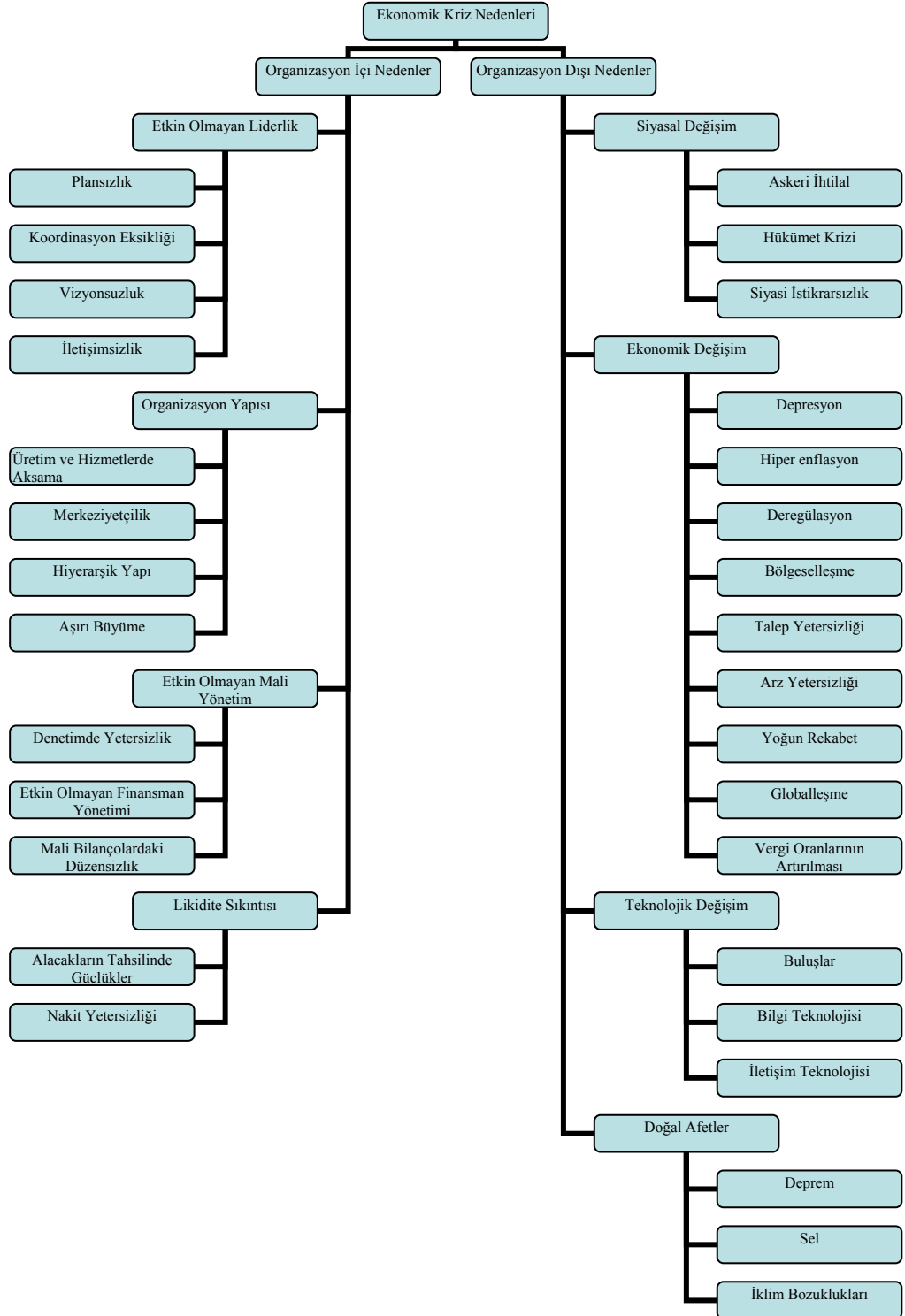
Kriz; herhangi bir mal, hizmet, faktör veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının dışında gerçekleşen dalgalanmalardır (Kibritçioğlu, 2000:5). Krizler, finansal yatırımcıların ülke koşullarının riskli hale geldiği konusundaki beklentilerine bağlı olarak giriştikleri spekülasyon atakları sonucu başlar ve bu atakların yoğunluğu ölçüsünde şiddet kazanır (Aslan ve Süslü, 2001:662).

Ekonomik kriz, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarmasıdır (Aktan ve Şen, 2002:3). Başka bir deyişle: ekonomik krizler: herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak tanımlanabilir (Kibritçioğlu, 2001:174).

Krizler birçok faktöre bağlı olarak ortaya çıkabilir. Bazı çalışmalarda sadece bir faktör ön plana çıkarılıp, diğer faktörler ikinci planda ele alınırken, bazılarında ise kriz kavramının karmaşıklığı göz önüne alınarak birçok faktöre dikkat çekilmiş ve her birinde farklı faktöre vurgu yapılmıştır. Ancak genelde krizler büyük ölçüde borçluların borçlarını

ödeyemedikleri duruma, mal talebindeki düşüşün eşlik etmesiyle ortaya çıkmaktadır (Ertekin ve Baştürk, 2005:2).

Şekil-2.1 Ekonomik Krizlerin Nedenleri



Kaynak: Aktan ve Şen, 2002:1

2.2. Kriz Türleri

Belli başlı makro ekonomik kriz türlerini, reel sektör krizleri ve finansal krizler olmak üzere iki ana başlık altında toplayabiliriz.

2.2.1. Reel Sektör Krizleri

Reel krizler, mal-hizmet ve işgücü piyasalarındaki “miktar”larda yani üretimde ve/veya istihdamda ciddi daralmalar (durgunluk ve/veya işsizlik krizi) biçiminde ortaya çıkar (Kibritçioğlu, 2001:174).

Reel krizler, kendi içinde genel olarak iki grupta toplanır. Bunlardan birincisi mal ve hizmet piyasalarında görülen krizler (enflasyon ve durgunluk), ikincisi işgücü piyasalarında görülen krizler (işsizlik) (Erdem, 2008:113).

Finansal piyasalarda yaşanan daralma belli bir gecikmeyle reel kesime de yansımaktadır. Finansal sistemin birçok yönden daralması ile birlikte başlayan finansman sınırlamaları ve yükselen faizler, finansal maliyetlerin yükselmesine neden olmakta ve bu da bir taraftan yatırımı düşürürken diğer taraftan tüketim talebini sınırlamaktadır. İç talep borçlanmanın zorlukları ve borçlanmanın maliyetindeki artışların yanı sıra risklerin ve geleceğe ilişkin belirsizliklerin artması sonucunda ortaya çıkan nakit tutmanın tercih edilmesi nedeniyle de sınırlanmaktadır. İç talepteki bu daralma reel ekonomide daralma sonucunu meydana getirmektedir. İç talepte yaşanan daralmaya ek olarak, özellikle krizin kendilerine de bulaşabileceği (contagion effect) korkusu ile diğer ülkelerin özellikle de komşu ülkelerin aldığı bazı tedbirler sonucunda ithal talepleri olumsuz etkilenecek dış taleplerde de bir daralma gözlenmektedir.

2.2.2. Finansal Krizler

Finansal kriz: finansal piyasalardaki enformasyon problemlerinin artmasına bağlı olarak finansal sistemin işleyişinin bozulması ve bu piyasaların fonları verimli

yatırım projelerine sahip olan kimselere aktarma işlevlerini kaybetmeleri şeklinde tanımlanmaktadır (Mishkin, 1996:2). Bir başka deyişle: finansal kriz, bir ülkede finansal piyasaların, kaynakların üretken yatırım alanlarına yönlendirilmesi işlevini etkin bir şekilde yerine getirmesini önleyecek ölçüde, finansal sistemin bozulması sürecini ifade eder (Uyar, 2003:11). Ayrıca bu süreçte; finansal piyasaların eksik bilgi ve rekabet koşullarında çalışması (imperfect information and incomplete markets), hatalı seçim (adverse selection) ve ahlaki risk (moral hazard) gibi başlıca unsurların varlığı rol oynamaktadır. Faiz oranlarının aşırı yükselmesi, hisse senedi fiyatlarının hızla gerilemesi, finansal piyasalarda belirsizliğin artması, bankalarda yaşanan panik ortamının yayılması ve dışarıya sermaye kaçışının hızlanması finansal krizlerin en önemli göstergeleridir (Eser, 1995:49). Daha dar anlamıyla finansal krizler; döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen (batık) kredilerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlardır (Kibritçioğlu, 2001:1).

Gelişmekte olan ülkelerde son dönemdeki finansal krizler öncesinde göze çarpan önemli bir gelişme, özel yabancı fon girişindeki hızlı artıştır ve bunun çoğunluğu borçlanma şeklinde olmaktadır. Bu ülkelerin hızla borçlanması genellikle finansal serbestleşme programı sonrasında veya nominal döviz kurunun belli bir kurala, bir çizelgeye göre belirlenmesi sonrasında olmaktadır. Yabancı para girişi, Türkiye’de olduğu gibi sterilize edilmemişse, parasal genişlemeye, talep artışına, enflasyonun inmemesine, yerli paranın reel değer kazanmasına ve ithalat talebinde tırmanışa neden olmaktadır. Yabancı kaynak girişinin-dış borçlanmanın sürdürülmesi, uygulanan kur veya serbestleşme programının sürdürülebilirliğine bağlıdır. Bu konuda şüpheler başladığında artık krize girilmiş demektir. Bu ortamda herhangi bir kıvılcım, krizi başlatabilir (Uygur, 2001:17).

Kriz, özellikle uluslar arası sermayenin tercih ettiği gelişmekte olan ülkelerde olağan bir olgu olarak görülmektedir. Finansal krizlerin bu ülkelerde yaşanma sıklığı ve ekonomiye getirdiği yük, gelişmiş ülkelerde yaşananlara oranla çok daha derin olmaktadır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin, makro ölçekte ekonomilerin genel yapısından mikro ölçekte ise finansal kuruluşlarının ve finansal kesim dışındaki firmaların özelliklerinden kaynaklanmaktadır (Çonkar ve Ata, 2003:3).

Finansal krizlerin farklı coğrafyalarda ve farklı makroekonomik şartlarda ortaya çıkıyor olması ve dolayısıyla her bir krizin kendine özgü unsurlara sahip olması krizlerin öngörülememesine neden olmakta, ancak krizlerin nedenleri ne olursa olsun şaşırtıcı biçimde sonuçları aynı olmaktadır. Zira milli gelirin düşmesi sonucu ülke ekonomisi fakirleşmekte, mali piyasalardaki dalgalanmaların artması sonucu da yatırımcılar zarar etmekte ve dolayısıyla işsizlik artmaktadır (Erdönmez ve Tülay, 1999:1).

Kindleberger (2008), finansal krizlerin tarihini incelediği eserinde insanoğlundaki hazıra konma ve kolay yoldan zengin olma dürtüsünün üç aşamalı bir süreç izlediğini; ilk aşamada, sürü psikolojisi ile, irrasyonel biçimde insanların alım yaptığını (Cinnet), fiyatlar tavan yapınca fırsattan yararlanmak isteyen kişilerin satışa geçip piyasadan çıktıklarını, geriden gelen ve yüksek fiyatlardan alım yapan kişilerin ellerindeki spekülasyon malzemesinden kar edemeyeceklerini anlamalarıyla başlayan şaşkınlık ve telaş (Panik) ve nihayet, hiç değilse zararı azaltırım düşüncesiyle insanların satışa geçmesinin kaçınılmaz “Çöküş”ü getirdiğini belirtmektedir (Acar, 2009:120).

Finansal krizlerde, önceden anlaşılması ve öncü göstergelerin iyi değerlendirilmesi önemlidir. Birincisi kronik ve büyüme eğiliminde seyreden cari işlemler açığı, ikincisi rezervlerde erime eğilimi, üçüncüsü ise borsada gerileme faiz hadlerinde yükselme olmak üzere finansal kriz sürecinin başladığının üç tane göstergesi vardır. Bu

göstergeleri gerçek anlamda krize dönüştüren iki belirtiden ilki ise dövize yapılan hücum ile döviz kurunun kontrol edilemeyen artışı ile yaşanan fiili devalüasyondur (Boratav, 2001:50).

2.2.2.1. Borç Krizleri

Borç krizi, bir ülkenin kamu ve özel kesime ait dış borçlarıyla kamunun iç borçlarını ödeyememe durumudur. Esasında borçların zamanında tam olarak geri ödenememesi ya da temerrüt riski (default risk) olarak bilinen durum, daha ziyade özel şirketlerin borç senetleri için söz konusu olsa da bazen makro ekonomik istikrarsızlıkların ileri boyutlara ulaştığı ülkelerde hükümetler de iç borç ve dış borç servislerini yerine getirme konusunda bir krizle yüz yüze gelebilirler. Kriz, hükümetin iç ve dış borçların çevrilmesi ve yeni borç bulma konusunda sıkıntı yaşaması nedeniyle borçların yeni ödeme planlarına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkar. Özellikle zayıf hükümetlerin yeniden seçilebilmek için bütçe açıklarına dayalı mali politikalarının sonucunda, kamunun borçlanma gereği artmakta ve reel faizler yükselmektedir. Hazinesinin borçlanma maliyetinin bu şekilde yükselmesi, borçlanma politikasının sürdürülebilirliğini zora soktuğu için, borçların yeniden yapılandırılması; borçların vade yapısının ve faiz oranlarının yeniden düzenlenmesi gündeme gelmektedir. Bu borç yeniden yapılandırması politikası sonucunda, aslında bir anlamda borçların ertelenmesi (konsolidasyonu) gerçekleşmekte, hatta bazen kısa vadeli borç senetleriyle uzun vadeli borçların değiştirilmesi şeklinde uygulanan borç takası bile yapılabilmektedir.

Ülke içindeki makro ekonomik dengesizlikler nedeniyle ülke riski artacağına, o ülkenin uluslar arası piyasalardan yapacağı borçların maliyeti yükselecek, alınan borçların servisine yönelik içeride yeni kaynaklar oluşturulamadığı müddetçe, borç servisi yeni ve daha yüksek maliyetli borçlarla yapılabilecektir. Bu durumun uzun dönemde

sürdürülebilmesi son derece zor olacağından, ülkenin bir süre sonra uluslar arası camiada borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmesi (moratoryum) kaçınılmaz hale gelecektir (Erdem, 2008:121).

2.2.2.2. Bankacılık Krizleri

Teorik olarak bankacılık krizi; bir ya da daha fazla bankaya güvenin sarsılması, bankaların birdenbire mevduatlarını geri çekmek için hücum etmesi durumu olarak tanımlanabilir. Genellikle bankacılık krizlerinin piyasa, likidite, kredi riskleri ve bulaşma (contagion) etkisiyle ortaya çıktığı görülmektedir (Şimşek, 2007:56).

Piyasa riski, bankaların elinde olmayan ve piyasa koşullarındaki değişikliklerin neden olduğu riskleri içerir. Bu risk genellikle faiz oranlarındaki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Kredi riski, borçluların borçlarını ödeyememeleri ya da ödemek istememeleri halinde ortaya çıkar. Likidite riski ise mevduat sahiplerinin yüksek miktardaki mevduatlarını çekmeleri ya da bankanın bu çekilişleri karşılayacak ölçüde likiditeye sahip olmaması halinde ortaya çıkar. Bir bankada likidite riskinin yaşanması halinde krizin diğer bankalara da bulaşması söz konusu olabilir. Çünkü bankacılık sektörü ekonomik canlanmayı sağlayan kilit sektörlerdendir. Dolayısıyla bankalardan para çekişlerinin artması, bankacılık sistemini olumsuz etkileyecek ve sistemin işleyişine duyulan güveni azaltacaktır. Böyle bir durumda bankacılık sektöründe yaşanan panik; finansal aracılığın maliyetini arttırır ve kredi elde edilmesinin pahalılaşmasına yol açar. Maliyetin yükselmesi kredi talebini azaltır ve ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına neden olur. Dolayısıyla şiddetli bir bankacılık krizi, bir ekonomide ciddi bir durgunluk dönemine girilmesine yol açar (Başoğlu, 2001:2-3).

Son yıllarda gerek ülkemizde gerekse de dünyanın çeşitli ülkelerinde bankacılık sektörü krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Krizlerin bir kısmı ekonomide meydana gelen bir

takım olumsuzluklardan dolayı bankacılık kesimini krize sokarken, bir kısmı ise, bankacılık kesiminde yaşanan krizlerden dolayı ekonomik krizler yaşanması sonucunu beraberinde getirmiştir. Bankacılık sektöründe yaşanan krizler, diğer sektörlerde yaşanan krizlere göre ekonomi üzerinde daha fazla etki yapar. Bunun bazı sebepleri vardır. Bankacılık krizinin daha hızlı yayılması, çok sayıda iflas ile sonuçlanması, iflas etmiş bankalardan alacaklı olanların daha büyük zararlarla karşılaşması, krizin sektörü dışına da yayılması ve bir bütün olarak finansal sistem ile makro ekonomide önemli tahribatlara neden olması bankacılık krizlerinin önemini artırmaktadır.

Bankacılık sektöründe yaşanan krizlere genellikle tek bir nedenle açıklama getirilememekte ve krizlerin nedenleri ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Ayrıca sadece krizin oluşmasında rol oynayan nedenler değil, alınan önlemler, ekonomik yapının alınan önlemlere uyum sağlama sürecinin uzunluğu, uygulamaların etkinliği de ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Bankacılık krizi yaşayan ülkelerin ortak özelliği ise kriz öncesi dönemde artan dış borçlarıdır. Bankacılık sisteminin çökmesini hızlandıran nedenler olarak, yeni borç alamama ve geri ödemelerde yaşanan sorunlar, yabancı sermayenin artan belirsizlik karşısında ülkeyi terk etmesi gösterilebilmektedir.

Bankacılık krizleri konusunda ifade edilen görüşler iki grupta sınıflandırılabilir: Birincisi; bankacılık krizlerinin rassal bir olay olduğu ve reel ekonomide değişmelerle herhangi bir bağlantısının olmadığıdır. Bankacılık krizleri kendini besleyen beklentilerden doğmaktadır. Modelde iki olası denge söz konusu olmaktadır. İlk dengede, bir mevduat sahibinin bankacılık krizlerinin olabileceğini diğer mevduat sahiplerinin ise likit fonları elde etme çabası içinde olacaklarını düşünebilecekleri ifade edilmektedir. Burada optimal strateji, mevduat sahiplerinin sahip oldukları likit varlıkları ani bir şekilde çekmek istemeleri şeklinde sonuçlanmaktadır. Diğer alternatif denge ise, bankalara yönelik ani

mevduat çekilişinin ortaya çıkmayacağına ve likidite taleplerinin karşılanmasında yeterli fonların bulunabileceği düşüncesinden dolayı herhangi bir krizin olası olmayacağına yöneliktir.

İkinci görüş, bankacılık krizlerinin reel konjonktür hareketleriyle ilgili olduğu ve toplam risk üzerindeki ani değişimler tarafından başlatılabileceği konusundadır. Ekonomik faaliyetlerdeki bir daralma, bankaların varlıklarının değerini azaltacak, bu da mevduat sahiplerinin fonlarını çekmede uyarıcı bir sinyal fonksiyonu olacaktır.

Bankacılık krizlerinin ya da finansal krizlerin ortaya çıkmasında, makroekonomik denge bozukluklarının yanı sıra, finansal piyasalarda görülen ahlaki zafiyet davranış kalıbı, bankacılık sisteminin zayıf yapısı ve regülasyon kurumlarının yetersizliği önemli rol oynamaktadır (Yay, Gürkan ve Yılmaz, 2004:20). Diğer bir deyişle, bankacılık krizlerinin nedenleri olarak yukarıdaki faktörleri kapsayan genel bir sınıflandırma yapılırsa; makroekonomik istikrarsızlık ve bankacılık sektöründeki kurumsal kalitenin, dışsal faktörler ve döviz kuru rejimlerinin, finansal liberalizasyon ve mevduat sigortası uygulamaları en önemli unsurlardır (Altıntaş, 2004:44).

Bankacılık sisteminin liberalize edildiği ancak bankacılık denetlemelerinin zayıf ve kanuni yaptırımlarının olmadığı veya kanun boşluklarının olduğu ülkelerde banka krizleri “hortumlama”(looting) nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Banka yöneticileri sadece yüksek riskli projelere yatırım yapmakla kalmamakta ayrıca batacağı kesin olan projelere de yatırım yaparak bu projelerden kişisel çıkar sağlamaktadır (Yılmaz, 2001:60).

2.2.2.3. Para Krizleri

Para krizleri (currency crises), bir ülkenin ulusal para biriminin aşırı değerli hale gelmesiyle başlar. Zira böyle durumlarda, ulusal ve uluslar arası piyasalarda güven sorununun ön plana çıkması ile birlikte, özellikle döviz ve faiz oranlarındaki hareketlilikten

kaynaklanan spekülâtif hücumlar ortaya çıkar. Krizleri yönlendiren de esas itibariyle bu spekülâtif ataklardır. Spekülâtif saldırılar şu sonuçları doğurmaktadır (Erdem, 2008:123).

- Kurda aşırı dalgalanma,
- Ulusal paraya olan güvenin, dolayısıyla talebin azalması,
- Yabancı rezerv paraya (ABD dolarına ya da Euro'ya) talebin artması ve

ulusal rezervlerin azalması,

- Ulusal paranın değer kaybetmesi,
- Mevcut kur sisteminin sürdürülemez hale gelmesi,

Diğer bir ifade ile, bir paranın değişim değeri üzerindeki spekülâtif saldırı, paranın değer kaybetmesine veya paranın değer kaybetmesini önlemek için büyük miktarlarda döviz rezervlerinde azalmaya veya faizlerde astronomik düzeylerde yükselmesine neden oluyorsa bu para krizi olarak adlandırılmaktadır (Işık ve diğ., 2004:47).

Enflasyon farkının döviz kuruna yansıtılmaması, ülkenin yüksek cari açıklar vermesine rağmen yerli paranın değer kaybına izin verilmemesi gibi durumlar bir para krizinin habercileridir. Yerli para-döviz kurunun ilişkisinin uzun süre böyle gitmesi yerli paranın devalüe edilme beklentilerini arttırır ve spekülâtif bir atak yerli paranın hızla değer kaybetmesine yol açarak yerli paradan kaçışı ve dövize hücumu beraberinde getirir. Alternatif bir yaklaşımda ise sadece döviz kuru değişmelerini değil faiz oranlarını ve uluslar arası rezerv değişmelerini de dikkate alan bir spekülâtif baskı endeksi oluşturulmaktadır. Bu durumda para krizi döviz kuru değişmelerinin, yabancı rezerv ve faiz oranı değişmelerinin ağırlıklı ortalaması olan spekülâtif baskı endeksinin değeri olarak tanımlanmaktadır.

2.2.2.4. Borsa Krizleri

Borsa krizleri, menkul kıymetler piyasalarının ulusal ya da uluslar arası düzeyde etkili olan faktörlerden ötürü aşırı dalgalanma (düşüş) sergilemesidir. Bu tür krizlerin en ünlüsü 1929 Dünya Bunalımıdır. Ancak zaman zaman dünya borsaları savaşlar ve doğal felaketler nedeniyle birkaç gün içerisinde % 10'a varan düşüşler yaşayabilmektedir. Borsa krizlerinin temel nedenleri olarak aşağıdaki hususlar sayılabilir.

- Siyasi krizin derinleşmesi ve hükümetin geleceğine dair belirsizliklerin artması. Bunun anlamı, çok sayıda siyasi parti ile seçimlere girilmesi, sandıktan tek başına güçlü hükümetlerin çıkamaması, seçimlerin çok sık tekrarlanması ve siyasette uzlaşma zemininin zayıflamasıdır.

- Borsada yabancı payının yükselmesi. Sıcak para olarak da bilinen menkul kıymetler piyasasına yönelik yabancı sermaye girişinin artması, borsayı uluslar arası oyuncular eliyle sorunlara daha fazla entegre etmektedir. Dolayısıyla, yurt içinden ve yurt dışından kaynaklanan sıkıntıların neticesinde bu fonların kısa sürede yurt dışına kaçması krizi derinleştirmektedir.

- Borsada faaliyet gösteren firmaların bilânçolarının bozulması. Borsada faaliyet gösteren belli başlı firmaların rekabet güçlerinin zayıflaması, zarar açıklamaları ya da iflas durumları, borsalarda işlem hacminde ciddiye varan düşüşlere yol açmaktadır.

- Genel makro ekonomik dengelerin bozulması. Ülkede iç ve dış faktörlere bağlı olarak istikrar ortamından giderek uzaklaşılması, borsada işlemlerin azalmasına ve senetlerin değerinin hızla düşmesine neden olmaktadır.

- Dünya piyasalarında temel hammadde ve emtia fiyatlarındaki aşırı dalgalanmalar. Bilhassa petrol ve diğer emtia, gıda ve hammadde fiyatlarındaki siyasi, ekonomik ve ya doğal olaylara bağlı olarak ortaya çıkan dalgalanmalar, ilgili faaliyet

kollarında çalışan firmalardan başlayarak borsa değerlerini olumsuz yönde etkilemektedir (Erdem, 2008:122).

Borsada yaşanan bir çöküntünün toplam talebi düşürdüğü yaygın bir görüştür. Kriz refah seviyesini bu yüzden de tüketici harcamalarını azaltır, sermaye maliyetini artırır ve bu yüzden de reel yatırımları azaltır. Hisse senetleri fiyat hareketleri ekonomik aktiviteler üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğundan Merkez Bankalarının para politikalarını en uygun şekilde yönetmeye çalışması hisse senedi fiyat hareketleri ile reaksiyona girer.

2.2.3. Finansal Krizlere Neden Olan Faktörler

Finansmanın ve riskin küresel hale geldiği günümüz ekonomilerinde, sermaye hareketleri için sınırlar neredeyse yok olmuş, bu hareketlilik, olumlu sonuçları yanı sıra ülke ekonomileri için belli bir kırılganlığı da beraberinde getirmiştir. Son yirmi yılda meydana gelen ekonomik krizler ve bunların neden olduğu zararlar, tüm dikkatleri krizlerin nedenlerine ve bu krizlerin tekrar yaşanmamak için gerekli tedbirlerin alınması çalışmalarına yöneltmiştir. Krizlerden ve neden olduğu zararlardan çıkan ortak ders, risk yönetiminin uluslar arası düzeyde ele alınması gerekliliği olmuştur. Özellikle riski kontrol etme amacıyla ortaya çıkmış olan türev araçlar, zamanla kontrolsüz olunmasına yol açmış, finansal krizlerde hızlandırıcı bir rol oynamıştır (Uyar, 2004:1).

Ulusal paraların değer kaybetmesi veya devalüasyon, gelişmekte olan ülkelerde bilançolar yoluyla finansal krizleri teşvik eden bir diğer önemli faktördür. Birçok gelişmekte olan ülkede, ulusal paraların gelecekteki değeri konusunda belirsizlikler vardır. Bu belirsizlik, firmalar, bankalar, banka dışı finansal araçlar ve hükümetler açısından yabancı para cinsinden borç ihracını cazip hale getirmektedir. Borç sözleşmelerinin yabancı para cinsinden yapılması, ulusal paranın ani bir değer kaybına uğraması veya

hükümetin ani bir devalüasyon kararı alması durumunda, iktisadi birimlerin borç yüklerini artırmaktadır (Ökte, 2009:18).

Finansal krizlerin ortaya çıkışını hazırlayan nedenler, zamana, o anki koşullara ve ülkenin gelişmişlik durumuna göre çok farklı olabilmektedir. Bu nedenler:

- Arz ve talepteki ani dalgalanmalar,
- Sürdürülemeyen büyüme ve belirsizliğin artması,
- Enflasyon ve enflasyonu düşürmeye yönelik yanlış politikalar,
- Firma bilançolarının bozulması,
- Finansal serbestleşmeye erken geçiş ve deregülasyon,
- Aşırı borçlanma, faiz oranlarının yükselmesi ve uluslar arası sermaye hareketleri,
- Kurdaki aşırı oynaklıklar ve yanlış kur politikaları (Erdem, 2008:114).

2.2.3.1. Asimetrik Bilginin Finansal Kriz Etkisi

Ters Seçim: Ters seçim problemi, finansal piyasalarda da (borç piyasalarında ve hisse senedi piyasalarında) ortaya çıkar. Potansiyel hisse senedi alıcısı olan birey, beklenen karları yüksek ve riski düşük olan iyi firma ile beklenen karı düşük ve riski yüksek bir firma arasında ayırım yapamaz. Bu durumda alıcı, ortalama kalitedeki bir hisse senedinin fiyatı ile iyi kaliteli firmanın hisse senedinin fiyatı arasında yer alacaktır. Eğer iyi kaliteli firmanın yöneticileri alıcıdan daha fazla bilgiye sahiplerse ve iyi firma olduklarının farkında iseler, ortalama kaliteli bir firmanın hisse senedinin fiyatından hisselerini satmak istemeyeceklerdir. Bu fiyata hisse senetlerini satmaya razı olan firmalar, kötü kaliteli firmalar olacaktır. Alıcı, kötü kaliteli firmaların hisselerini satın almak istemeyeceği için hisse senedi piyasası etkin olarak çalışmayacaktır. Benzer sonuçlar borç piyasası içinde geçerlidir. Eğer bono ve tahvil alıcısı (borç veren), iyi kaliteli borçlular

birbirinden ayırt edilemiyorsa, iyi ve kötü kaliteli borçluların ortalama kalitesini yansıtan bir faiz oranından kredi verecektir. Sonuç olarak iyi kaliteli firmalar, ödemeleri gerekenden daha yüksek bir faiz oranı ödemek zorunda kalacaklardır. Düşük kaliteli firmalar ise ödemeleri gerekenden daha düşük bir faiz oranı ödeyeceklerdir. Bu durumda bazı yüksek kaliteli borçlu firmaların piyasayı terk etmeleri ile karlı yatırım imkânları değerlendirilemeyecektir. Eğer alıcılar, iyi ve kötü firmaları birbirinden ayırt edebilirlerse, iyi firmalar tarafından çıkarılan hisse senedi, bono ve tahvilleri tam değerinden satın alacaklardır. Böylece finansal piyasalar, fonları en verimli yatırım alanlarına taşıyabileceklerdir.

Ters seçim sorunu, bir sözleşmeden önce oluşan, en istekli kredi müşterisinin potansiyel “kötü” borçlu (ödünç aldığı borçları zamanında ve tüm yükümlülükleri ile beraber geri ödeyemeyecek durumda olan güvensiz kredi sahipleri) olduğu asimetrik bilgi sorunudur. Dolayısıyla, ters seçim sorunu söz konusu ise finansal piyasalarda tersi (arzu edilmeyen) sonuçlar verecek (örneğin, krediyi geri ödemeyecek) müşteri seçimi yapılması olasılığı yüksektir. Bu durum, klasik Akerlof (1970) limon problemi olarak bilinmektedir. Finansal sistem içerisinde ters seçim sorununa örnek olarak, alacağı krediyi geri ödeme olasılığının çok düşük olduğu bilen bir banka müşterisinin bu sebeple alacağı krediye karşılık bankaya çok yüksek faiz oranını ödemeyi kabul etmesi ve dolayısıyla, krediyi ilk sırada alabilmesi gösterilebilir. Bu durumda, asimetrik bilgi sorunu sebebiyle kredinin bu müşteriye verilmesi ters seçim durumunu oluşturmaktadır (Aras ve Müslümov, 2003:3).

Ahlakî Risk: Ahlaki risk, finansal işlem meydana geldikten sonra ortaya çıkan bir asimetrik bilgi problemidir. Borç verenler, borç alanların yatırım projelerinin kalitesini belirleme güçlüğü yaşarlar. Borç alanlar, borç vereni zarara uğratabilecek, riskli ve temerrüt olasılığını artıran faaliyetlerle uğraşma dürtüsüne sahiptirler (Mishkin, 1996:3)

borç alan kendi güç ve prestijini artıran kararsız yatırım faaliyetlerine girişebilir. Aynı zamanda borç alanlar, projenin başarılı olması halinde sadece kendilerinin yararlanabildiği, başarısızlık halinde ise zararı borç verenin yüklendiği riskli projelere yatırım yapma eğiliminde olabilir (Şen, 2006:8).

Finansal İstikrarsızlık: Finansal istikrarsızlık, finansal düzensizlik, finansal kırılabilirlik ve sistemik risk kavramlarının çoğu birbiri yerine kullanılmakla birlikte bu kavramlar genel olarak, finansal piyasalarda varlık fiyat ve miktarlarda beklenilmeyen değişimlere neden olan sapmaların (bozulmaların) ortaya çıkma olasılığı ve tehlikesi olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla bu kavramlar genel olarak krizlerin ortaya çıkma olasılığını ifade etmektedir (Işık ve diğ., 2004:46).

Uluslar arası sistemde yeni finansal araçların devreye girmesi, finansal işlem miktarındaki artışların hızlanması, buna karşı finansal işlem maliyetlerinin yüksek olması finansal istikrar kavramını daha da güncelleştirmiştir. Finansal istikrar, kurumlarda, piyasalarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı ifade etmektedir. Finansal istikrar, finansal davranışları belli bir kurallar dizisine sokacak düzenlemelerle (yasal çerçeve), finansal sistem ile ilgili bilgileri almak için yapılan denetimlerle ve bu düzenleme ve denetimler ışığında finansal sistemi korumak için kurulan sigorta sistemleri ve verilen güvencelerle sağlanır.

Finansal krizi asimetrik bilgi ile açıklayan yaklaşım, ekonomik aktivitedeki daralmayı banka panikleri ile açıklayan parasalcı yaklaşımın tamamlayıcısı niteliğindedir. Asimetrik bilgi yaklaşımı bize, para arzındaki düşmenin toplam ekonomik aktivitede nasıl bir düşüş doğurduğunu açıklayan bir geçiş mekanizması sunmaktadır. Para arzındaki azalmadan kaynaklanan borç-deflasyon, sonuçta yatırımların düşmesi ve ekonominin

daralmasını doğuran ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerine neden olmaktadır (Demirci, 2005:43).

Piyasalarda asimetrik bilginin varlığı hatalı fiyatlamalara ve yanlış seçimlere yol açmaktadır. Asimetrik bilginin yoğun olduğu bir piyasada etkinlikten ve tam rekabet koşullarından giderek uzaklaşmaktadır (Okuyan, 2009:10). Kredi piyasalarında asimetrik bilgi, bankaların mali bünyelerini etkilediği gibi etkin fon transferine engel olarak kaynakların yatırımlara yönlendirilmesini de engellemektedir. Kredi piyasasında krediler için en iyi ve doğru fiyatın belirlenmesi kredilendirilecek firma ile ilgili bilgilerin kredi kuruluşları tarafından tam ve doğru olarak bilinmesi ile olanaklıdır. Yanlış kredi kararları ve ahlaki tehlike kredi tayinlemesine yol açmaktadır. Kredi tayinlemesi sonucunda verimli projeler veya mali bünyesi güçlü işletmeler için dahi finansman imkânları azalmakta, bunun sonucunda toplam ekonomik büyüme de olumsuz etkilenmektedir (Aras ve Müslümov, 2003:10).

2.2.3.2. Küreselleşmenin Finansal Kriz Etkisi

Küreselleşme yirminci yüzyıla damgasını vuran bir süreç olup, küreselleşmeyle birlikte bir yandan, büyük pazarlar yaratılarak, malların dünyada en iyi üretilen yerden en ucuza alınmasını sağlarken diğer yandan kaynakların etkin dağılımı ve riskin paylaşılması nedeniyle yaşam standartları da iyileşmektedir. Küreselleşme olgusu finansal piyasalarda da etkisini göstermektedir. Sermaye ülkeler arasında rahatça dolaşabilmekte, özellikle yüksek getiri potansiyeli olan piyasalara yoğun sermaye girişleri olmaktadır. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin gelişmişlik düzeyini yakalamalarına yardımcı olmaktadır. Diğer yandan mali piyasaların giderek bütünleştiği günümüz dünyasında herhangi bir ülkenin mali piyasasında meydana gelen istikrarsızlık uluslar arası mali piyasalarda zincirleme

şekilde istikrarsızlıklara, hatta ekonomik krizlere neden olabilmektedir (Erdönmez ve Tülay, 1999:4).

Ekonomik açıdan değerlendirildiğinde, sermaye yatırım getirisi yüksek olan yerlere gittikçe, mal ve hizmetler karşılaştırmalı üstünlüğe sahip ülkeler tarafından üretildikçe ve özelleştirme sonucu etkinlik arttıkça, bu değişiklikler globalleşen ekonomideki bütün katılımcılar arasında paylaşılacak büyük kazançlar sunmalıdır. Bu ekonomik etkinlik kriterlerinin etkilerini tekrar güçlendirmek, bilgi teknolojilerindeki hızlı değişimler ve otomasyon (bilgisayar teknolojilerinin gelişimi) global iletişimin maliyetlerini olağanüstü bir şekilde düşürmektedir. Hızlı, kolay ve ucuz iletişim ağı kıtalararası ölçekte üretim organizasyonlarını hızlandırmakta ve ülkelerarası büyük sermaye değerlerinin hızlı hareketliliği, ülkeler bazında, yeni prodüktivite anlayışlarının hızla inşasını mümkün kılmaktadır ve sonuçta bu tür gelişmeler tüm ülkeler tarafından benimsenmekte ve uygulanmaktadır.

Küreselleşmenin getirdiği risklerden birinin de krizlerin ve buna bağlı olarak istikrarsızlığın eskiye oranla daha kolay ve daha hızlı yayılma riski olduğu söylenebilir. Küreselleşme sürecinde ülkeler arasındaki siyasi ve iktisadi sınırların aşınması ülkeleri birbirine daha bağımlı, daha kolay ulaşılabilir hale getirmiştir. Son yıllarda ülke ekonomileri küresel bir entegrasyon süreci içinde birbirine hızla eklemlenmektedir. Mal ve hizmet akışı, doğrudan yabancı sermaye akışı, spekülasyon sermaye akışı, bilgi ve fikir akışı hem hacim, hem de akış hızı bakımından artmaktadır. Bu durum doğal olarak bir ülkede ortaya çıkan bir ekonomik ve siyasi krizin etkisinin kısa sürede öteki ülkelere de yayılma riskini de artırmaktadır (Acar, 2009:114).

Dünyada istikrarsız sermaye akımları finansal açıdan açık her ekonomiyi kendi para biriminin dış piyasalardaki değerinde meydana gelen beklenmedik ve sert

sallantılara karşı hassaslaştırmıştır. Bununla birlikte geniş çapta dolarizasyon ve vade uyumsuzlukları nedeniyle bilânçolarda ve yurt içi varlık pazarlarında daha fazla yabancı varlığı nedeniyle yurt içi finansal piyasalar ve sermaye akımları arasındaki istikrarsızlaşan geri besleme gelişen ülkelerde sanayi ülkelerinden daha güçlüdür (Akyüz, 2008:8).

Finansal küreselleşmenin hızlanması ve özellikle 1990'lı yıllardan sonra uluslar arası sermayenin dünya ölçeğinde serbestçe dolaşma imkânı bulması nedeniyle, dünyada ekonomik krizlerin arttığı gözlenmektedir (Şimşek, 2004:64). Sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı bir dünyada, bir ekonomik belirsizlik, güvensizlik ya da bir siyasi bunalım anında o ülkeden yüklü miktarda sermaye kaçıışı olmakta, bu da söz konusu ülkede başlamış bir krizi derinleştirmektedir (Acar, 2009:115). Dolayısıyla, uluslar arası sermaye hareketlerinin artmasıyla ekonomik krizler arasında çok yakın bir korelasyon bulunmaktadır (Şimşek, 2004:64).

2.2.3.3. Regülasyon ve Liberalizasyonun Finansal Kriz Etkisi

Ekonomik regülasyon, en genel anlamıyla, ekonomik yapıdaki ele alınan sektöre ilişkin faaliyet kurallarının konulması, kontrol ve sınırlamaların empoze edilmesidir. Bu çerçevede finansal regülasyon, düzenleyici otoritenin, finansal ajanların kararlarına ve davranışlarına kendi sosyal amaç fonksiyonunu maksimize etmek için getirdiği kurallar ve kısıtlamalar olarak tanımlanabilir (Yay ve diğ, 2001:61).

Finansal liberalizasyon dar anlamda ve uluslararası iktisat disiplini içerisinde ülkelerin finansal piyasalarında var olan idari ve teknik baskıların aşamalı ve sıralı olarak serbest bırakılması ve finansal baskıların terk edilmesi olarak tanımlanmaktadır (Mangır, 2006:460).

Finansal liberalizasyon, genellikle hükümetlerin, gelişmiş ülkelerin, uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki

denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir (Duman, 2004:41).

Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler finansal liberalizasyon süreçlerinin ardından oluşmaktadır. Kredi ve mevduat faizlerinin serbest bırakılması, kambiyo kontrollerinin gevşetilmesi ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırların kaldırılması, menkul kıymetler borsalar ve interbank gibi finansal piyasaların işlemeye başlaması ve finansal sistemin yasal çerçevesini belirleyen düzenlemelerin deregülasyonu etkisiyle esneklik kazanması gibi gelişmeler bu ülkelerde önemli yabancı sermaye girişlerine yol açmakta ve bu kaynaklara bağlı olarak kredi hacminde hızlı bir genişleme yaşanmaktadır. Ekonomik büyüme ve istihdamı artırma hedefi yüksek sermaye getirilerine karşılık görece düşük maliyetli dış kaynak kullanma imkânları, fon talebindeki büyüme ve finansal liberalleşmeye bağlı olarak sistemdeki toplam borçluluğun rasyonel olmayan bir biçimde yükselmesine yol açmaktadır (Çonkar ve Ata, 2003:16).

Finansal piyasaların dengeye doğru hareket ettiği yaygın bir inanıştır. Kişisel çıkarların takip edilmesinin arzı taleple dengeleyerek kaynakların optimum şekilde dağıtılmasına neden olduğunu varsayan tam rekabet teorisi bu inanış için iyi bir örnektir. Üreticiler için marjinal maliyet ve tüketiciler için marjinal fayda fiyatları dengelendiğinde piyasa da denge noktasına ulaşmaktadır. Bu inanış 19. yy.'da ortaya çıkan "laissez faire" (bırakınız yapsınlar) felsefesi ile desteklenmiştir (Soros, 2008:3).

Finans piyasalarının görevini tam yapabilmesi, yani tasarruf ile yaratılan kaynakların verimli alanlara aktarılabilmesi, finansal sistemde derinleşmenin sağlanmasının yanı sıra, serbestleşmeyi ve yeniden yapılanmayı da zorunlu hale getirmektedir. Uluslar arası finansal piyasalarda 1980 sonrasında deregülasyon,

regülasyon, kambiyo düzenlemelerinde serbestleştirme, teknolojik gelişmeler ve tüm bu gelişmelere paralel olarak da finans piyasalarının bütünleşmesi yani küreselleşmesi gibi yeni olgular ortaya çıkmıştır (Erim ve Türk, 2005:25). Ancak pek çok gelişmekte olan ülkede, makro ekonomik istikrarsızlık giderilemeden iç ve dış finansal liberalizasyon girişimlerinin sürdürülmesi, finansal krizlere yol açmıştır. Makro ekonomik istikrarsızlıklar, finansal piyasaları kırılgan duruma getirmekte ve ekonominin krize sürüklenmesini kolaylaştırmaktadır (Ural ve Balaylar, 2007: 48).

Baskılama politikalarının varlığı tanım gereği, finansal sistemde finansal liberalizasyonunu bazı makro ekonomik belirleyicilerini ortadan kaldırır. Bu durum çeşitli formlarda kendini gösterebilir. Örneğin finansal baskılama uygulaması durumunda, finansal hizmetlerin kullanıcıları hükümetlerin faiz ve döviz kurlarını sabitlemesinden dolayı bu oranlardan yararlanamazlar ve bu yüzden, bu tip risklere karşı korunmak için kullanılan finansal ürünleri talep etmezler. Bununla birlikte, finansal baskı sisteminde döviz rezervlerini tutmak için kısıtlamalar olduğu için, bankalar ve diğer finansal kurumlar döviz kuru yönetimi için araçlara ihtiyaç duymazlar. Bu yüzden, risk yönetimi ürünleri gelişimi için, baskı altında tutulan finansal sistemler gelişmemiştir. Kalkınmanın başlangıcı aşamalarında, gelişmekte olan ülkeler ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmek için özel kesimin yetersizliği nedeniyle kamu kesimine ağırlık vermektedirler. Dahası uluslar arası piyasalarla entegre olmamış sığ finansal piyasalar nedeniyle finansal liberalizasyon uygulamaları öncesinde gelişmekte olan ülkeler, devletin ağırlıklı olduğu ve düzenleyici görevi olan finansal baskılama yöntemleri uygulamaktadırlar.

Gelişmekte olan ülkelerde, devlet 6 şekilde finansal piyasalara baskılama uygulamaktadır. Bunlar;

- Kredi tayinlaması (Selektif),

- Faiz oranlarında baskı,
- Finansal sektöre girecek yeni kurumlar düzenleme,
- Banka işlemlerine müdahale,
- Finansal kurumların sahipliğine müdahale,
- Piyasada borçlanma şartlarına müdahaledir (Williamson, 1998:1).

Yakın tarihi izleyen krizin deneyimleri sermaye hareketlerinde liberalizasyona gidilen bugünkü dönemde hükümetlerin para politikası, faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki etkinliklerinin önemli ölçüde zayıfladığını göstermektedir. Sürekli yabancı sermaye girişi sağlayabilmek için, reel faizleri ulusal paradaki değer kayıplarının (enflasyon) üzerinde tutma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca sermaye girişlerinin yarattığı canlılık daha çok tüketim malları ithalatını artırmaktadır. Bu panik ortamı içinde sermayenin ülkeden kaçışı ise krizi daha da derinleştirmekte ve ülke yoksulluğun büyümesine neden olmaktadır (Seyidoğlu, 2003:142).

2.2.3.4. Spekülatif İşlemlerin Finansal Kriz Etkisi

Spekülasyon, malın kullanımıyla ilgili olarak ortaya çıkacak yarardan değil, geçerli olan fiyattaki bir değişim umuduyla ilerideki bir tarihte malın yeniden satış (veya alış) niyetiyle alınması (veya satılması) işlemidir. Bu tanım finansal işlemlere genişletildiğinde spekülatif işlemlerin dört temel özelliğe sahip olduğu belirtilebilir:

- Spekülatif işlemler bir risk içerirler.
- Bu işlemler aktif fiyatlarında önceden öngörülen bir değişimle bağlantılı olarak değer artışı umudundan kaynaklanmaktadır.
- Bu işlemler “katıksız”dırlar, yani kendi kendilerine yeterlidirler ve ekonominin reel alanında doğrudan bir karşılıkları yoktur.

- Bu işlemler sıklıkla krediyle gerçekleştirilirler, yani kaldıraç etkisini ortaya çıkarmaya yarayan spekülâtörler tarafından ödünç alınmış sermayeye bağılıdırlar (Mazgit, 2005:8).

Finansal piyasaların olmazsa olmazı niteliğindeki spekülasyon, menkul kıymet piyasalarında sermaye kazancı elde etmek amacıyla yapılan işlemlerde ortaya çıkmaktadır. Öyle ki, menkul kıymet fiyatları dakikalarla sınırlı bir zaman süresinde değişmektedir. Bir başka ifade ile dakikalarla sınırlı bir zaman süresince sermaye kazancı olanağı veya sermaye kaybı riski ortaya çıkmaktadır. Bu durumda spekülasyon amacıyla yapılan menkul kıymet yatırımlarında odaklanılan vade oldukça kısalmaktadır. Buna karşılık olarak orijinal kazanç olarak tanımlanan faiz getirisi veya kar payları dönemsel getiri niteliğinde olduğundan, bu getirilerden yararlanmak amacıyla yapılan menkul kıymet yatırımlarında vade göreceli olarak daha uzun olmaktadır. Yapılan finansal yatırımların amacına bağılı olarak ortaya çıkan vade farklılığı, tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına bakış açısını da yakından etkilemekte ve buna bağılı olarak, bazı zamanlarda ve bazı ülkelerde “kısa sürede zengin olma hayallerini” süsleyebilmektedir. Kısa sürede zengin olma hayalleri piyasaların tepkilerini anlamsızlaştırmaktadır. Bu hayallerin yaygınlaştığı ve etkililiği ölçüsünde, finansal piyasalarda önemli bir düzeyde yansımalarının ortaya çıkması beklenen ekonomik-politik olaylar, önemli bir etkiye yol açmaktadır. Bunun tersine bazı durumlarda da, finansal piyasalarda önemsiz etkiye sahip olacağı öngörülen ekonomik-politik gelişmeler, umulmadık düzeyde önemli etkilerin başlangıç noktasını oluşturabilmektedir. Bu tür beklentilerin tersi davranışların yaygınlaşması irrasyonel bakış açılarının finansal piyasalara egemen olması şeklinde tanımlanmakta ve kitlesel düzeyde “alış çılgınlıkları” veya “satış çılgınlıkları” şeklinde yaygınlaşmaktadır (Mazgit, 2005:9)

Spekülatif işlemlerin finansal sisteme pek çok olumsuz etkisi söz konusudur. Öncelikle bu işlemler nedeniyle temel değeri yansıtmadığı için fiyatların kaynakların dağılımında rehberlik etme rolü zayıflamakta, kaynak dağılımında etkinsizlikler ortaya çıkarmaktadır. Hisse senedi aşırı oynaklık sonucu değerlendirilen firma için, ilave fon daha düşük maliyetle elde edilebileceğinden daha fazla yatırım yapılması ve kaynak dağılımında etkinsizlik anlamına gelmektedir. Diğer yandan oynaklığın artması riski artırarak, riskli-risksiz yatırım dağılımını da bozmaktadır. Aşırı spekülatif işlemler yoluyla finansal sektörde kullanılan kaynakların çok önemli bir kısmının rant arama faaliyetlerine yönlendirilmesi, hangi tür yatırımların yapılacağıının belirlenmesi yerine, var olan üretken yatırımların getirisinin bireyler arasında paylaşımını ön plana çıkarmaktadır. Bu anlamda yapılan işlem, bir tür şans oyunundan farklı değildir (Balseven ve Göker, 2008: 41).

Sabit döviz kuru sistemi geçerli iken, iç kredi hacminin para talebinden daha fazla artması, sürekli olarak ülkenin uluslar arası rezervlerinin azalmasına ve ülke parasına yönelik spekülatif saldırıya neden olmaktadır (Ural ve Balaylar, 2007:48). Diğer bir deyişle, bünyesinde aşırı kredi genişlemesinin yol açtığı zaafı barındırdığı, piyasa oyuncuları tarafından algılanan ve üstelik sabit veya kontrollü kur sistemlerini izleyen ülkeler spekülatörlerin dikkatini çekmektedir. Bu noktada, kura yönelik spekülatif hareketler başlayacaktır. Bu aşamada merkez bankası kuru savunmak için faiz oranlarını yükseltme yoluna gidebilir. Bu durumda ise yükselen faiz oranları, finansal sistemlerin zaafılarını daha da arttıracak ve spekülatif saldırılar üzerinde adeta bir geri besleme etkisine yol açacaktır. Dolayısıyla bir dönem sonra kur politikasını savunmayı sürdürmenin ekonomik maliyeti taşınmaz hale geleceğinden devalüasyon olacak ve finansal kriz, döviz krizi başlayacaktır (Çonkar ve Ata, 2003:15).

2.2.3.5. Döviz Kurunun Finansal Kriz Etkisi

Bir finansal krizin oluşumu, uygulanmakta olan döviz kuru politikası, banka iflasları ve piyasadaki ödeme gücü yetersizlikleri gibi nedenlerden ortaya çıkmaktadır. Eğer ülkede sabit kur politikası uygulanmakta ise, o ülkenin Merkez Bankasının temel görevi kuru sabit tutmaktır. Merkez Bankası riski yüklenmekte ve piyasaya döviz vermektedir. Böylece döviz ucuz, yerli para değerli olmakta, ihracat düşmekte ve cari işlemler açık vermektedir. Ülke, açığı kapatmak için devalüasyon baskısıyla karşı karşıya kalmaktadır. Sabit kur politikası uygulayan ülke, cari işlemler açığını kapatmak için dış borçlanmaya başvurmakta, genelde dış borçlanmanın türü de kısa vadeli sermaye akımı şeklinde olmaktadır. Böylece ülkedeki bankaların açık pozisyonları artmakta, bankalar da döviz cinsinden olan borçlarını, döviz cinsinden kredi vererek kur riskinden kaçma eğilimine girerek, kur riskini kredi verdiği işletmelere yüklemektedir. Devalüasyon baskısı, kredi vadelerinin kısa olması, firmaların hangi şartlarda olursa olsun borçlarını yenileme ihtiyaçları ile borsada meydana gelebilecek hızlı değer düşmeleri, faizlerin yükselmesine, firmaların ödeme güçlüğü içerisine girmesine ve bankaların kredi verme isteğinin yok olmasına neden olacaktır. Ekonomide böyle bir durumda daralacak, batık kredi miktarındaki artış banka iflaslarını hızlandıracaktır (Duman, 2004:40).

Enflasyon nedeniyle TL'ye olan güvenin sarsılması kişileri yabancı ülke parası cinsinden finansal varlıkları değer saklama aracı olarak tutmaya sevk etmektedir. Bu ise TL cinsinden mevduatlarının payını yükseltmektedir. Bu da olası bir devalüasyon durumunda bankacılık sektöründe istikrarsızlığa neden olmaktadır (Aras ve Müslümov, 2003:5)

Ülkedeki mevcut döviz rezervlerini yüksek tutmak finansal krizlerden korunmada önemli rol oynamaktadır. Çünkü döviz üzerinden yapılacak ataklara karşı

mevcut rezervler kullanılarak müdahale etme imkânı bulunmaktadır. Ancak döviz içeriği de bu konuda büyük önem taşımaktadır. Çünkü sıcak para tabir edilen portföy yatırımlarının şişirdiği bir rezerv büyüklüğü güvence olmaktan öde krizin en büyük tetikleyicilerinden birisini oluşturur (Çonkar ve Ata, 2003:15).

Döviz kuru çıpası, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özelleştirme programları, sıkı para ve maliye politikaları gibi uygulamalar, yabancı sermaye hareketlerinin girişinin hızlanması, faiz oranları ve enflasyonun düşmesi gibi sonuçlar doğurmaktadır. Fakat enflasyon oranlarının istenen seviyeye düşürülememesi ve ulusal paranın değerlenmesiyle ithalatın artıp, ihracatın azalması cari işlemler dengesini bozmaktadır. Bu süreçte, yabancı yatırımcıların finansal yatırımlarını yurtdışına çıkarması ve yerleşiklerin mevduatlarını geri çekme eğilimine girmeleri dolayısıyla da ülkeler krize sürüklenmektedir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:1). Aynı zamanda finansal serbestliğe sahip, finansal derinliği az olan ülkelerde zaman içinde devalüasyon korkusuna kapılan yabancı yatırımcılar ellerinde yerli para cinsinden tuttıkları aktifleri bozarak dövize çevirmek istemektedirler. Böyle bir ortamda döviz kuru ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkinin yönü önem kazanmaktadır (Kıran, 2009:68).

Döviz kuru çıpası ulusal para için istikrar unsuru olarak görülmeye başlandığında, döviz cinsinden borçlanmayı ve yüksek oranlarda döviz kuru riski almayı teşvik etmektedir. Döviz kuru çıpaya bağlanınca yatırımcılar konvertibilite garantisinin uluslar arası rezervlerle sınırlı olduğunu ve ülkenin dışarıdan borçlanabildiği müddetçe kur politikasını sürdürebileceğini bilmektedirler. Bu durumda, döviz kuru rejiminin sürdürülebilirliğine olan güven azalmaya başlayınca, ülkeye kısa vadeli spekülasyon amaçlı sermaye girişi hızlanmaktadır. Merkez bankasının sterilizasyona gitmemesi durumunda

ülkeye giren yabancı sermaye, tüketim ve ithalatta büyük artışlara neden olarak ödemeler dengesini olumsuz etkileyebilmektedir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:27).

2.2.3.6. Hedge Fonlar ve Finansal Kriz Etkisi

Hedge fonlar, genel olarak, diğer yatırım fonlarının tabi olduğu sınırlamalara tabi olmaksızın çok esnek yatırım limitleri ve stratejileriyle portföylerini oluşturup yönetebilen, kısa veya uzun pozisyon alabilen, birçok piyasada yüksek kaldıraç etkisi ile faaliyet gösteren, türev araçlar ve yapılandırılmış araçlar yoluyla yüksek gelir seviyesindeki yatırımcılara pazarlanan alternatif yatırım fonları olarak tanımlanmaktadır (Cangürel ve Aydoğan, 2009:28).

Genel olarak hedge fonların sermaye piyasalarındaki arbitraj olanaklarını kullanarak sermaye piyasaları araçlarının piyasada gerçek değerine yakınlaşması anlamında önemli bir rol oynadığı, bunun yanında fiyat dalgalanmalarını azaltarak ve menkul kıymetlere likidite kazandırarak piyasaların etkinliğine de katkıda bulunduğu kabul edilmektedir. Ancak yüksek büyüme oranları ve yüksek oranda kaldıraç kullanmaları, piyasalarda istikrarı bozucu etki de yapabilmektedir. Hedge fonlar yaptıkları alım satımlarla fiyatların olması gereken düzeyden uzaklaşmasına ve aşırı volatiliteye de neden olabilmektedir. Hedge fonların 1,9 Trilyon dolara ulaşan hacimleri, yüksek kaldıraç oranıyla ve karmaşık stratejiler kullanarak yatırım yapmaları finans sektörü için potansiyel bir risk kaynağı olması sonucunu doğurmaktadır. Son dönemlerdeki finansal yenilikler de, hedge fonların daha karmaşık stratejiler kullanarak daha hızlı büyümesine yol açmıştır.

Hedge fonların bilânçolarının pasifi büyük oranda bankalardan sağladıkları fonlardan oluşmaktadır. Bu durum bu fonlara borç veren bankalar için önemli bir risk unsurudur. Diğer taraftan hedge fonların yüksek getiri elde etmek amacıyla kolayca pozisyon alabilmeleri ve mevcut pozisyonu hızla değiştirebilmeleri, riski hızlıca

yayabilmelerine neden olmaktadır. Hedge fonlar bankacılık sektörü açısından risk unsuru olarak düşünülebilir. Hedge fonların borçlanarak finansal araçların alım satımını yapması ve genel olarak türev işlemlerde taraf olması finansal kuruluşlar için kredi riski yaratmaktadır. Kaldıraç kullandıkları için, fonun varlıklarının fiyatlarındaki sert düşüşler ve piyasanın bu varlıklarda likit olmaması fonun pozisyonunu koruyamamasına neden olabilir. Bir hedge fonun sıkıntıya girmesi ise, eğer yeterince büyükse, finansal sistemde bir dizi etkiye sebep olabilir.

Hedge fonların yatırım yaptıkları araçlardan hızla çıkabilme kabiliyetleri likidite riskini artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Birçok fon aynı anda varlıklarını satmaya başladığında bu ticaretin karşı tarafını oluşturan yatırımcılar için fiyatlar aşırı oynaklık göstermekte, düşük likidite de hızlı hareket etme kabiliyetine sahip olan hedge fonların risklerini kontrol edememelerine yol açmaktadır. Hedge fonların daha riskli hale gelmesi finansal kurumları olumsuz etkilemekte ve pozisyonlarını düzeltmeye çalıştıklarında fiyat hareketlerinin daha yıkıcı olmasına neden olmaktadır. Bunun yanında kaldıraç (borçlanarak yatırım yaptıklarından), borçlandıkları bankalardaki risklerini de kapatmak durumunda kalmaktadırlar. Bu da, hedge fonların nakde dönmesini ve pozisyonlarından çıkmalarını gerektirmektedir (Cangürel ve Aydoğan, 2009:28).

Diğer taraftan hedge işlemi ile birlikte bir ülkede riske edilen fonlar diğer ülkede garanti altına alınmaya çalışılmaktadır. Dolayısıyla *proxy hedging*, şokları da krizlerin yayılmasına katkı sağlamaktadır. Bunun sonucu olarak, krizde olan bir ülke ile doğrudan ilişkisi bulunmayan herhangi bir ülke bile kendini ciddi sorunların içinde bulabilmektedir. Doğu Asya ve Rusya'daki son krizler, bir mali krizin nasıl hızlı ve zorlayıcı bir biçimde patlak verebileceğini ortaya koymaktadır (Erçel, 2000:2).

2.2.3.7. Sürü Davranışının Finansal Kriz Etkisi

Yatırımcı davranışlarının sermaye piyasasında ortaya çıkardığı en önemli olgulardan biri sürü davranışı olarak adlandırılmaktadır. Yatırımcıların yatırım kararlarını verirken kendi kişisel değerlendirmelerini göz ardı ederek diğer yatırımcıların kararlarını taklit etmeleri olarak sürü davranışı olarak tanımlanmaktadır. Sürü davranışının geçerli olduğu piyasalarda yatırım kararını oluşturan asıl unsur, yatırımcıların kişisel bilgi kümesi ya da kişisel değerlendirmeleri değil, diğer yatırımcıların kararları olmaktadır (Altay, 2008:28).

Finansal piyasalarda işlem yapan tüm yatırımcılar rasyonel olmadığından, yatırımcılar, bazen bilgi yerine söylentilere göre işlem yapmakta, bazen de piyasaya ilişkin bilgilere gerekenden az veya fazla reaksiyon göstermektedirler. Bu duygusal davranışlar sistematik bir hale geldiğinde finans piyasalarında ekstra bir risk kaynağı haline gelebilmekte ve bu riskin yatırımcıların duyarlılığından kaynaklandığı kabul edilmektedir (Kandır ve Canbaş, 2007:220).

2.3. Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Yaşanan Ekonomik Krizler

Cumhuriyet'in devraldığı ekonomi uzun yıllar süren savaşların sonucu olan yıkım ve ülkeye egemen bulunan ilkel üretim teknolojisinin yanı sıra uluslar arası sermayenin rahatça hareket ettiği ve dışa bağımlılığın egemen olduğu bir yapıydı. Cumhuriyet'in kuruluşu ile yerli sanayi kurmak ve geliştirmek amaç haline gelmiştir. Dolayısıyla kuruluş yıllarında öncelikli hedef sanayileşme olmuştur. Kamu yönetiminin, ekonomik, siyasal ve toplumsal tüm ilişkilerinin yeniden düzenlenmesi, başka bir deyişle yasal ve kurumsal yapılanma, özünde ekonomik gelişmenin alt yapısını oluşturmuştur. Bu dönemde ekonomik gelişmenin “ulusal” nitelikli olması gerektiği özenle vurgulanmış ve yabancı sermayeye karşı koruyucu bir tavır takınılmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2000:36).

Tablo. 2.1. Türkiye Ekonomisinde Yapısal Değişim Dönemleri ve Büyüme Oranları

Dönem	Büyüme Hızı(%)	Kişi Başına Büyüme Hızı(%)	Değişim Dönemleri	Sanayi Stratejisi
1993–2002	4,9	2,7		
1923–1980	5,4	3,0		İthal İkameci Sanayileşme Dönemi
1923–1938	7,9	5,8	Kuruluş ve İlk Sanayi Yılları	
1939–1946	0,1	1,7	Savaş Yılları	
1947–1960	6,3	3,6	Savaş Sonrası ve Liberal Gelişmeler Çok Partili Döneme Geçiş	
1961–1977	5,8	3,3	Planlı Dönem	
1978–1980	- 0,7	- 2,7	Kriz	
1981–2001	3,1	1,7		
1981–1989	4,8	2,4	Dışa Açılma	
1990–1998	3,4	1,5	Finansal Liberalizasyon	
1999–2001	3,1		Kriz	
2002–2005	7,8	6,1	Yeni Dönem	

Kaynak: Ay ve Karaçor, 2007:70

1929’da Büyük Ekonomik Bunalım patlarken, buna Türkiye’nin kendi içindeki olumsuz koşullar (kötü ürün yılı yüzünden tahıl ithalatı artışı, gümrük vergisi uygulamasının başlayacağı beklentisi ile tüccarların artan ithalat talebi, demiryolu politikasının getirdiği ithalat talebi ve ilk taksitinin ödenmesi gereken Osmanlı borçları) eklenince ciddi bir kambiyo krizi patlamıştır. Bunun sonucunda Türkiye’nin moratoryum ilan etmesiyle devletin dış itibarı sarsılmıştır. Bir yandan spekülasyonun dünya fiyatları düşürdüğü iflaslar, bir yandan TL/Sterlin kurundaki fırlama üzerine kısa vadeli

borçların yarattığı iflaslar, 1930'lu yıllardaki değişikliklerin habercileri olmuştur (Kazgan, 2002:18).

Türkiye ekonomisi, özellikle 1970'lerdeki iki büyük petrol fiyatı şokunun ve uygulanan tutarsız para ve maliye politikalarının etkisiyle girdiği derin ödemeler dengesi krizi sonucunda ciddi üretim gerilemeleri ve giderek hızlanan bir enflasyon olgusuyla karşı karşıya kalmıştır. Türkiye 1980 yılından itibaren büyük çaplı yapısal dönüşüm gayreti içine girmiştir. Finansal kesimde derinliği ve gelişimi artırmaya yönelik olarak gerçekleştirilen finansal liberalleşme bu geniş kapsamlı programın önemli bir unsuru olmuştur. Bu, mali kesim reformlarından beklenen, üretimin önünde oluşan birtakım mali kısıtların ortadan kaldırılarak, etkin işleyen bir finansal sistem vasıtasıyla mali kaynakların verimli alanlarda kullanımını temin etmesidir (Günçavdı ve Küçükçiftçi, 2002:80). Dönemin hükümeti, ünlü 24 Ocak 1980 kararlarıyla hem kısa dönemde enflasyonu düşürmeyi hem de uzun dönemde ekonomiyi aşamalı olarak serbestleştirmeyi hedeflemeye yönelik bir dizi önlemler alınca, Türkiye ekonomisi de hızlı bir dışı açılma sürecine girmiştir. Finansal liberalizasyon süreci ile ortaya çıkan faiz oranı-döviz kuru ilişkisinin kırılma bir yapı oluşturduğu ve bu durumun ülkenin risk priminin yükselmesiyle birlikte ekonomik krizleri tetiklediği gözlenmiştir (Gerni ve diğ., 2005:40).

Temmuz 1980'den itibaren faiz hadlerinin yükseltilmesi, banka mevduatlarının artmasına imkân sağlamıştır. Faiz hadlerindeki yükselme ile 1980 öncesi dönemin negatif faiz uygulamasına son verilmiş, ülkeye yabancı sermaye girişinin artması amaçlanmıştır. Faiz hadlerinin yükseltilmesi politikası bankerlerle bankalar arasında rekabete neden olmuştur. Faiz savaşı 1982'de faiz krizini doğurmuş ve bazı bankerlerin ve bankaların sistem dışı kalmaları ile sonuçlanmıştır. Fon maliyetlerindeki artış kredi maliyetini de aşırı ölçüde yükseltmiştir. Özel sektörde birçok firma nakit sıkıntısına uğramışlar ve batma

noktasına gelmişlerdir. Hükümet işsizliği önlemek için dara düşen firmalara kamu bankalarından finansman olanağı sağlayarak iflasları önlemiştir (Şahin, 2002:197).

1980’li yıllarda borç krizi başlamış ve ülkelerin yaşadıkları ekonomik durgunluk, şirketlerin kazançlarının ve pazar fiyatının düşmesine neden olmuştur. Ülke ekonomilerindeki bu durgunluk, ülkelerin para birimleri arasında oluşan kur farklarının büyümesine neden olmuş ve yabancı yatırımcıların uluslar arası para piyasalarına yöneltirken, menkul kıymet pazarlarına olan taleplerini de azaltmıştır. Dolayısıyla, menkul kıymet fiyatlarında büyük düşüşler meydana gelmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda, yatırımcılar için mevduat faizi, altın ve kamu tahvilleri gibi yeni yatırım alternatiflerini yaratmıştır. Bu dönemde yatırımcılar, fon açıklarını yüksek enflasyon ve faiz oranları nedeniyle, ucuz maliyetli olan menkul kıymet pazarlarından sağlamışlardır. Böylece, kendi özkaynaklarının talebini arttırmışlardır (Kondak, 1999:38).

Bir yandan Mayıs 1981’den başlayarak döviz kurlarında döviz kurlarının oluşumunda daha esnek bir kur oluşum sistemine doğru ilerlerken, diğer yandan da 1980–1982 döneminde alınan bir dizi kararla iç finansal liberalizasyona başlanmış; ancak, hukuksal alt yapı zayıflıklarının da etkisiyle bu süreç “bankerler krizi” diye adlandırılan büyük bir kriz ile ciddi yara almıştır. 1989 yılından sonra yüksek kamu kesimi açıkları, yüksek yurtiçi faiz hadleri, hızla kısa vadeli sermaye girişleri ve düşük kur artışları ile ekonomi giderek daha fazla “sıcak para” bağımlısı bir duruma düşmüştür. Biriken kamu kesimi iç borçlarının sürdürülemezliği Aralık 1993 – Nisan 1994 finansal kriziyle açık biçimde ortaya çıktığı halde, benzer politikalara daha sonraları da devam edilmesi sonucunda ekonomi Kasım – Aralık 2000 ve Şubat – Mart 2001 aylarında şiddetli bir bankacılık ve döviz kuru krizi ile karşı karşıya kalmış ve bu süreçte, politik gerginlikler de oldukça ön plana çıkmıştır. Öte yandan, 2000 yılı başında kamuoyunun da büyük desteği

alınarak başlatılan ve üç yıl uygulanmak üzere tasarlanan, döviz kuruna dayalı istikrar ve yeniden yapılanma programı, 2001 yılı başlarında terk edilerek programda revizyona başvurulmuştur (Kibritçioğlu, 2001:3).

Aradan geçen 20 yılı aşkın süre zarfında sektörel düzeydeki üretim faaliyetlerinde mali kesim hizmet girdisinin önemi 1996 yılına değin düşüşler yaşanmış, bu kesimin ekonomideki üretici faaliyetler içinde oynadığı rolde azalmalar görülmüştür. Ancak 1996 yılında mali kesimin üretimde oynadığı rolde az da olsa bir artış yaşanırken, bu kesimin üretim için önemi hiçbir zaman 1973'lerdeki seviyelerine ulaşamamıştır (Günçavdı ve Küçükçiftçi, 2002:80).

2.3.1. 1990'lı Yıllar ve 5 Nisan 1994 Kararları

Türkiye'de 1990'lı yıllar kısa vadeli sermaye hareketlerine dayanan büyüme, üretimden değil para üzerinden para kazanmak zihniyeti ile sağlandığı için, yatırımlar üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Büyüme yatırımlara değil kısa vadeli sermayeye dayanmıştır. Bu balon büyüme her iki üç yılda bir patlamış ve ekonomik büyümede negatif değerler yaşanmıştır. Sermaye girişlerinin yarattığı savurganlık, hem kamu açığının hem de cari işlemler açığının artmasına neden olmuştur (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:24).

Türkiye'de özellikle kamu mali dengesinde uzun süre önemli istikrarsızlıklar yaşanmıştır. 1990'ların başlarından itibaren bir yandan yüksek bütçe açıkları, yüksek enflasyon oranı ve faiz harcamalarının kamu bütçesi içindeki payının hızla artması kamu finansman dengesinde ciddi problemlere yol açmış diğer yandan ise ödemeler bilânçosu açıklarındaki artışlar dış istikrarın bozulmasına neden olmuştur (Şimşek, 2007:1). 1994 krizi öncesinde artan kamu kesimi açığının yarattığı faiz yükselişini engellemek ve hızlı büyümeyi sürdürmek amacıyla Merkez Bankası kısa vadeli avansı Hazine tarafından yasal limite kadar kullandığı gibi, tahkim yasası ve ek bütçe çıkartılarak merkez bankasına ek

kaynak yaratılmıştır. Böylece 1994 yılına piyasaların likit olduğu ve bu likiditenin sürekli olarak döviz talebine dönüştüğü bir ortama girilmiştir. Ayrıca 1993 yılı sonunda menkul kıymet gelirlerinin vergilendirilmesi kamu menkul kıymetlerinden kaçış yönünde bir eğilim ortaya çıkarmıştır. Bu eğilim döviz talebinin artmasına neden olmuştur (TBB, 1994:11). 1994 yılı başlarında bankacılık kesiminin zayıf bilanço yapısı, bankaların sahip olduğu döviz riski, aşırı değerlenmiş kur, bağımsız derecelendirme kuruluşunca Türkiye'nin değerlendirme notunun düşürülmesi TL'yi spekülâtif bir atağa maruz hale getirmiştir (Özer, 1999:91).

Kamu kesimi açıkları konjonktürel değil, yapısal ve kurumsal nedenlerden kaynaklanmıştır. Devlet gelirlerini artıracak sağlam esaslar oluşturulamamıştır. Ekonomide vergilendirilemeyen alanları akılcı ve etkin biçimde vergilendirecek yeni vergi yasaları çıkarılmamış, mevcut vergiler etkin biçimde tahsil edilememiştir. Kamu kesimi giderleri normal gelirlerle karşılayamayınca TCMB kaynaklarına başvurulmuş ve yoğun biçimde iç ve dış borçlanmaya gidilmiştir. Devlet borçlanabilmek için faizleri yükseltmiştir. Yurt içi faizler yurt dışı faizlere oranla yüksek tutularak ülkeye kısa vadeli sermaye çekilmek istenmiştir. DİBS getirisi yükseltilmiş, bunlar vergi ve harçlardan muaf tutulmuştur. Bu borçları ödeyebilmek için tekrar daha ağır şartlarda borçlanma yoluna gidilmiştir. Borçlanma reel faizi GSMH reel büyüme oranını aşınca kamu kesimi borç yükünün GSMH'ya oranı giderek yükselmiştir. Kamu kesimi borçlanma gereğinin (KKBG)/GSMH'ya oranı 1990da %7,5, 1991'de %10,5, 1992'de %12, 1993'de %11,8 ve 1994'te 8,2 olarak gerçekleşmiştir (Şahin, 2002:220).

1994 Krizi ortaya çıkış orijini olarak bir para krizidir. Döviz karşı meydana gelen aşırı talep sonucunda rezervlerin hızla düşmesi ve bunun engellenememesi dövizin devalüe edilmesini zorunlu kılmıştır. Bu devalüasyonla TL'nin değerinde meydana gelen

%53 oranındaki düşüş bir para krizine neden olmuştur. Para krizi tam bir banka krizine neden olacakken, Nisan ayı sonunda tasarruf mevduatının %100 garanti kapsamına alınması bunu önlemiştir (Demirci, 2005:43).

Mali sistemde krizin daha da derinleşmesini önlemek ve ekonomide istikrarı yeniden sağlamak üzere uygulamaya konulan 5 Nisan kararlarından sonra mali sistemdeki küçülme durmuş hatta reel anlamda bir büyüme gerçekleşmiştir. Ancak, mali sistemin büyüklüğü 1993 yılının oldukça gerisinde kalmıştır. Öncelikle mali disiplini sağlamayı ve bu yolla kamu kesimi açığını küçültmeyi amaçlayan 5 Nisan kararları mali sektörde istikrarın yeniden tesis edilmesine yönelik parasal tedbirleri de içermiştir. Kamu kesiminin finansmanında kullanılan Merkez Bankası kaynaklarına sınırlama getirilmiştir. Bunlardan en önemlisi, Banka'nın Hazineye kullandığı avans miktarına getirilen sınırlamadır. Nitekim 1994 yılında bütçe harcamalarının % 15'i olan avans kullanma oranı 1995 yılında % 12'ye çekilmiş, 1996 yılı içinde %10, 1997 yılı için %6 ve 1998 yılında %3 olarak belirlenmiştir (TBB, 1994:16).

Ekonominin 1990'lı yıllar boyunca içinde bulunduğu kırılgan sürdürülebilir yüksek büyüme ortamının diğer ön koşullarını da olumsuz yönde etkilemiştir. 1995–1999 döneminde krizin ardında yapılan devalüasyon ve 5 Nisan İstikrar Tedbirleri ekonomide kısa vadeli olumlu sonuçlar vermesine rağmen, ekonomiyi 1994 krizine sürükleyen ekonomik ve siyasi faktörlerde herhangi bir iyileşme sağlanamamıştır. 1990'lı yılların sonunda bu faktörler sonucu Türkiye ekonomisi yeniden krize sürüklenmiş ve 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleriyle karşı karşıya kalmıştır. Bunun sonucunda IMF gözetiminde yeni bir istikrar programı uygulamaya konmuştur (Ay ve Karaçor, 2006:71).

2.3.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

1990'lı yılların sonlarına gelindiğinde yurt içinden kaynaklanan istikrarsızlıklara ek olarak dış kaynaklı bir istikrarsızlık (Asya Krizi) ülke ekonomisindeki dengeleri etkilediği görülmüştür. Asya ülkelerinde yaşanan finans piyasaları kaynaklı kriz, bu ülkelerin çok yüksek oranda devalüasyona (%30) gitmeleri ile önlenmiştir. Ancak Türkiye, uyguladığı istikrar programının şartlarına uygun davranarak devalüasyona gitmemiştir. Bu nedenle hem TL aşırı değerlenmiş hem de dış açıklar hızla artarak ciddi bir kriz ortamına girilmiştir. Bu dönemde Türkiye ekonomisinde yaşanan dolarizasyon probleminin de etkisiyle kriz derinleşmiştir (Şimşek: 2007:1).

Kasım ayında mali sektörde çok ciddi bir çalkantı yaşanmıştır. Önce para piyasalarında hissedilen sıkıntılar daha sonra sermaye piyasasını da etkilemiştir. Bankacılık sisteminde geçmişten gelen birikmiş sorunlar, bankaların Fon'a alınmasıyla birlikte daha açık görülmeye başlanmıştır. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun faaliyete başlamasındaki gecikmeler, programın bankaların davranışları üzerine etkisi, bankaların kurumsal ve bireysel kredilere yönelmeleri, kamu kâğıtlarına olan kurumsal talebin deprem vergisinden sonra sadece bankalardan gelmesi, beyanname nedeniyle de gerçek kişilerden kamu kâğıtlarına talep olmaması, Ağustos ayından itibaren programın özellikle özelleştirme hedeflerinde ortaya çıkan sapmalar, cari işlemler açığındaki büyüme, yabancı ve yerleşiklerin yıl sonu itibariyle bilançolarındaki yabancı para risklerini azaltma eğilimi, para politikası tercihlerine bağlı olarak likidite yönetiminde Merkez Bankası'nın rolünün sınırlandırılması nedeniyle kriz sırasında Merkez Bankası'nın davranışının krizin ortaya çıkmasında ve derinleşmesinde etkili olmuştur (TBB, 2001:23).

Krizin başlangıcından birkaç gün sonra sisteme çok yüksek faizlerle likidite verilmiş ancak, daha sonra programda belirlenen parasal büyüklükler nedeniyle sisteme ek

likidite verilmeyeceği ve kur politikasında bir değişiklik yapılmayacağı açıklanmıştır. Bu durum faiz oranlarının rekor düzeylere tırmanmasına neden olmuştur; faiz oranların bankalar arası piyasada %800'ü, repo piyasasında ise %1500'ü aşmıştır. Buna rağmen, döviz talebi sürmüştür. Bunun nedeni, faiz oranlarındaki yükselme nedeniyle, kamu kağıtları teminat verilerek yabancı kreditorlerle yapılan anlaşmaların, teminatların değerinin düşmesi nedeniyle teminatların nakde çevrilerek döviz alacaklarının tahsil edilmeye çalışılması olmuştur (TBB, 2001:23).

Türkiye'de mali kesimin çok hızla serbestleşmesi ve IMF programı ile belirlenen kur politikasının da etkisiyle dış borçlar hızla artmıştır. Döviz girişi sterilize edilmediği için bu parasal genişleme, talep artışı, milli paranın hızla değerlenmesi, ithalat patlamasına ve enflasyona neden olmuştur. Bu aşamada programın devamı yurt dışından bulunacak yeni kaynaklara bağlı olacaktır ki, bu da programın inandırıcılığı ve sürdürülebilirliğine bağlıdır.

Şubat'taki krizde öncelikle bankacılık kesimin etkilenmiş; kriz öncesi fona devredilen bankaların maliyeti 6 milyar dolardan 12 milyar dolara sıçramış, kredilerin dondurulması nedeniyle reel sektör çalışamaz hale gelmiştir, ekonomi çok ciddi bir resesyona girmiştir. Bankacılık sektörünün ekonomiye maliyeti 40-50 milyar dolar arasında olduğu tahmin edilmektedir. Türkiye ekonomisinin özellikle imalat sektörünün dışa bağımlı olması nedeniyle döviz kurundaki yükselişler fiyatlara hızla yansımış, toplumun satın alma gücü büyük ölçüde erozyona uğramıştır.

Kasım ve Şubat krizleri aslında genel anlamda, zayıf bankacılık sisteminden ve sıcak paraya aşırı güvenmekten kaynaklanmıştır. Bankacılık kesiminin kriz öncesi dönemde artan temel zayıflıkları şöyle sıralanabilir:

- Bankaların yapısal problemleri giderek artmış, etkin denetimden uzak ve bankacılık prensipleriyle bağdaşmayan yönetimler yaygınlaşmıştır.
- Borç temininde vadelerin kısalması, döviz borçlarının artmasına ve aktif-pasif kalemlerin vade uyumsuzluklarına neden olmuştur.
- Artan Konsolide Bütçe açıkları bankaların özel sektöre değil, kamu kesimine kredi veren kurumlar haline gelmesine yol açmıştır. Bilâncoların aktifinde yer alan stokları artırmıştır.
- Kredi vermede güvenilirlik ve geri dönülebilirlik kriterlerinden uzaklaşıldığı için, bankaların geri dönmeyen kredileri artmıştır (Sakarya, 2006:73).

Türkiye 2000 Kasım ayında dövize yönelen yoğun spekülasyon saldırısını çok yüksek faiz ile, önemli döviz rezervi kayıplarıyla ve önemlisi 7,5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiş ve döviz kuru çizelgesini yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Ancak daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde azalmıştır. Kasım krizinin ardından 19 Şubat 2001’de Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki bir tartışma ikinci bir spekülasyon saldırısını başlatmış ve bu kez döviz krizi başlamıştır. 21 Şubat bankalar arası para piyasasında gecelik faiz %6200’e kadar çıkmış ve ortalama %4018,6 olmuştur. 16 Şubat’ta 27,94 milyar olan Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubat’ta 22,58 milyar dolara inmiş ve rezerv kaybı 5,36 milyar dolar olmuştur. Kasım krizinde dövize saldırı yabancılarla sınırlı kalmıştır, Şubat krizinde yerlilerin de, özellikle bankalar dövize saldırmıştır. Dövize yapılan saldırının dayanma gücü kalmayınca, TCMB 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıklamıştır. 19 Şubat’ta 1 doların piyasa satış kuru 686.500 iken, 23 Şubat’ta 920.000, 28 Şubat’ta 960.000 olmuş yani kur artışı on gün içinde %40’a ulaşmıştır (Uygur, 2001:24).

1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde, Yakın İzleme Anlaşması'nın programa bağlı ve mali finans destekli bir anlaşmaya dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000–2002 döneminde uygulanacak makroekonomik politikaların çerçevesi çizilmiştir. Hükümet, IMF'ye sunduğu ve kabul gördüğü 9 Aralık 1999 tarihli Niyet Mektubu sonrasında 1 Ocak 2000'den itibaren üç yıllık bir ekonomik süreci kapsayan maliye, para, kur ve gelir politikalarının yanı sıra yapısal değişimleri de içeren enflasyonu düşürme programını uygulamaya koymuştur (Parasız, 2001:425).

Uygulamaya geçilmesiyle birlikte ekonomide çok kısa sürede bazı olumlu gelişmeler gözlenmiş olmasına rağmen, Kasım 2000 yılında Türk mali piyasalarında likidite sıkışıklığının neden olduğu döviz talebindeki hızlı artış, uluslar arası piyasalardaki bozulma ve içerde yaşanan olumsuz etkilerden kaynaklanan bir kriz yaşanmıştır. Bu kriz ancak IMF kredisi ile önlenebilmiş fakat enflasyonu düşürme programı büyük bir yara almıştır. Şubat 2001 yılında ise, mali piyasalardaki güvenin kırılğan yapısı bir kez daha finansal krize yol açmış, bunun bir sonucu olarak 2000 Enflasyonu Düşürme Programı'nda öngörülen para ve kur politikaları terk edilerek 22 Şubat 2001 yılında dalgalı kur sistemine geçilmiş, böylelikle Enflasyonu Düşürme Programı da sona ermiştir (Uygur, 2001:54).

2001 yılında yaşanan krizin etkilerinin şiddetli olmasının nedeni: bankaların varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunun artması ve yabancı para pozisyonlarının oldukça yüksek düzeylere ulaşmasıdır (Soysal, 2009:8).

2.3.3. 2008 Krizi

Bir ülke ticaret ortaklarından daha hızlı büyüyorsa, cari işlemler açığındaki bir miktar artış tolere edilebilir. Ülkede meydana gelebilecek bir verimlilik artışı hane halkının ve şirketlerin gelirlerini artırırken özel tüketimde artışa ve tasarruflarda ise düşüşe yol açmaktadır. Öte yandan bir ülkede meydana gelen verimlilik artışı, yatırımcılara daha

yüksek getiri sağlama imkânı tanıdığından, ülkeye yabancı yatırım çekerek cari işlemler açığının finansmanını kolaylaştırmaktadır. Bu çerçevede ABD’de cari işlemler açığının bir kısmının verimlilikteki artıştan kaynaklandığı savunulmaktadır.

Hâlihazırdaki küresel finans sisteminin en belirleyici özelliği ABD’nin verdiği cari işlemler açığının büyük ölçüde cari işlemler fazlası veren Asya ülkeleri tarafından düşük faiz oranlarından finanse edilmesidir. Bu sistemin işleyişi ABD ekonomisinin canlı seyretmesinden küresel piyasalarda faiz oranlarının düşük seyretmesine, Çin’in kurunu revalüe etmesine yönelik baskılara kadar birçok hususu etkilemektedir. Cari işlemler fazlası veren Asya ülkelerine bakıldığında, tasarruf oranlarının çok yüksek olduğu görülmektedir. Asya krizinden sonra bu ülkelerin tasarrufları daha da artmış, ancak yatırımları aynı oranda artmamıştır. Bu çerçevede Asya bölgesindeki ülkelerin tasarrufları ile yatırımları arasındaki farkın açılması bölgede cari işlemler açığının artmasına yol açmıştır. Öte yandan tasarruf fazlası ülkelerin tasarruflarını başka ülkelere yönlendirmeleri için aşırı tüketen ülkeler de bulunması gerekmektedir. Öte yandan Asya Merkez Bankalarının ihracat sektörlerinin rekabet gücünü koruyabilmesi için kendi para birimlerinin değerini düşük tutmak amacıyla döviz piyasalarına gerçekleştirdikleri müdahaleler de, ABD’nin cari işlemler açığını finanse etmede katkıda bulunmuştur. Asya Merkez Bankaları döviz müdahale ettiklerinde dolar satın almışlar; satın aldıkları doları da Amerikan Hazine tahvillerinde ve diğer Amerikan menkul kıymetlerinde değerlendirmişlerdir. Cari işlemler açığının büyük bir bölümünü özel sektör yatırımcıları değil, Asya Merkez Bankaları finanse etmektedir (Yalçınar, 2007:1-6).

Yabancı ihracatçılar cari işlemler açığı sebebiyle dolar dengeleriyle alacaklandırıldığında ABD’nin mali açıklarını finanse ederek ABD’nin ulusal borçlarını üstlenmektedirler. Sonuç olarak dolar Amerika dışına çıkıp uluslar arası sermaye

piyasalarına akarak dünyanın kalanı için kıymetli varlıkları ya da finansal enflasyonu beslemektedir. Dolar borç sahipleri en yüksek getirileri aradıklarından, bu durum ahlaki tehlike oluşturarak Amerikan konut piyasasında bir balon yaratmış ve nihayetinde petrol, yiyecek ve diğer malların fiyatlarını artırmıştır. Yatırımcılar, Amerika'nın getirisi daha yüksek yatırım imkânları sağlayarak finans ve bankacılık işlemlerinde karşılaştırılmalı üstünlüğe sahip olması ve diğer birçok ülkenin ellerindeki yabancı sermayeyi kendi ülkelerindeki finansal sistemde güvenle yatırıma dönüştürememesi nedeniyle dünyanın en gelişmiş finansal sistemine sahip Amerika'daki sermaye piyasasında yeniden yatırım yapmaktadırlar. Amerikan sermaye piyasalarına yapılan bu yatırımlar Amerikan ekonomisindeki sistematik dengesizlikler nedeniyle aşırı likidite (excess liquidity) olarak adlandırılan bir olgu yaratmaktadır. Bu sistemde gerekenden fazla likidite olduğu anlamına gelir ve paranın bir yerlere gitmesi gerektiğinden her seferinde artarak bir varlık pazarından diğerine yatırılır. Mortgage piyasalarındaki balon patladığında bunu petrol ve yiyecek ve en çokta spekülasyonlar yoluyla gelecek sözleşmelerindeki fiyat artışları takip etmiştir (Perelstein, 2009:15).

Borç maliyetlerinden daha hızlı artan gayrimenkul fiyatları, pek çok insanı ipotek mukabili borçlanmaya (mortgage) yöneltmiş, artan gayrimenkul talebi gayrimenkul fiyatlarını, bu nedenle de kazanç beklentilerini daha da artırmış, bu durum talebin daha da artmasına neden olmuştur. Böylece emlak fiyatlarının ve emlak yatırımlarının getirilerinin arttığı bir döngü içine girilmiştir. Bu fiyat artışları sürdürülebilir artışlar değildir ve fiyat artışları yavaşladığında kimi ipotek borçluları borçlarını ödeyemez duruma düşmüş, bu da “çürük ipotek” (sub-prime mortgage) krizini doğurmuştur (Ertuna, 2009:7).

Başlangıçta düşük, ancak değişken olan konut kredisi faizleri, ABD merkez bankasının değişken olan konut kredisi faizleri, ABD merkez bankasının 2003 yılından

itibaren artırmaya başladığı borçlanma faiz oranına bağlı olarak yükselmiştir. Öte yandan, konut fiyatlarındaki artış trendi durmuş, bu durumda kredi kullananlar yükümlülüklerini yerine getirememeye başlamıştır. Kredi dönüşlerindeki aksaklıklar, kredilere dayalı olarak çıkarılan türev ürünlere yansımış ve pek çok finansal kurumun zor duruma düşmesine sebep olmuştur. Ortaya çıkan kriz sonucu olarak, ABD'deki beş büyük yatırım bankası, mevduat bankası statüsüne geçmiştir. Diğer taraftan ABD hükümeti çeşitli kurtarma paketleriyle birçok sektöre kaynak aktarımında bulunmuştur (TSPAKB, 2008:4).

2007 yılı yaz aylarında ABD konut kredilerine ilişkin geri ödeme güçlükleri nedeniyle finans piyasalarında başlayan dalgalanmalar, 2008 yılı Eylül ayından itibaren derinleşerek küresel bir finansal krize dönüşmüştür. ABD ve Avrupa'da birçok banka iflas etmiş, finansal konsolidasyona gidilmiş ve kamu müdahaleleri gerçekleşmiştir. Mali sistemdeki sorunlar ve oluşan belirsizlik ortamı yatırımcı ve tüketici güvenini olumsuz yönde etkilemiştir. İç ve dış talebin azalması ve kredi imkânlarının zorlaşması nedeniyle birçok ülkede üretimde önemli düşüşler gözlenmiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2009:3).

2007 yılının ikinci yarısından itibaren, başta gelişmiş ülke piyasaları olmak üzere etkisini artıran finansal kriz, yarattığı yoğun belirsizlik ve hane halkı, firma ile finansal aracı kurum bilânçoları üzerindeki olumsuz etkisiyle ekonomik bir krize dönüşmüştür (BDDK, 2008:1).

2.3.3.1. Krizin Süreci ve Etkileri

Birçok ülke, talebi genişleten yatırımlar yaparak ve ihracatı artırarak büyürken ABD ekonomisi büyümesini giderek artan bir tüketimle sürdürmüştür. Borç para bulmadaki ayrıcalıklı pozisyonunu kullanan ABD tarihinde görülmemiş bir seviyede cari işlem açığı vermiş ve bu cari açığı 2007–2008 yılında bir borç krizi takip etmiştir. ABD'ye yapılan ithalat, ABD'den yapılan ihracata oranla çok daha fazla olduğundan ödemeler

dengesi içinde cari işlem açığı hiçbir ülkenin şimdiye kadar sahip olmadığı kadar yüksek bir seviyeye ulaşmıştır. Bu cari açık ABD'nin yeniden borçlanma yoluyla kapattığı ve kaydedilen en yüksek mali açık ile eşzamanlı olarak gerçekleşmiştir. ABD ulusal borçlarının finansmanı öncelikle Asya özellikle de Çin'den sağlamış ve geçen beş yıl boyunca günlük 2 milyar dolarlık bir para girişini ihtiva etmiştir. Bir başka ifade ile ABD, yükselen ekonomilerin ve gelişmekte olan ülkelerin tasarruflarını toplayan bir alıcı pozisyonundadır (Ttrichet, 2005:6).

2008 yılının ikinci yarısında küresel boyuta ulaşan krizin temelini ABD mortgage piyasasında yaşanan sorunlar oluşturmaktadır. ABD'de ortaya çıkan ve tüm dünyayı olumsuz etkileyen emlak sektörüne ilişkin sorunların temeli, beş yıl önce bazı finansal kuruluşların kredibilitesi zayıf olan kişilere de mortgage kredisi vermeye başlaması ile atılmış ve finansal kesim üzerine büyük risk almıştır. ABD'deki bankalar ekonomiyi inşaat sektörü aracılığıyla canlandırmak için, ödeme gücü ve kredibilitesi görece düşük riskli kişi ve kurumlara, sub-prime mortgage kredileri vererek, yüksek riskli kredilerin boyutunu 1,5 trilyon dolara yükseltmişlerdir. Bankalar daha sonra daha fazla kredi verebilmek için, bu riskli gruba verilen kredilerden doğan alacaklarını teminat göstererek, emlak tahvilleri çıkarıp bunları piyasadaki benzerlerine göre daha yüksek karlar elde etmeyi hedefleyen hedge fonlara satmışlardır. Ayrıca ipotekli gayrimenkuller üzerinden, emlak fiyatlarının artan kısmına yeni ipotekler yapılarak, yeni kredilerin alınması reel karşılığı olmayan kredi hacmini arttırmıştır. ABD'deki mortgage piyasasında verilen kredilerin yaklaşık üçte birinin değişken faizli krediler olması da mali piyasaları zor duruma sokmuştur (Susam ve Bakkal, 2009:73).

ABD piyasalarında gözlemlenen mortgage problemleri ters seçim sorununun bir sonucudur. Önce ödeme kapasitesi düşük kişilere konut kredisi verilmiş ve konut satın

almak için başvuruda bulunanlardan sadece gelirlerini beyan etmeleri istenmiş ancak bu beyan için kanıt istenmemiştir. Bunun yanında uyarlanabilen oranlı veya alternatif A olarak adlandırılan türdeki borçlanmalarda borç talebinde bulunanlardan finansal durumlarına ilişkin daha az durum bildirim dokümanı istendiği kaydedilmiştir. Bunun sonucunda, kredilerin geri dönüşünde sıkıntı yaşayan finans kuruluşları krize girmiş ve fonlar birbiri ardına zarar etmeye başlamışlardır. Böylece finans kuruluşları birbirlerine olan güveni yitirerek kredi arzını düşürmüştür. Bu süreç düşük kalitedeki kredi isteyenlerin piyasada sayılarının artmasına ve kredi verenlerin de ters seçimde bulunmalarına neden olmuştur (Erdoğan, 2008:2).

2006 yılında sub-prime mortgage piyasasında kredi kalitesindeki bozulma FED tarafından gündeme getirilmekle birlikte, kredi piyasasında daralmaya yol açabilecek düzenleyici ve denetleyici müdahalelerden kaçınılmış, sistemdeki sorunlara rağmen konut kredilerine dayalı menkul kıymet ihracına devam edilmiştir. Yine 2006'da ABD gayrimenkul piyasasının doygunluğa ulaşmış ve durgunluk içine girmesi ile konut fiyatlarındaki düşüş ve FED'in son iki yılda sık sık faiz artırımına gitmesi, özellikle değişken faizli kredi alan ve konut fiyatlarındaki artışa güvenenleri zor duruma sokmuştur (Demir ve diğ., 2008:4).

Yatırımcıların risk almadan kazanç elde etme isteği, maliyeti düşük, kolay kredi imkânlarına bağlı olarak tüketicilerin aşırı borçlanmasına ve kontrolsüz kredi genişlemesine neden olarak sistemin kırılganlığını arttırmıştır. ABD'de subprime borçlularının ödeme güçlüğüne düşmesi ile tetiklenen kriz, bu kırılganlıklarla birlikte büyümüştür. Kredi piyasasında ortaya çıkan kriz Mortgage kredileri üzerinde odaklansa da kredi kartı geri ödemelerinin belirgin bir sorun olarak sistem içinde yer aldığı görülmektedir (Demir ve diğ., 2008:38).

ABD finansal piyasalarında yaşanan dalgalanmanın ve bu dalgalanma sonunda uygulanan politikaların etkisiyle 2007 yılında toplam kredi piyasasında bir daralma olduğu görülmektedir. ABD’de 2007 yılında yaklaşık olarak net 4 trilyon dolar kredi kullanılmıştır. ABD kredi piyasasında, 2007 yılında 4 trilyon dolar olan net kredi kullanımının kaynak yapısına sektörler itibariyle bakıldığında, finans sektörü ile gelişmekte olan diğer ülke piyasalarına ilişkin payı ifade eden dünyanın geri kalan piyasalarının ağırlıkta olduğu görülmektedir. Diğer ülke piyasalarının 2007 yılının üçüncü çeyreğinde kredi arzı üzerindeki payı, faiz oranları, borsa oynaklığının artması ve doların değerleriyle ilişkili olarak %11’e gerilemiştir. Kredi piyasasında ortaya çıkan dalgalanma nedeniyle kredi koşullarının sıkılaştırılması hem kredi arzının hem de piyasada borçlanma imkânının azalmasına neden olmuştur. Kredi piyasasında ortaya çıkan daralma ABD ekonomisinin büyümesi üzerinde olumsuz baskı yapmaktadır. Kredi piyasasının fonlanması için ABD hükümeti, kriz dönemi olan 2007 yılında likidite sıkışıklığını gidermek için açık piyasa işlemlerini kullanmıştır. FED, finansal karışıklığın çözümlenmesinde ilk olarak açık piyasa işlemlerini, ikinci olarak da bankalarla müşterek olarak finansal bir kriz sırasında piyasalara ilave likidite sağlamak amacıyla tam teminat altına alınmış ticari bankalara ve diğer finansal kurumlara gecelik borç vermeyi tercih etmiştir (BDDK, 2008:36-37).

ABD’de 2007 yılında, finans ve sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörü başta olmak üzere toplam 4 sektörün büyüme hızının yavaşlamasıyla genel ekonominin büyüme hızı da yavaşlamıştır. Ekonomik büyümenin yavaşlamasına neden olan reel sektör, Mortgage krizinden olumsuz yönde etkilenmiştir. Ekonomik gelişmelere paralel olarak ABD dolarının değer kaybetmesi, küresel finansal piyasaları olumsuz yönde etkilemektedir. Uluslar arası kısa vadeli sermaye hareketlerinin en önemli iki etkeni faiz

oranları ve göreceli döviz kuru değerleridir. Bu nedenle ABD'nin cari açığı ile bu açığın nasıl finanse edildiği piyasaları yakından ilgilendirmektedir. 2007 sonu itibariyle ABD cari açık rakamı tarihinde en yüksek seviyeye ulaşarak, 811,5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Demir ve diğ., 2008:36).

2.3.3.2. Krizin Türkiye Üzerindeki Etkileri

Küresel kriz, Türkiye ekonomisinin iç dinamiklerinden kaynaklı olmamasına rağmen cari işlemler açığının finansmanına duyulan ihtiyaç ve dış ticaretimizin özellikle krizin derin hissedildiği ülkelerle bağlantılı olması nedeniyle 2008'in son çeyreğinden itibaren ülkemizi yakından etkilemiştir. Dış piyasalarda yaşanan talep daralması nedeniyle özellikle ihracat yapan sektörlerimiz krizden çok etkilenmişlerdir. Küresel kriz, neredeyse her sanayiye ve coğrafi bölgeyi etkisi altına almıştır. Talep daralması özellikle imalat sanayi, inşaat ve ticaret sektörlerinde üretim düşüşleri meydana getirmiştir. Türk sanayisi Ocak 2009 itibariyle 6 ay üst üste küçülmeye devam etmiştir (TOBB, 2009:1).

Türkiye ekonomisinde büyüme hızı 2004 yılından sonra ivme kaybetmeye başlamış, ancak 2008 yılına kadar uzun dönem ortalaması olan %4'ün üzerinde büyümüştür. Ancak, büyüme hızındaki yavaşlama 2008 yılının ilk çeyreğinden sonra daha belirgin hale gelmiş, son çeyrekte ise küçülme yaşanmıştır. Böylece 2002 yılının üçüncü çeyreğinde başlayan ve kesintisiz olarak 27 çeyrek devam eden büyüme süreci, 2008 yılının son üç ayında sona ermiştir. Yılın dördüncü çeyreğinde GSYİH sabit fiyatlarla yüzde 6,2 oranında küçülmüştür. Büyüme hızının 2008 yılında hızla yavaşlamasının başlıca nedenleri sermaye girişinin hız kesmesi, küresel ekonomideki risklerin artışına bağlı olarak hem iç hem de dış talepteki gerileme özellikle özel sektör sermaye yatırımlarının azalması, para piyasalarında dalgalanmanın artması ve TL'nin değer kaybetmesi olmuştur (TBB, 2009:13)

Türk finans sektörünün aktif büyüklüğü bir önceki yıla göre 177,7 milyar TL artarak 2008 yılında 947,8 milyar TL'ye ulaşmış, finansal sektör aktiflerinin GSYHI'ye oranı %99,8 olarak gerçekleşmiştir. 2007 yıl sonuna göre, Türk bankacılık sektörünün toplam aktifleri nominal olarak %26 oranında artmıştır. Küresel ekonomik kriz göz önüne alındığında Türk bankacılık sektörünün büyüme performansının ekonomiye önemli katkı sağladığı görülmektedir. Yurtiçi yerleşiklerin portföy yatırımları 2007 yılına göre %18,7 artarak 544 milyar TL'ye yükselirken, yurtdışı yerleşiklere ait yatırımların toplam miktarı %36,6 oranında azalmış ve 67 milyar dolara gerilemiştir. Yurtdışı yerleşiklerin DİBS yatırımları bir önceki yıla göre azalırken, mevduatı artmıştır. 2008 yılında, bir önceki yılsonuna göre yurtiçi yerleşiklerin hisse senedi yatırımları %35,5, yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi yatırımları %40,6 oranında azalmıştır. Küresel finans krizinin yatırım tercihlerine etkisi 2008 yılının son çeyreğinde daha açık görülmüştür. Küresel krizin etkisiyle azalan uluslar arası likidite ve borçlanma maliyetlerinin artması, dış piyasalardan sağlanan kaynaklar üzerindeki etkisi özellikle yılın son çeyreğinde göstermiştir. Toplam dış piyasalardan sağlanan kaynaklar bir önceki yılsonuna göre yaklaşık %11 civarında azalmıştır (BDDK, 2008:2)

Finansal piyasaların küçülmesinin ve risk algılamasının değişmesinin bir sonucu olarak gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin önce yavaşlaması sonra tersine dönmesi, tasarruf açığının yüksek olmasından dolayı ülkemizde de piyasalarda istikrarsızlığa yol açmıştır. Gelişmeleri Türkiye'de olan yansımaları özellikle 2008 yılının son çeyreğinde daha yoğun hissedilmiştir. İç talep ve dış talep aynı zamanda daralmıştır. Dış kaynak hareketinde ani değişiklik ülkemizde döviz likiditesinin son çeyreğe girerken bir anda kaybolmasına neden olmuştur. Yurtdışında yerleşik yatırımcılar devlet iç borçlanma senetleri ve menkul kıymet portföylerini azaltarak, sermaye piyasasından

çıkmağa başlamışlardır. Gelişmiş ölkelerde mevduat güvencesi miktarı yükseltilmiştir. Son çeyreğin hemen başında döviz mevduatından da hızlı bir çıkış olmuştur. Sonuçta, uzun bir aradan sonra döviz talebi döviz arzının üzerine çıkmış, TL ve döviz piyasalarında ani ve hızlı bir hareketlilik yaşanmış, piyasalarda öngörülebilirlik azalmış, istikrarsızlık artmıştır. TL başlıca yabancı paralar karşısında değer kaybetmiş, faiz oranları yükselmiş; hem TL hem de döviz kaynağının maliyeti artmıştır. Bir yandan daha kısıtlı ve pahalı kaynak, bir yandan varlık fiyatlarının düşmesi, öte yandan iç ve dış talebin daralması finansal olmayan sektörleri önemli ölçüde etkilemiştir (TBB, 2009:3)

Küresel finans piyasalarının gelişmekte olan ölkelere ilgisinin yoğun olduğu 2002–2006 dönemindeki hızlı büyümenin ardından, Türkiye'nin büyüme hızı 2007 yılında yavaşlayarak %4,5'e inmiştir. 2008 yılında küresel krizin boyutunun büyümesiyle milli gelirdeki büyüme %1,1'e gerilemiş, gayri safi yurtiçi hâsıla 950 milyar TL olmuştur. Üretimdeki daralma trendiyle beraber, işsizlik oranı %10 civarında sene sonunda %14'e kadar çıkmıştır. Cari açık 2008'in ikinci yarısında küçülme trendine girse de, yüksek seyretmeye devam etmiş ve 42 milyar \$'a çıkmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar ve özel sektörün sağladığı kredilerle sermaye girişi olurken, özel sektörün sağladığı kredilerle sermaye girişi olurken, özel sektör yılın son aylarında net borç ödeyicisi konumuna geçmiştir (TSPAKB, 2008:4).

Bu ortamda Türkiye'de, 2003 yılından beri kamu dengelerinde görülen iyileşme, 2007 yılının ardından 2008 yılında da önemli bir gelişme sergilememiştir. Yıl içinde yapılan kanun değişiklikleri ile bütçe dışındaki bazı gelir kaynakları bütçeye aktarılırken, faiz dışı bütçe fazlasının milli gelire oranı %3,5'e inmiş, Avrupa Birliği tanımlı kamu borç stokunun milli gelire oranı ise değişmeyerek %39'da kalmıştır (TSPAKB, 2008:4).

2000 ve 2001 yıllarında Türk banka sisteminin aktifleri pasiflerini karşılayamaz duruma gelmiştir. Burada bankaların açık pozisyonları (döviz borçları), batık kredileri, bankaların sahiplerince ele geçirmeleri önemli bir rol oynamıştır. Böylece IMF'nin de zorlamasıyla, Türk banka sistemi yeniden yapılandırılmıştır. Bunun sonucu olarak 2008 küresel krizinden çok fazla etkilenmemiştir (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2003:32).

Yılın ilk aylarındaki sınırlı faiz indirimlerinin ardından Merkez Bankası enflasyondaki artış neticesinde Mayıs ayında tekrar gecelik faizleri artırmaya başlayarak Temmuz ayında %16,75'e çekmiştir. Küresel krizin boyutunun büyümesiyle dünya finans piyasalarında oluşan sıkışıklık ve reel ekonomilere olan yansımaları neticesinde, Merkez Bankası Kasım ayında tekrar faiz indirimlerine başlamış, yılsonunda gecelik faiz %15'e indirilmiştir. 2007 sonunda %16 civarında olan devlet iç borçlanma senedi faizleri, önce siyasi belirsizlik, sonra da uluslararası krizin etkisiyle yıl içinde %23–24 civarına çıktıktan sonra TCMB'nin faiz indirimiyle sene sonunda tekrar %16 civarına inmiştir. Öte yandan, hisse senetleri piyasası 2008 yılını %52 oranında düşüşle tamamlamıştır.

Döviz kurları yıl içinde artan bir seyir izlerken, önemli bir oynaklıkta sergilemiştir. Yılın ilk aylarındaki artışın ardından, Mayıs ayından itibaren yapılan parasal sıkıştırmaya da paralel olarak TL'ye olan talep artmış, ancak uluslararası piyasalarda şiddetlenen kriz ile yılın son aylarında kurlar tekrar hızla yükselmiştir. ABD doları sene sonunda %31 artışla 1,52 TL'ye yükselirken, Avro/TL kuru yılı %25 artışla 2,13 seviyelerinde kapamıştır.

Bankacılık sistemi, 2008 yılının son çeyreğinde özellikle döviz cinsinden likit varlıklarını artırmaya ve kredi stokunun kalitesini korumaya yönelmiştir. Kredi standartları yükseltilmiş, kredi stokunun artış hızı yavaşlamıştır. Kamu maliyesindeki gevşeme nedeniyle iç borç stokunun çevrilme oranının artması ve bankaların likit varlık tercihlerinin

güçlenmesi sonucu menkul değerler cüzdanı artmaya başlamıştır. Kaynaklar tarafında, yurtdışından temin edilen kaynaklar dolar bazında gerilemiş, Ekim ayında döviz tevdiat hesapları ve repo işlemleriyle sağlanan fonlar azaltılmıştır. Kasım 2008'den itibaren mevduat erimesi durmuş ve sınırlı artışlar yaşanmaya başlanmıştır (TBB, 2009:7).

Yaşanan küresel ve yerel ekonomik gelişmelerin piyasalar üzerinde de etkileri hissedilmektedir. Nitekim 2008 yılında yapılan artırımlarla %16,75'e kadar yükseltilecek Merkez Bankası politika faiz oranı, uluslararası piyasalardaki sorunların iç ve dış talebi sınırlamaya devam etmesi ve döviz kurlarındaki dalgalanmanın enflasyona etkisinin sınırlı kalması neticesinde belli aralıklarla indirilmiştir. İktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamanın derinleşmesi ve fiyatlar üzerindeki baskının azalmasıyla söz konusu oran Haziran 2009'da %8,75'e kadar düşürülmüştür. Yıllık tüketici enflasyonunun 2009'da %5,24 gerçekleşmesi ve üretici fiyatlarının %2,46 azalmasıyla birlikte politika faiz oranında ölçülü bir indirim için alan bulunmaktadır. Ekonomik konjonktür, politika faiz oranının yanı sıra DİBS ve mevduat faizlerinde de ılımlı düşüşler gözlenmesine olanak sağlarken, belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle tüketici faiz oranlarında görülen düşüş daha sınırlı kalmaktadır (BDDK, 2009:10).

Finansal kurumların piyasa değeri 2008 yılı sonunda 45 milyar dolar düzeyine gerilemiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören hisse fiyatlarında 2008 yılının özellikle son çeyreğinde yaşanan gerileme ve TL'nin değer kaybı, piyasa değerindeki gerilemede etkili olmuştur (TBB, 2009:8).

2009 yılı ilk çeyrek itibarıyla Türk finans sektörünün aktif büyüklüğü, bir önceki yılsonuna göre %0,3 oranında azalarak 945,2 milyar TL seviyesine gerilemiştir. Banka, tüketici finansman şirketleri, menkul kıymet yatırım fonları ve emeklilik şirketlerinin aktif büyüklüklerindeki artışa rağmen finansal kiralama, faktoring,

sigortacılık, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul kıymet yatırım ortaklıklarının büyüme performansı genel büyüme hızını olumsuz etkilemiştir. Buna karşılık söz konusu dönemde bankacılık sektörünün toplam aktifleri %2,9 oranında artmıştır. Küresel olarak bankacılık sektörü zor bir dönem geçirmesine rağmen Mart 2009 döneminde Türk bankacılık sektörünün görece iyi performansı dikkat çekmektedir. Aynı dönemde TCMB tarafından gerçekleştirilen faiz indirimleri ve İMKB’de yaşanan olumlu seyir nedeniyle menkul kıymet yatırım fonlarının getirileri yükselirken aktif büyüklüklerinde de %19,7 ile finansal sektörde aktiflerdeki en yüksek oransal artış yaşanmıştır. Bu dönemde menkul kıymet yatırım ortaklıklarının aktif büyüklüğü ise %8,2 oranında azalmıştır. 2009 yılı ilk çeyreğinde yurt içi yerleşiklere ait portföy yatırımlarının toplam büyüklüğü 2008 yılsonuna göre %4,2 oranında artarak 566,9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2008 aralık ayına göre TL mevduat ve repo yatırımları 2009 döneminde azalırken diğer yatırım kalemlerinde artış görülmüştür. Oransal olarak en yüksek artış ise kıymetli maden hesaplarında %70 oranında gerçekleşmiştir (BDDK, 2009:15).

3. BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI VE ENDEKSLER

3.1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) yönetmeliği 6 Ekim 1983 tarihinde 91 sayılı KHK ile yürürlüğe girmiştir. Bu Kanun Hükmünde Kararnamenin 11. maddesine göre kurulacak olan borsa iç yönetmeliği hazırlanarak Sermaye piyasasının onayı ile uygulamaya konulmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının çalışma esaslarını belirlenmiştir (Civan, 2007:189).

İMKB; söz konusu bu 91 sayılı KHK'da öngörülen görevleri yerine getirmek üzere kurulmuş, yetkilerini kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak kullanan ve Sermaye Piyasası Kurulunun gözetim ve denetimi altında olan tüzel kişiliği haiz bir kamu kurumudur (İMKB yönetmeliği, Md 6).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının amacı, menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesi için Menkul Kıymetler Borsasının açık, düzenli ve dürüst çalışmasını sağlamak üzere kuruluş, yönetim, çalışma esasları ve denetlemeleri düzenlemek suretiyle sermaye piyasasının ekonomik gelişmede etkin bir rol oynamasını sağlamaktır (Civan, 2007:189).

İMKB 1986 yılında faaliyete geçtiğinde günlük işlem hacmi ortalama 3 milyar lira iken, Ocak 1995 itibariyle günlük işlem tutarı 3 trilyon liraya ulaşmış, 2008 yılı itibariyle günlük işlem hacmi 1 milyar doları aşmıştır (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009:3).

İMKB, resmi çalışma günlerinde faaliyette bulunur. İMKB aynı zamanda, bir meslek kuruluşudur. Her meslek kuruluşu gibi üyeleri vardır. Borsaya üye olabilecek, yani Borsa'da işlem yapabilecekler, SPK'dan faaliyetleri için Yetki Belgesi almış, yatırım ve

kalkınma bankaları, ticari bankalar ve aracı kurumlardır. Borsanın üst karar organı Borsa üyelerinden oluşan genel kuruldur. Genel kurul, Başkan dışındaki 4 Yönetim Kurulu üyesini seçer. Borsa Başkanı aynı zamanda yönetim kurulu başkanıdır ve müşterek kararname ile tayin edilir.

3.1.1. İMKB'nin Görev ve Yetkileri

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının başlıca görev ve yetkileri aşağıda gösterilmiştir.

- Menkul kıymetlerin Borsa kotuna alınması ile ilgili başvuruları, İMKB Yönetmeliğinde belirtilen esaslar dâhilinde incelemek, ek bilgi ve belgeler istemek, başvuruları değerlendirmek ve karara bağlamak
- Kanuni gerekler yerine getirilerek vadeli işlemlerle ilgili piyasalar açmak
- Borsada işlem görebilecek menkul kıymetler için türlerine göre menkul kıymetler pazarları oluşturmak, oluşturulan pazarlar ve bunlarda işlem görece menkul kıymetleri belirlemek ve Borsa Bülteninde yayınlamak, pazarlara Borsa binasında yer tahsis etmek,
- Borsada pazarların çalışma gün ve saatlerini belirlemek ve borsa bülteninde ilan etmek,
- Borsa pazarlarında yapılan işlemler sonucunda oluşan fiyatları ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarlarını seans bitimine kadar ilan etmek,
- Borsada yapılan alım-satım işlemlerini güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları altında kolayca ve düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak, bu kuralların dışına çıkan Borsa üyelerine İMKB yönetmeliğinde belirtilen müeyyideleri uygulamak,

- Borsada olağan dışı menfi gelişmelerin meydana gelmesi halinde, mevzuatın verdiği yetkiler içinde gerekli önlemleri ve tedbirleri almak ile görevli ve yetkilidir (Coşkun, 2008:427).

3.2. İMKB'nin Tarihçesi

Osmanlı İmparatorluğu'nda, menkul kıymet ticareti niteliğini taşıyan işlemlere, ilk olarak, tanzimattan sonra rastlanmaktadır. Galata'da menkul kıymet ticareti ile uğraşan mubayaacı, dellal olarak adlandırılan gayri müslim kişiler, 1864'te bir dernek kurmuşlardır. Alacaklı yabancı devletlerin de teşviki sonucu, 1866 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul'da ilk resmi borsa olan "Dersaadet Tahvilat Borsası" kurulmuştur. 1906 yılında çıkarılan bir nizamname ile borsanın adı "Esham ve Tahvilat Borsası" olarak değiştirilmiştir. Osmanlı dönemindeki borsa, 1866–1895 yılları arasında, Avrupa borsaları düzeyine ulaşmıştır. Osmanlı'da borç alınan fonlar, sanayileşme yerine, cari ve tüketim harcamaları için kullanılmıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1914 yılında kadar az da olsa ilerleme kaydetmiştir. İkinci Meşrutiyetten sonra, yerli şirketlerin menkul kıymetleri de kote edilmeye başlanmıştır. Osmanlı İmparatorluğu'nun parçalanması ile borsa da tarihe karışmıştır. Borsa, kısa sürede, gelişerek yurt çapında girişimcilerin fon ihtiyaçlarının karşılanmasında önemli katkıda bulunmuştur. Ancak, 1929 Krizi, 2.Dünya Savaşı'nın patlak vermesi, Türk iş dünyasını olumsuz etkilemiş ve Borsa'nın başarısını gölgede bırakmıştır. Takip eden yıllardaki endüstri devrimi süresince, hisse senetlerini halka arz eden anonim şirketlerin sayısı da sürekli olarak artmıştır. Bu hisseler çoğu bireysel, bir kısmı da kurumsal olan yatırımcılardan yoğun talep görmüştür.

1980'li yılların ilk dönemlerinde sağlıklı sermaye hareketlerine uygun gerek mevzuat gerekse kurumların oluşması yönünden Türk sermaye piyasalarında önemli

gelişmeler olmuştur. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkartılmış, bir sene sonra 1982 yılında menkul kıymetler piyasasının idaresinden, kontrolünden ve mevzuatının düzenlenmesinden sorumlu resmi kurum olan Sermaye Piyasası Kurulu Ankara’da kurulmuştur. Ekim 1983 Türkiye’de menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören bir kararname çıkmış, Ekim 1984’de ise "Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları" Resmi Gazete’de yayınlanmıştır. Çalışma esaslarına ilişkin mevzuat Olağanüstü Genel Kurul toplantılarında kabul edilmiş ve 26 Aralık 1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kurulmuştur (<http://imkb.gov.tr/genel/tarih.htm>).

3.3. İMKB’deki Piyasalar

İMKB’de piyasalar, hisse senetleri piyasası, tahvil ve bono piyasası ve uluslar arası pazar olarak sınıflandırılmıştır. İşlem hacmi bakımından tahvil ve bono piyasası ile hisse senetleri piyasası diğer piyasaların önündedir (Ceylan ve Korkmaz, 2008:446).

3.3.1. İMKB Hisse Senetleri Piyasası

Hisse senetlerinin alım satım işlemlerinin gerçekleştiği pazarlara “Hisse Senedi Pazarları” (Stock Markets) denir. Bu pazarların kuruluş amacı; borsa üyesi aracı kurumlar arasında menkul kıymet hareketini teşvik etmektir (Kondak, 1999:45).

İMKB hisse senetlerinin alınıp satılmasına ilk olarak 3 Ocak 1986 tarihinde başlanmıştır (Kayalı, 2004:618).

İMKB hisse senetleri piyasası’nda, 3 Aralık 1993 tarihinde kısmen uygulamasına başlanılan elektronik alım-satım sistemi, 21 Kasım 1994 tarihinde tamamlanmış ve tüm hisse senetleri elektronik ortamda işlem görmeye başlamıştır. Hisse senedi işlemleri biri sabah diğeri öğleden sonra olmak üzere iki ayrı seansta yapılmaktadır. Elektronik alım-satım sistemi işlem hızını ve buna bağlı olarak günlük işlem hacmini önemli ölçüde artırmıştır (Küçükkocaoğlu, 2005:4).

Hisse senetleri piyasası'nda fiyatlar, alım ve satım emirlerini fiyat ve zaman önceliği esaslarına göre otomatik olarak eşleştiren elektronik alım-satım sistemi aracılığıyla, Çoklu-Fiyat Müzayede yöntemine göre oluşmaktadır. Temsilciler, alıcı ve satıcıların emirlerini İMKB'de ve üye merkez ofislerinde bulunan işlem terminalleri aracılığıyla elektronik alım-satım sistemine girerler. Alıcı ve satıcıların hangi üyeler olduğu ancak işlem gerçekleştikten sonra görülebilir. Üye temsilcilerinin seans sırasında bekleyen emirlerin hangi üyelere ait olduğu dışında, emir ve işlemlere ait her türlü bilgiye erişme imkânı vardır. Bu terminaller ilave olarak her aracı kurumun merkez ofisinde alım-satım sistemi'ne erişim imkânı olan terminaller de borsa üyelerinin kullanımına sunulmuştur (Küçükkoçoğlu, 2005:5).

İMKB hisse senetleri piyasasında yedi pazar bulunmaktadır.

1. Ulusal Pazar
2. İkinci Ulusal Pazar
3. Yeni Ekonomi Pazarı
4. Fon Pazarı ve Borsa Yatırım Fonları
5. Gözaltı Pazarı
6. Birincil Piyasa
7. Toptan Satışlar Pazarı

Ulusal Pazar: Ulusal Pazar'da yer alan tüm şirketler İMKB tarafından önceden belirlenmiş kotasyon şartlarını tümüyle karşılayan şirketlerdir. Şu anda, Ulusal Pazar'dan seçilmiş 100 şirkete ait hisse senetleri İMKB Ulusal 100 Endeksini oluşturmaktadır.

İkinci Ulusal Pazar: İkinci Ulusal Pazar, ülkenin çeşitli bölgelerinde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senetlerinin likit, güvenli ve şeffaf bir

ortamda işlem görmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur. İkinci Ulusal Pazar aynı zamanda, İMKB Ulusal Pazar'ından geçici veya sürekli olarak çıkartılan şirketler ile Ulusal Pazar için geçerli kotasyon ve işlem görme koşullarını sağlayamayan şirketlere ait hisse senetlerini de kapsamaktadır. İkinci Ulusal Pazar'da işlem görme koşullarını taşıyan şirketler bu pazara İMKB Yönetim Kurulu kararı ile alınırlar.

Yeni Ekonomi Pazarı: İMKB'de "Yeni Ekonomi Pazarı (YEP)"nın oluşturulmasındaki amaç telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım ve donanım, medya veya Borsa Yönetim Kurulunca kabul edilecek benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin sermaye piyasasından kaynak elde etmelerini sağlamak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir.

Fon Pazarı: Fon Pazarı'nda Borsa Yatırım Fonları'nın işlem görmesi esastır. Ancak Borsa Yönetim Kurulu'nca işlem görmesi uygun bulunan A tipi yatırım fonları katılma belgeleri için de Fon Pazarı bünyesinde pazar açılabilir.

Borsa Yatırım Fonları (BYF) bir endeksi baz alır ve bu endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlar. BYF'nun içerisindeki hisse senetleri baz alınan endeksin içeriğinin birer kopyasıdır. Fon Pazarı, hisse senetleri ve devlet iç borçlanma senetleri fiyatlarına dayalı endekslerden altın fiyatlarına dayalı BYF' ye kadar yatırımcılara geniş bir yelpazede yatırım imkânı sağlamaktadır.

Gözaltı Pazarı: Gözaltı Pazarı'nın kuruluş amacı, aşağıda belirtilen koşulların ortaya çıkması sonucunda, şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve söz konusu şirketlerin

hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunmaktır. Bu koşullar;

a) Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler ve/veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağandışı durumların ortaya çıkması,

b) Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli olarak aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemelere uyum konusuna gerekli özenin gösterilmemesi,

c) Yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin Borsa kotundan ve/veya işlem gördüğü pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması.

Gözaltı Pazarı 4 Aralık 1996 tarihinde faaliyete geçmiştir. Gözaltı Pazarı'ndaki takas esasları Ulusal Pazar'da uygulanan genel takas esasları ile aynıdır.

Birincil Piyasa: Genel olarak Birincil Piyasa, hisse senedi ihraç eden şirketler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan karşılaştıkları piyasalardır. İMKB Hisse Senetleri Piyasası bünyesindeki Birincil Piyasa'da, İMKB'de işlem gören/görmeyen şirketlerin Borsa kanalıyla halka arz edilecek hisse senetleri ile İMKB'de işlem gören şirketlerin nakit karşılığı sermaye artırımlarında yeni pay alma (rüçhan) haklarının kullanımı sonrası arta kalan paylarının satışı yapılır.

Toptan Satışlar Pazarı: Toptan Satışlar Pazarı, önceden alıcıları belirli olan veya olmayan, belirli bir miktarın üzerindeki hisse senedi işlemlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir piyasada gerçekleştirilmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur.

Toptan Satışlar Pazarı'nda, hisse senetleri İMKB'de işlem gören ve görmeyen şirketlerin, sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecek hisse senetleri veya bu şirketlerin

mevcut ortaklarının sahip oldukları hisse senetlerinin, önceden anlaşma yapılmış ya da yapılmamış alıcılara tahsisli veya toplu olarak satışı yapılır. Özelleştirme kapsamında bulunan şirketlerin hisse senetlerinin blok satışı da Toptan Satışlar Pazarı'nda gerçekleştirilebilir.

Toptan Satışlar Pazarı'ndaki takas esasları Ulusal Pazar'da uygulanan genel takas esasları ile aynıdır. Ancak, gerçekleşen işlemlerin takası, alıcı ve satıcının isteği ve İMKB'nin onayıyla Takasbank dışında yapılabilir.

3.3.2. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası

İMKB'de yer alan bir diğer önemli piyasa olan Tahvil ve Bono Piyasasında işlemler Haziran 1991 tarihinde Kesin Alım Satım işlemleri ile başlamış olup; Şubat 1993 tarihinde Repo-Ters Repo Pazarı faaliyete geçmiştir. 1999 yılı Temmuz ayında, Tahvil ve Bono Piyasasına Uzaktan Erişim Projesi çerçevesinde yürütülen Tahvil ve Bono piyasası yeni bir Alım-Satım sistemi yazılımı devreye girmiş, 2000 yılı Ocak ayında Uzaktan Erişim Projesi kapsamında üyeler Tahvil ve Bono Piyasası işlemlerini merkez ofislerindeki terminalleri aracılığıyla yapmaya başlamışlardır (Uluslararası Finans Sempozyumu, 2005:191).

Bu piyasanın kurulmasındaki amaç sabit getirili menkul kıymetlerin aracı kuruluşlar arasında daha verimli olarak dağılımını sağlamak, şeffaf bir ikinci el piyasa oluşturarak menkul kıymet ihracını artırmak, repo, ters repo pazarı içinse aracı kuruluşlar içerisindeki fon akışını düzenleyerek repo işlemlerinin şeffaf bir ortam içinde gerçekleşmesini sağlamaktır. İMKB tahvil ve bono piyasasının faaliyete geçmesiyle sabit getirili menkul kıymetler piyasasının ikinci el işlemleri yaygınlaşmış ve piyasaya ulaşımdaki kolaylık, işlem maliyetlerinin düşüklüğü ve takas güvencesiyle piyasanın etkinliği sağlanmıştır. İMKB tahvil ve bono piyasasında gerçekleşen işlemleri fiyatları ya

da oranları diğer piyasalardaki gelişmelerden doğrudan etkilenmektedir. Tahvil veya bono fiyatları ya da repo oranları diğer piyasalardaki gelişmelerin bir sonucudur. Örneğin devletin artan bütçe açıklarını finanse edebilmek için iç piyasadan borçlanmaya yönelmesi, doğrudan borçlanma maliyetlerini dolayısıyla faizleri artıracaktır. Uzun vadeli sabit getirili borçlanma araçlarının fiyatların daha çok devletin borçlanma politikası ve makro ekonomik gelişmelerden etkilenmesine rağmen kısa vadeli sabit getirili borçlanma araçlarının fiyatları devletin borçlanma politikası ve para piyasasında yaşanan gelişmelerden etkilenmektedir. Örneğin TCMB'nin açık piyasa ihalesiyle piyasadan para çekmesi repo oranlarını yükseltmekte ya da TCMB'nin İnterbank para piyasasında piyasaya para vermesi repo oranlarını düşürmektedir. Enflasyonun yükselmesi, devletin iç dış borç miktarının artması, döviz fiyatlarında yaşanan artışlar ya da dengesizlikler, ekonomik gelişmelerdeki belirsizlikler tahvil fiyatlarını düşürmekte, enflasyonun düşmesi, döviz fiyatlarındaki artışların dengeli olması, ekonomik ve politik açıklık tahvil fiyatlarını artırmaktadır. Bono fiyatları ise piyasanın likiditesine, ihraççıların likidite ihtiyaçlarına, ihraçlarda uyguladıkları oranlara ve döviz fiyatlarının seyrine bağlı olarak değişmektedir (İMKB kılavuzu, 2008:539).

Hisse senedi dışındaki tahvil, bonoların alım, satım işlemlerinin gerçekleştiği pazarlara “ Tahvil-Bono Pazarları” (Bond Markets) denir. İMKB bünyesindeki “Tahvil-Bono Piyasası” 17.06.1991’de faaliyete geçirilmiş olup, burada işlem gören finansal araçlar ise, devlet tahvili, hazine bonosu, döviz endeksli gelir ortaklığı senetleri, kamu idare ve müesseselerinde ihraç edilmiş tahviller, borsa kodundaki özel sektör tahvilleri gibi tahviller yer almaktadır (Kondak, 1999:48).

3.3.3. Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası

Yabancı Menkul Kıymetler Piyasası bünyesinde Uluslararası Tahvil Pazarı (Pazar) faaliyet göstermektedir. Pazar 16.04.2007 tarihinde faaliyete geçmiş olup, Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi tarafından ihraç edilen ve Borsa kotunda bulunan dış borçlanma araçları “Euro tahvil” işlem görmektedir.

Pazar’da İMKB’nin elektronik emir girişi, eşleşme ve raporlama sistemi kullanılır. Pazar çoklu fiyat - sürekli müzayede sistemi ile çalışır. Aracı kuruluş temsilcileri emirlerini uzaktan erişim terminalleri aracılığı ile sisteme iletirler. Sistem karşıt emirleri fiyat ve zaman önceliğine göre eşleştirir. Buna göre, alım emirleri, eşit veya daha düşük fiyatlı satış emirleri ile satış emirleri ise eşit veya daha yüksek alım emirleri ile otomatik eşleşir. Pazarda yer alan emirler içerisinde bilgisayar tarafından alımda en yüksek, satımda en düşük fiyatlı emirler veri dağıtım firmaları aracılığıyla anında üyelere iletilir. Diğer daha kötü fiyatlı emirler fiyat ve zaman önceliğine göre sistemde yer alır ancak ekranlarda görünmez. Veri yayın kuruluşlarında bu bilgilerin yanı sıra en son işlem bilgileri ile tüm işlemlerin özet bilgileri yayınlanmaktadır.

Euro tahvillere ilişkin her bir döviz cinsinden ihraç edilen tahvillerde emirler aynı döviz cinsi ve 100 birim üzerinden fiyatlandırılır.

Pazar’da asgari 3 iş günü (T+3) azami 15 gün (T+15) ileri valörlü işlemler yapılabilir. İşlemler her iş günü saat 09:30–12:00 ile 13:00–17:00 arasında yapılır ve 12:00–13:00’de işlemlere ara verilir.

Pazar’da, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası kesin alım-satım işlem yetkisi bulunan tüm aracı kuruluşlar işlem yapmaya yetkilidir. İşlemler İMKB Tahvil ve Bono Piyasası işlem limitleri kapsamında yapılır, ayrıca bir teminat talep edilmemektedir (<http://eski.imkb.gov.tr/piyasalar/yabanci.htm>).

3.3.4. Takasbank

Sermaye Piyasası Kurulu, 1996 yılı sonunda sermaye piyasası araçlarının fiziki olarak bastırılmaksızın kaydi değer halinde işlem görmesine ilişkin ilke ve esasları düzenlemiştir. Yeni sisteme göre, sermaye piyasası tarafından tespit edilecek süre içerisinde, işletmenin hisse senetleri Takasbank tarafından noter huzurunda iptal ve imha edilecektir. Bunların yerine, saklama senedi düzenlenerek Takasbank'a teslim edilecektir. Böylece, hisse senedi alım satımları, aracı kurumlara verilen emirler doğrultusunda gerçekleştirilip Takasbank kayıtlarında izlenecektir. Takasbank, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Türkiye'de menkul kıymetlerin takası, saklanması ve uluslar arası standartlarda numaralandırılması ile görevlendirilmiştir. Aracı kurumlar ve bankalar, İMKB'de işlem gören, kendilerine veya müşterilerine ait hisse senetlerini Takasbank dışında hiçbir yerde fiziki olarak saklayamazlar (Ceylan ve Korkmaz, 2008:513).

28 Kasım 2005 tarihinde Takasbank'ta mislen saklama sisteminde fiziken saklanmakta olan hisse senetlerine ilişkin kayıtlar Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından devralınarak hisse senetleri artık sadece MKK' da kayden hak sahibi bazında izlenmek suretiyle kaydi sisteme geçirilmiştir. Bu tarihten sonra İMKB'de alım-satımı yapılacak hisselerin takasına sadece kaydi hisse senetleri kabul edilmektedir (SPK, 2007:21).

İMKB'deki piyasaların hızlı bir şekilde gelişmesinin en temel dayanağı, takas ve saklama sistemlerinin sağladığı etkinlik ve güvenilirliktir. Takas ve saklama fonksiyonlarının bir çatı altında toplanmış, sermaye piyasaları ile para piyasalarının buluşturmuş olması nedenleriyle Takasbank, dünyadaki benzer kurumlar arasında özel bir yere sahiptir. İMKB nezdindeki piyasaların tümünün takas işlemleri Takasbank tarafından sonuçlandırılmakta, bu kapsamda aracı kuruluşlara saklama hizmeti sunulmaktadır.

Menkul kıymet kredisi ve ödünç menkul kıymet kredisi ile aracı kuruluşlara kısa vadeli nakit ve menkul kıymet kullanma imkânı sunan Takasbank, kurmuş olduğu para piyasası ile aracı kuruluşlar arasındaki para alış verişlerinin sağlıklı bir ortamda yapılmasını sağlamaktadır. Takasbank faaliyet süreçlerindeki işlemlerin: şeffaf, hızlı, güvenilir ve düşük maliyetli bir şekilde gerçekleştirilmesi temel hedefleri doğrultusunda en uygun teknolojileri kullanmaktadır (Uluslararası Finans Sempozyumu, 2005:191).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki Takas işlemleri para ve mal takası işlemlerinden oluşmaktadır.

Para takası; borsa üyeleri, takas borçlarını borsanın anlaşma yaptığı banka nezdindeki takas hesabına öderler. Normal satışlarda Takas Merkezi, takas hesabından, bankadaki üye hesaplarına belirli saatlerde belli kurallar çerçevesinde virman yapmaktadır. Bilgisayardan elde edilmiş olan ödeme listesine göre, üye alacaklarının ödenmesini sağlamaktadır.

Kıymet takası, üyeler yaptıkları işlemler sonucunda teslim etmeleri gereken menkul kıymetleri Takas merkezine kıymet olarak veya saklama kasasında bulunan kıymetlerinden virman yapmak suretiyle teslim etmektedir. İşlemin yapılmasını izleyen gün belli saate kadar teslim edilmeyen kıymetler yerine, Takas Merkezi mevcut stokundan teslimde bulunur ve temerrüt hali dolayısıyla sorumlu üyeye temerrüt cezası tahakkuk ettirilir (Civan, 2007:204).

3.4. Endeksler

Endeksler, sayısal olarak ifade edilebilir belli bir durumun gösterdiği değişimin ortaya konulması amacıyla geliştirilmiş istatistiksel hesaplamalardır (Sayılğan, 2004:121).

Endeksler, bir veya birden fazla değişkenin hareketlerinden ibaret olan oransal değişimi ölçmeye yarayan bir göstergedir. Endeksler, karmaşık olayların tek bir rakama

indirgenmesini sağlayan, olaylar ve sonuçları hakkında yaklaşık bilgi verebilen araçlardır. Endeksler kullanılırken kapsamı, temsil yeteneği, hesaplama yöntemi ve sıklığı avantajları, dezavantajları ve endeks üzerine yansımaya özelliğinin neler olduğu iyi bilinmelidir. Endeksler zaman içinde bir süreklilik, dolayısıyla karşılaştırılabilme imkânı sağlarlar. Böylece endekse konu olan değişken veya değişkenlerin yönü, değişimi ve gidişi belirlenebilir. Bu nedenle endeksin, incelenmek istenen olayı temsil etmesi gerekmektedir. Gösterge olarak da adlandırılabilir endeksler, aynı veya farklı zaman dilimi içindeki iki veya daha fazla değişkeni karşılaştırma imkânı sağlarken, geleceği tahmin aracı olarak da kullanılmaktadır. Endeksler, ayrıca aynı veya değişik mekânlardaki (örneğin diğer bir ülkedeki) aynı veya farklı değişkenlerin (örneğin hisse senedi getirilerinin) karşılaştırılabilmesini sağlar (İMKB kılavuzu, 2008:539).

Hisse senedi fiyatları, genel olarak ilgili şirketlerin gelecekte sağlayacakları nakit akımlarına ilişkin beklentilerini yansıtırlar. Hisse senedi fiyatlarından hareketle hesaplanan endeksler de, borsaların genel veya toplam performansı hakkında bilgi verirler. Bir başka deyişle endeksler, borsanın performansı hakkında bilgi edinme gereksiniminin bir sonucu olarak hesaplanmaktadır. Bununla birlikte her endeks borsanın genel performansını yansıtmaz. Borsanın genel performansını bileşik endeksler daha iyi yansıtırlar. Ancak “yeterli” sayıda ve “yeterli” piyasa değerine sahip hisse senetlerinin içerildiği endeksler, borsanın genel performansını iyi yansıtabilirler. Sınırlı sayıda hisse senetlerinin içerildiği ve alta endeks olarak bilinen endekslerin kapsamı ve içerdiği hisse senetlerinin değerinin piyasa içerisindeki ağırlığı azaldıkça, genel performansı yansıtmama potansiyelleri düşer (Sayılğan, 2004:121).

Endeksler, temelde borsaların veya kapsadıkları hisse senedi grubunun getirisini göstermezler. Belli bir baz tarihine göre genel fiyat değişimini gösterirler.

Endeksler kar payları ödemelerini de göstermezler. Kar payları, endeks değişiminin veya düzeyinin direkt bir fonksiyonu değildirler. Endeksler ile kar payları arasında bir etkileşim vardır. Örneğin bir şirket temettü ödemelerini ertelediğini duyurur ve buna bağlı olarak ilgili hisse senetlerinin fiyatı düşer ise ertelenen kar payı ödemelerinin endeks üzerinde azaltıcı etkisi olabilir. Eğer düşüş az ise bu durum, yatırımcıların hisse senetlerini ellerinde tutarak, bekledikleri kar payları ile getirilerini artırma eğiliminde olduklarını gösterir. Burada vurgulanmak istenen nokta, endekslerin bir getiri ölçütü olduğu değil, fiyat değişimi ölçütü olduğudur. Getirinin ne olduğu yalnızca endeks tarafından belirlenemez. Örneğin, endeksteeki değişmeler kar paylarını bütünüyle temsil etmemektedir (Sayılan, 2004:123).

Endeks bir ya da daha fazla değişkenin hareketlerinden ibaret olan oransal değişim ölçmeye yarayan bir göstergedir. Endeksler aracılığıyla olaylar tek bir rakama indirgenerek sonuçlar hakkında daha doğru bilgiler sağlanabilir. Ayrıca, endeksler içeriklerine göre, farklı sektörlerin performans gösterebilirler. Örneğin, İMKB Ulusal Tüm Endeksi, yatırım ortaklıkları hariç olmak üzere ulusal pazarda işlem gören hisse senetlerinin genel performansını göstermektedir. İMKB Ulusal-30 Endeksi, piyasadaki 30 ayrı firmaya ait hisse senetlerinden oluşmaktadır. Bu endekse dâhil hisse senetleri ulusal pazarda işlem gören ve halka açık kısımlarının piyasa değeri ve likiditesi yüksek olanlar arasından seçilir. İMKB Ulusal 100 Endeksi, 100 şirketin hisse senetlerinden oluşmaktadır. İMKB Ulusal 30 Endeksi kapsamında olan hisse senetleri bu endeksin içerisinde. Ayrıca, sektör ve alt sektör endeksleri, İMKB bölgesel-yeni şirketler pazarı endeksi ve İMKB yatırım ortaklıkları endeksi oluşturulmuştur. İMKB’de hesaplanan sektörel endeksler, İMKB Ulusal-Sanayi, İMKB Ulusal-Hizmetler, İMKB Ulusal-Mali Endekslerdir. Sanayi Endeksine, gıda, içecek, tekstil, deri, orman, kâğıt, basım, kimya,

petrol, plastik, taş, toprak, metal ana, metal eşya ve makine sektörleri dâhil edilmiştir. İMKB Ulusal-Hizmetler Endeksine, elektrik, ulaştırma, turizm, ticaret işletmeleri dâhil edilmiştir. İMKB Ulusal-Mali Endekse ise, banka, sigorta, finansal kiralama, factoring, holding ve yatırım şirketleri dâhil edilmiştir. Endeksler aracılığıyla yatırımcılar, menkul kıymetleri tek tek seçme gereğini bulmazlar. Yatırımcı sadece pazarın genel olarak hangi yöne gidebileceğini analiz edip karar verir (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009:65).

Endekslerin önemi; endeksler hisse senedi borsalarına yapılan yatırımın getirisi ile alternatif yatırım getirilerinin karşılaştırılmasına olanak sağlar. Dolayısıyla endeksler, başta hisse senedi borsalarında yatırım yapan yatırımcılar olmak üzere birçok yatırımcı ve ilgili kesimler açısından anlamlı ve vazgeçilemez birer ölçüttürler. “borsaların barometresi” olarak da adlandırılan endeksler, çok sayıda bazen binlerce hisse senedinin hareketlerinin yalnızca bir sayı olarak sunulmasına olanak sağlarlar (Sayılğan, 2004:121).

Bir endeksin hesaplanmasında üç tür ağırlıktan söz edilmekte ve endeks o adla anılmaktadır. Bunlar, (a) fiyat-ağırlıklı endeksler (price-weighted indexes), (b) piyasa değeri-ağırlıklı ya da kapitalizasyon ağırlıklı endeksler (value-weighted or capitalization-weighted indexes) ve (c) ağırlıksız ya da eşit ağırlıklı endekslerdir (unweighted or equally-weighted indexes) (Dağlı, 2000:192).

Alt Endeks: borsada işlem gören hisse senetlerinden bir bölümünü içerecek şekilde hesaplamalar yapılmaktadır. Borsada işlem gören belli bir özellikteki veya sayıdaki hisse senedini içerecek şekilde hesaplanan endekslere, alt endeks (sub-index) denilmektedir. Bu endekslere İMKB-100 endeksi, İMKB Ulusal 30 Endeksi, Sanayi Endeksi vb. gösterilebilir (Sayılğan, 2004:121).

Fiyat Endeksi: fiyat endeksleri, belli bir grup (tüm hisse senetleri) olabileceği gibi belli özelliklere göre seçilmiş belli sayıdaki hisse senedini içerecek şekilde de olabilir.

Hisse senedinin belli bir tarihteki piyasa fiyatlarına göre hesaplanabilecek piyasa değerinin göz önünde bulundurulması yoluyla hesaplanan endekslerdir (Sayılğan, 2004:122).

Getiri Endeksi: getiri endeksleri birikimli endeks (accumulation index) olarak da bilinmektedir. Bu tür endekslerin hesaplanmasında hisse senetlerinin piyasa fiyatındaki değişimin (artış veya azalış) yanında sağladıkları getirinin (temettü) elde edildiği tarihte yeniden yatırıma dönüştürüldüğü varsayımı ile hesaplama yapılmaktadır (Sayılğan, 2004:122).

3.4.1. İMKB Hisse Senetleri Endeksleri

Hisse senedi piyasa endeksi, genellikle belli bir hisse senedi örneğine bağlı olarak, piyasanın toplam performansını yansıtmak amacıyla oluşturulan istatistikî bir göstergedir (Reilly, 1992:140).

Hisse senedi piyasasının genel bir göstergesi olan hisse senedi endeksleri, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak “piyasa performansı” hakkında genel bir bilgi verir. Hisse senedi endeksleri, genellikle piyasanın anlık durumunu yansıtır. Dünyada 1884 yılından beri kulllanılmakta olan hisse senedi endeksleri (stocks indexes and averages) genellikle üç ayrı şekilde hesaplanmaktadır.

Hisse senedi piyasa endeksleriyle ilgili diğer önemli bir konu ise, endeksin sadece sermaye kazancı veya kaybı olarak ifade edilen fiyat hareketlerinden mi yoksa nakit olarak dağıtılan kar paylarını da dikkate alan toplam getiri hareketlerini mi yansıtacağıının ortaya konmasıdır. Sadece fiyat hareketlerini yansıtan endeksler daha yaygın olarak kullanılmaktadır (Dağlı, 2000:193).

İMKB Hisse Senetleri Piyasası Endeksleri, Borsa'da işlem gören hisse senetlerinin fiyat ve getirilerinin bütünsel ve sektörel bazda performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

1996 yılı sonuna kadar sadece İMKB 100, Mali ve Sınai sektör endeksleri hesaplanmakta iken, 1997 yılı başından itibaren sektör ve alt sektör endeksleri hem fiyat hem de toplam getiri olarak hesaplanmaya başlanmıştır.

İMKB Fiyat Endeksleri tüm seans süresince, getiri endeksleri ise sadece seans sonunda hesaplanmakta ve yayınlanmakta olup, İMKB Ulusal 100 Endeksi Ulusal Pazar için temel endeks olarak kullanılmaktadır.

İMKB Ulusal 100 Endeksi: 1986 yılında 40 şirketin hisse senedi ile başlayarak zamanla sayısı 100 şirketin hisse senedi ile sınırlanan Bileşik Endeksin (İMKB 100) devamı niteliğindedir. Ulusal Pazar'da işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç, hisse senetlerinin seçim kriterleri ve dönemsel değerlendirme ve değişiklikler bölümlerinde belirtilen şartlara göre seçilmiş hisse senetlerinden oluşmakta olup, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 30 hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.

İMKB Ulusal 50 Endeksi: Menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerden, hisse senetlerinin seçim kriterleri ve dönemsel değerlendirme ve değişiklikler bölümlerinde belirtilen şartlara göre seçilen 50 hisse senedinden oluşmakta olup, İMKB Ulusal 30 hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.

İMKB Ulusal 30 Endeksi: Menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerden, hisse senetlerinin seçim kriterleri ve dönemsel değerlendirme ve değişiklikler bölümlerinde belirtilen şartlara göre seçilen 30 hisse senedinden oluşmaktadır.

İMKB Ulusal 100–30 Endeksi: İMKB Ulusal 100 endeksine dahil olup da İMKB Ulusal 30 endeksinde yer almayan 70 hisse senedinden oluşmaktadır.

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi: İMKB pazarlarında (Gözaltı Pazarı hariç) işlem gören ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Seri VIII, No:51 "Sermaye

Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" (Tebliğ) kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin olarak belirlenmiş derecelendirme notuna sahip şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

İMKB Ulusal Tüm Endeksi: Menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

İMKB Ulusal Tüm-100 Endeksi: İMKB Ulusal Tüm endeksine dahil olup da İMKB Ulusal 100 endeksinde yer almayan hisse senetlerinden oluşmaktadır.

Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri: Menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi: İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır. 03.03.2003 tarihinden itibaren geçerli olan yeni pazar yapılanmasına bağlı olarak İMKB Bölgesel, YŞP (Yeni Şirket Piyasası) Endeksi'nin adı İMKB İkinci Ulusal Pazar Endeksi olarak değiştirilmiştir.

İMKB Yeni Ekonomi Pazarı Endeksi: Yeni Ekonomi Pazarı'nda işlem gören hisse senetlerinden oluşmaktadır.

İMKB Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi: Ulusal Pazar'da işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden oluşmaktadır.

Yabancı yatırımcılar açısından bütün İMKB endeksleri ABD doları, İMKB Ulusal 100 endeksi ise Euro bazlı olarak da hesaplanmaktadır.

3.4.1.1. İMKB Hisse Senetleri Piyasası Endekslerinin Hesaplama Yöntemi

İMKB Endeksleri, endeks kapsamında bulunan şirketlerin, aynen saklamada bulunanlar hariç, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) saklamasında bulunan hisse senetlerinin toplam piyasa değerleri ile ağırlıklı olarak hesaplanır. Çağrı yoluyla hisse toplanması

halinde, çağrıda bulunan ortağın sahibi olduğu paylar çağrı sonucunun Günlük Bülten’de yayınlanmasını takip eden 2. günden itibaren hesaplamada dikkate alınmaz.

Endekslerin hesaplamasında aşağıdaki formül kullanılır.

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n F_{it} * N_{it} * H_{it}}{B_t}$$

E_t = Endeksin t zamandaki değeri

n = Endekse dahil olan hisse (şirket) sayısı

F_{it} = "i" nci hisse senedinin t zamandaki fiyatı

N_{it} = "i" nci hisse senedinin t zamandaki toplam sayısı (=Ödenmiş veya Çıkarılmış sermaye)

H_{it} = "i" nci hisse senedinin t zamandaki aynen saklamada bulunanlar hariç, MKK saklamasında bulunan miktarının sermayeye göre tamsayıya yuvarlanmış oranı

B_t = Bölenin (Düzeltilmiş baz piyasa değeri) t zamandaki değeri

3.4.1.2. Endekslerde Düzeltme

Hisse senetlerinin piyasa değerlerinde, arz-talep şartlarının haricinde meydana gelen değişikliklerden dolayı, endekslerde düşüş veya yükselme olmasını engellemek amacıyla, endeks hesaplama formülünün paydasında düzeltme yapılarak devamlılık sağlanır.

İMKB Endeksleri’nin baz değerinde düzeltme aşağıda gösterildiği şekilde yapılır.

$$E_t = \frac{PD_t}{B_t}$$

E_t = "t" günü endeks kapanış değeri (değişiklik öncesi)

PD_t = "t" günü endeks kapsamındaki hisselerin kapanış piyasa değeri

B_t = "t" günü baz değeri

DPD = Aşağıda tanımlanan şirket faaliyetleri nedeniyle toplam piyasa değerinde meydana gelen değişiklik

$$\begin{aligned}
 B_{t+1} &= t+1 \text{ gününde kullanılacak baz değer} \\
 E_{t+1} &= \text{Değişiklik sonrası endeks değeri} \\
 E_t &= E_{t+1}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \frac{PD_t}{B_t} &= \frac{PD_t + DPD}{B_{t+1}} \\
 B_{t+1} &= \left(1 + \frac{DPD}{PD_t}\right) * B_t
 \end{aligned}$$

Endekslerde düzeltme yapılmasını gerektiren şirket faaliyetleri ve düzeltmelerin yapılma zamanları şöyledir.

<u>Faaliyet Türü</u>	<u>Düzeltilme Zamanı</u>
a) Nakit karşılığı sermaye artırımı i. Rüçhan hakkı kullanılarak ii. Rüçhan hakkı kullanılmayarak	Rüçhan hakkı başlama tarihi Satış işleminin bitiş tarihi
b) Endekslere yeni hisse alınması	Alındığı gün
c) Endekslerden hisse çıkarılması	Çıkarıldığı gün
d) MKK saklama oranının değişmesi	Dönemsel
e) Şirketlerin birleşmesi	Hisse dağıtım tarihi
f) Şirketin bölünmesi	Hisse dağıtım tarihi
g) Çağrı yoluyla hisse toplanması	Çağrı sonucunun Günlük Bülten'de yayınlanmasını takip eden 2. gün

Getiri Endeksleri

<u>Faaliyet Türü</u>	<u>Düzeltilme Zamanı</u>
a) Nakit karşılığı sermaye artırımı i. Rüçhan hakkı kullanılarak ii. Rüçhan hakkı kullanılmayarak	Rüçhan hakkı başlama tarihi Satış işleminin bitiş tarihi
b) Endekslere yeni hisse alınması	Alındığı gün
c) Endekslerden hisse çıkarılması	Çıkarıldığı gün
d) MKK saklama oranının değişmesi	Dönemsel
e) Nakit Net Temettü ödemesi	Kupon kesim tarihi

f) Şirketlerin birleşmesi	Hisse dağıtım tarihi
g) Şirketin bölünmesi	Hisse dağıtım tarihi
h) Çağrı yoluyla hisse toplanması	Çağrı sonucunun Günlük Bülten'de yayınlanmasını takip eden 2. gün

3.4.1.3. Hisse Senetleri Seçim Kriterleri

İMKB Yönetim Kurulu, periyodik piyasa verilerini inceleyerek endekslerde yer alacak hisse senetlerini belirler.

Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 100 Endeksi'ne alınabilmesi için; değerlendirme dönemleri (Kasım, Şubat, Mayıs ve Ağustos) sonu itibarıyla Borsa'da en az 60 gün süreyle işlem görmesi şarttır. İlk defa halka arz edilen kısmının piyasa değeri, halka arz tarihleri itibarıyla Ulusal Pazarın MKK saklamasında bulunan kısmının ortalama piyasa değerinin %2'si veya üzerinde olan hisse senetlerinin değerlendirme dönemleri sonu itibarıyla Borsa'da işlem görmüş olması yeterli olup, bu hisse senetleri için Borsa'da en az 60 gün süreyle işlem görme şartı aranmaz.

İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 100 endeksine, birden fazla grup (örneğin A,B,C) hisse senedi bulunan şirketin, sadece bir grup hisse senedi dâhil edilir.

İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 100 endekslerinde yer alacak hisse senetlerinin seçimi aşağıda gösterildiği şekilde yapılır:

a) Aynen saklamada bulunanlar hariç, MKK saklamasında bulunan hisse senetleri, değerlendirme dönemi sonu itibarıyla piyasa değerlerine (hisse sayısı * kapanış fiyatı) göre büyükten küçüğe doğru sıralanır. Piyasa değerlerinin hesaplanmasında MKK saklamasında bulunan hisse senetlerinin değerlendirme dönemindeki günlük ortalama sayısı esas alınır. Çağrı yoluyla hisse toplanması halinde, günlük ortalama hisse sayısının

hesabında çağrıda bulunan ortağın sahibi olduğu paylar hariç tutulmak suretiyle çağrı bitiminden sonraki dönem dikkate alınır.

b) Hisse senetleri, birincil piyasa, toptan satış, özel emir işlemleri ve değerlendirme dönemi içinde işlem görmeye başlayanların ilk 20 günlük verileri hariç günlük ortalama işlem hacimlerine göre büyükten küçüğe doğru sıralanır. Çağrı yoluyla hisse toplanması halinde, günlük ortalama işlem hacminin tespitinde çağrı bitiminden sonraki dönem dikkate alınır. Değerleme dönemi içinde ilk defa halka arz edilerek işlem görmeye başlayan ve halka arz edilen kısmının piyasa değeri, halka arz tarihleri itibarıyla Ulusal Pazarın M.K.K. saklamasında bulunan kısmının ortalama piyasa değerinin %2'si veya üzerinde olan hisse senetlerinin günlük ortalama işlem hacimleri, işlem gördüğü günlerin tamamı hesaba katılarak belirlenir.

c) Hisse senetleri yukarıdaki iki şıkka göre iki ayrı liste halinde sıralandıktan sonra aşağıda gösterildiği şekilde nihai olarak sıralama yapılır:

Her iki listede; birinci sırada yer alan hisse varsa, nihai listede ilk sıraya konur.

Her iki listede; birinci sırada yer alan hisse yoksa ilk iki sıra içinde yer alan hisse olup olmadığına bakılır. Nihai listede ilk sırada yer alacak hisse senedi belirleninceye kadar bu işlemler tekrarlanır. Nihai listede ilk sıraya konulacak hisse senedinin belirlenmesinden sonra yukarıdaki işlem takip eden sıralar için tekrar edilir. Her iki listede ilk n sıra içinde olma şartını sağlayan iki hisse senedinin bulunması halinde piyasa değeri büyük olan nihai listede daha üst sıraya konur.

3.4.1.4. Dönemsel Değerleme ve Değişiklikler

İMKB Endeksleri'nin kapsamındaki dönemsel değişiklikler İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 100'de Ocak-Mart, Nisan-Haziran, Temmuz-Eylül ve Ekim-Aralık dönemleri için yılda 4 kez yapılır.

Hisse senetlerinin değerleme dönemleri, İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 100 endekslerinde Kasım, Şubat, Mayıs ve Ağustos sonları itibariyle işlem hacimleri için geçmiş 12 ay, MKK saklamasında bulunan hisse senetleri için geçmiş üç aydır.

İMKB Endeksleri'nin kapsamındaki hisse senetlerinde dönemsel olarak yapılan değişiklikler 15 gün önceden ilan edilir. İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 100 Endeksleri'nin kapsamındaki hisse senetlerinde dönemsel değişiklikler aşığıdaki esaslara göre yapılır;

a) Değerleme dönemi sonu itibariyle, hisse senetlerinin seçim kriterlerine göre yapılan nihai sıralamada, İMKB Ulusal 30 endeksi için, 25. sıraya veya daha yukarıya çıkan ve İMKB Ulusal 30 Endeksi'nde olmayan hisse senetleri, İMKB Ulusal 50 endeksi için, 45. sıraya veya daha yukarıya çıkan ve İMKB Ulusal 50 Endeksi'nde olmayan hisse senetleri, İMKB Ulusal 100 endeksi için ise 90. sıraya veya daha yukarıya çıkan ve İMKB Ulusal 100 Endeksi'nde olmayan hisse senetleri endeks kapsamına alınır.

b) Değerleme dönemi sonu itibariyle, hisse senetlerinin seçim kriterlerine göre yapılan nihai sıralamada, İMKB Ulusal 30 endeksi için, 35. sıradan daha aşığıya inen hisse senetleri, İMKB Ulusal 50 endeksi için, 55. sıradan daha aşığıya inen hisse senetleri, İMKB Ulusal 100 endeksi için ise 110. sıradan daha aşığıya inen hisse senetleri ilgili endeks kapsamından çıkarılır.

c) Endekslere alınacak hisse senedi sayısının endekslerden çıkarılacak hisse senedi sayısından fazla veya az olması durumuna göre gerekli ayarlamalar yapılır.

Yedek liste; dönemler içinde olabilecek değişikliklerde İMKB Ulusal 30 için 2, İMKB Ulusal 50 için 3, İMKB Ulusal 100 için 5 hisse senedi yedek olarak seçilir. Faaliyet

konusu değişen Şirketler, faaliyet konusu değişikliğine ilişkin tescilin Borsa'ya bildirildiği haftayı izleyen hafta başında yeni sektör endekslerine alınır.

3.4.1.5. Dönemsel Olmayan Değişiklikler

Pazarları kesin olarak kapatılan hisse senetleri tüm endekslerden çıkarılır. İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 100 endeksleri yedek hisse senetleri ile tamamlanır.

Pazarları kesintisiz 5 iş gününden fazla süre için kapatılan hisse senetleri kapsamında oldukları endekslerden çıkarılır. İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 100 Endeksleri'nden çıkarılan hisse senetlerinin yerlerine yedek hisse senetleri alınır.İŞlem gördüğü pazardan başka bir pazara alınan hisse senetleri, eski endekslerinden çıkarılarak yeni alındığı pazara ait endekslere dâhil edilir. İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 100 Endeksleri'nden çıkarılan hisse senetlerinin yerlerine yedek hisse senetleri alınır.

Endeks kapsamından, pazarları kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapatıldığı veya işlem gördüğü pazardan başka bir pazara alındığı için çıkarılan hisse senetleri, çıkarıldığı dönem tamamlanana kadar İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 100 Endeksleri'ne yeniden alınmaz, tekrar işlem görmeye başladığı gün işlem gördüğü pazar ve sektör endekslerine alınır.

İlk defa işlem görmeye başlayan hisse senetleri, 11. işlem gününde işlem gördüğü pazar ve sektör endekslerine dahil edilir. Hisse senetleri İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 veya İMKB Ulusal 100 endeksi kapsamında olan iki Şirketin birleşmesi veya devri sonucunda ortaya çıkan Şirketin hisse senetleri endeks kapsamı içinde kalır ve eksilen Şirket yedeklerden tamamlanır.

Hisse senetleri İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 veya İMKB Ulusal 100 endeksi kapsamında olan bir şirket, kapsamda olmayan bir şirketi devir alır veya devir olursa ortaya çıkan yeni şirket Ulusal Pazar içinde yer alırsa endeks kapsamında kalır, Ulusal Pazar içinde yer almazsa endekslerden çıkarılır, yerine yedek listeden şirket veya hisse alınır.

Hisse senetleri İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 veya İMKB Ulusal 100 endeksi kapsamında olan bir şirket iki veya daha fazla şirkete bölünüyorsa, ortaya çıkan şirketlerden piyasa değeri en büyük olan dönem sonuna kadar endeks içinde kalır, diğerleri çıkarılır.

İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 50 veya İMKB Ulusal 100 Endeksi kapsamında olan bir şirketin hisse senetlerinin çağrı yoluyla toplanması durumunda, şirketin aynen saklamada bulunan ve çağrıda bulunan ortağın toplam payı hariç MKK saklamasında bulunan diğer paylar esas alınarak hesaplanan piyasa değeri, dâhil olduğu endeksler için seçilmiş bulunan ilk sıradaki yedek hisse senedinin aynen saklamada bulunanlar hariç MKK saklamasında bulunan payları esas alınarak hesaplanan piyasa değerinden düşükse, çağrı sonucunun Günlük Bülten’de yayınlanmasını takip eden 2. günden itibaren ilgili endeksten çıkarılır, yerine yedek listeden ilk sıradaki yedek hisse alınır.

3.4.1.6. İMKB Endekslerinin ABD Doları Bazında Gösterimi

Değişik ülke borsalarının endeks kapsamında bulunan hisse senetleri her ülkenin kendi para birimi ile işlem gördüğü için, borsa endekslerinin ülkelerarası karşılaştırması ortak bir para cinsinden yapılmalıdır. Ortak para birimi olarak genellikle A.B.D. Doları kullanılmakta, böylelikle çeşitli ülkelerdeki borsaların performansları veya alternatif yatırım araçları birbirleriyle kıyaslanabilmektedir.

Bir endeks aşağıdaki formülde görüldüğü şekilde dolar bazında ifade edilebilir;

$$\text{Endeksin değeri} * \text{Baz dönem TL/ABD\$ kuru} * 100 \text{ Cari dönem TL/ABD\$ kuru}$$

Baz dönem (Ocak 1986) TL/ABD\$ kuru 581,91'dir.

3.4.2. İMKB Endeksler

3.4.2.1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Hisse Senetleri Fiyat Endeksleri 2004–2009 Karşılaştırması

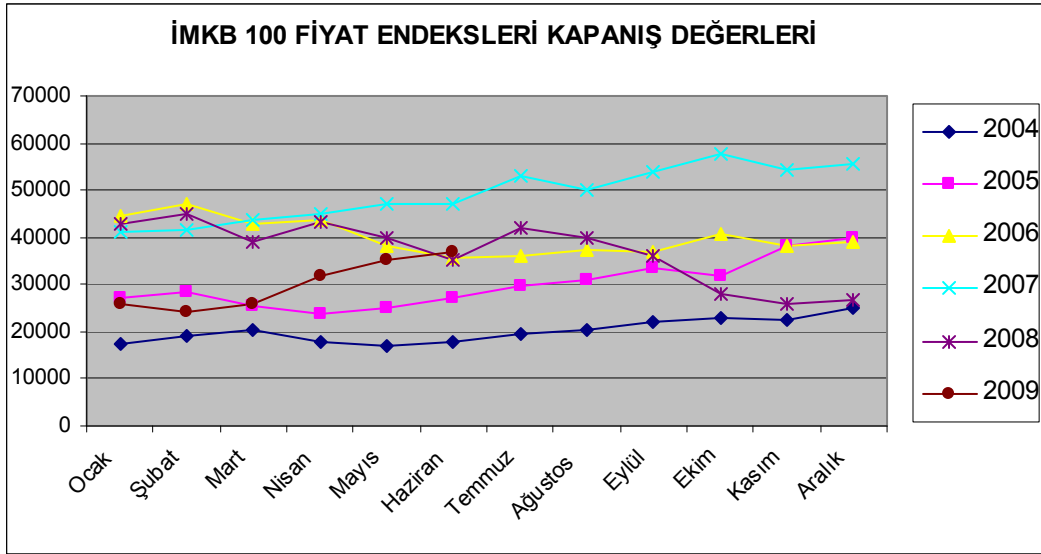
Çalışmanın bu bölümünde tüm yıllara ilişkin borsa verilerini kullanmak yerine ülkenin en son yaşadığı 2001–2002 krizi sonrası dönemler veri olarak alınmıştır. Çalışma ülke verilerinin olağan dışılık arz etmediği, 2001–2002 krizi sonrası normalleşmenin en bariz şekilde kendini gösterdiği yıllardan başlanarak günümüze kadar olan dönemdeki (2004–2009) veriler irdelenerek birtakım bulgulara ve değerlendirmelere ulaşılmaya çalışılmıştır. Bu çalışmanın tamamlanmak üzere olduğu sıralarda 2009 yılı temmuz ve ağustos aylarının verileri de elimizde mevcut olmasına rağmen daha net ve sağlıklı, analiz ve yorumlarda bulunabilmek için 2009 yılı ilk altı aylık döneme ilişkin veriler araştırmaya dâhil edilmiştir. Borsa endeksinin hareketlenmeleri üzerinde yapılan gözlemler; Türkiye'nin krizi ne zaman hissetmeye başladığı, piyasaların krize tam olarak girmese bile durgunluğu yaşamaya hangi dönem itibariyle başladığı ve krizin etkilerinin giderilebilmesine ilişkin yapılan çalışmaların verdiği sonuçlar endeks verileri üzerinde nasıl bir etki yaptığı bu kısımda incelenecektir.

Tablo. 3.1. İMKB 100 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	17.259,25	27.330,35	44.590,22	41.182,55	42.697,56	25.934,37
Şubat	18.889,20	28.396,17	47.015,88	41.430,99	44.776,88	24.026,59
Mart	20.190,83	25.557,76	42.911,32	43.661,12	39.015,44	25.764,83
Nisan	18.022,69	23.591,64	43.880,43	44.984,45	43.468,12	31.651,81
Mayıs	17.081,08	25.236,48	38.132,21	47.081,49	39.969,63	35.002,99
Haziran	17.967,60	26.957,32	35.453,31	47.093,67	35.089,53	36.949,20
Temmuz	19.380,86	29.615,29	36.067,92	52.824,89	42.200,75	
Ağustos	20.218,37	30.908,02	37.285,94	50.198,60	39.844,48	
Eylül	21.953,52	33.333,23	36.924,86	54.044,22	36.051,30	
Ekim	22.899,89	31.963,99	40.582,25	57.615,72	27.832,93	
Kasım	22.486,20	38.088,65	38.168,53	54.213,82	25.714,98	
Aralık	24.971,68	39.777,70	39.117,46	55.538,13	26.864,07	

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.1. İMKB 100 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)



Kaynak: İMKB

Tablo 3.1. ve Şekil 3.1.'de görüldüğü üzere İMKB Ulusal 100 Fiyat Endeksleri 2004 yılından itibaren bir yükseliş trendi içindedir. 2007 yılı 1. yarısı itibariyle bir stabil durum söz konusuyken 2007 2. yarısı bir düşüş eksenini gösterir olmuştur. Bu durum Türkiye'de finansal sistemin 2007 yılının ilk yarısı itibariyle bir durgunluk içine girdiğini 2007 yılının ikinci dönemi itibariyle de düşüşü hızla yaşamaya başlayarak kötüye gidişin

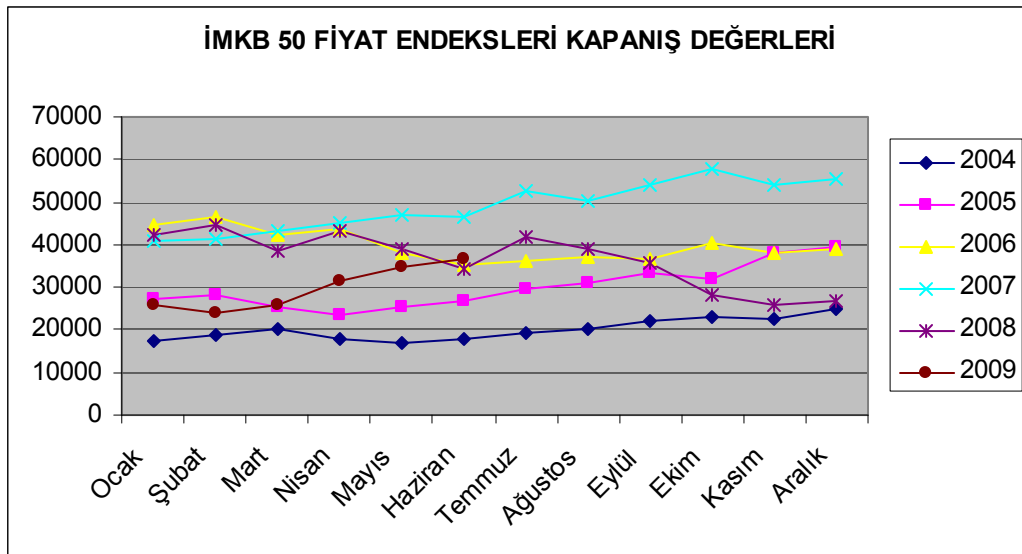
hissedilir bir noktaya geldiğini göstermektedir. 2008 yılı bu düşüşü devam ettirmiştir. İMKB Endeksinde 2008 yılı ilk yarısı itibariyle bu düşey salınım devam ederken 2008 Mart dönemi itibariyle de bu düşey salınım durmuştur.

Tablo. 3.2 İMKB 50 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	17.190,99	27.170,51	44.411,97	41.051,78	42.515,97	26.004,03
Şubat	18.846,35	28.305,29	46.565,25	41.277,45	44.486,15	23.974,09
Mart	20.062,37	25.490,37	42.513,02	43.397,24	38.715,65	25.642,01
Nisan	17.828,55	23.717,57	43.486,08	44.952,60	43.198,66	31.553,48
Mayıs	16.907,27	25.269,91	37.863,34	46.792,50	39.193,63	34.823,65
Haziran	17.900,48	26.973,96	35.467,41	46.742,95	34.229,23	36.722,05
Temmuz	19.370,98	29.530,89	35.991,09	52.642,49	41.875,90	
Ağustos	20.166,33	30.897,37	37.078,68	50.108,48	39.193,03	
Eylül	21.884,89	33.307,29	36.644,61	54.178,76	35.888,91	
Ekim	22.806,60	31.852,66	40.323,14	57.909,40	27.999,06	
Kasım	22.392,50	38.037,39	37.849,93	54.192,93	25.764,00	
Aralık	24.988,27	39.423,44	38.834,76	55.548,77	26.931,17	

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.2. İMKB 50 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)



Kaynak: İMKB

İMKB Ulusal 50 Endeksi göstergeleri Ulusal 100 ile paralellik arz etmiştir. Çünkü bu endeks içinde yer alan şirketler ve bu şirketlerin hisse senetleri aynı zamanda İMKB Ulusal 100 endeksi içinde de yer almaktadır. Türkiye endeks değerlerine göre 2007 yılında

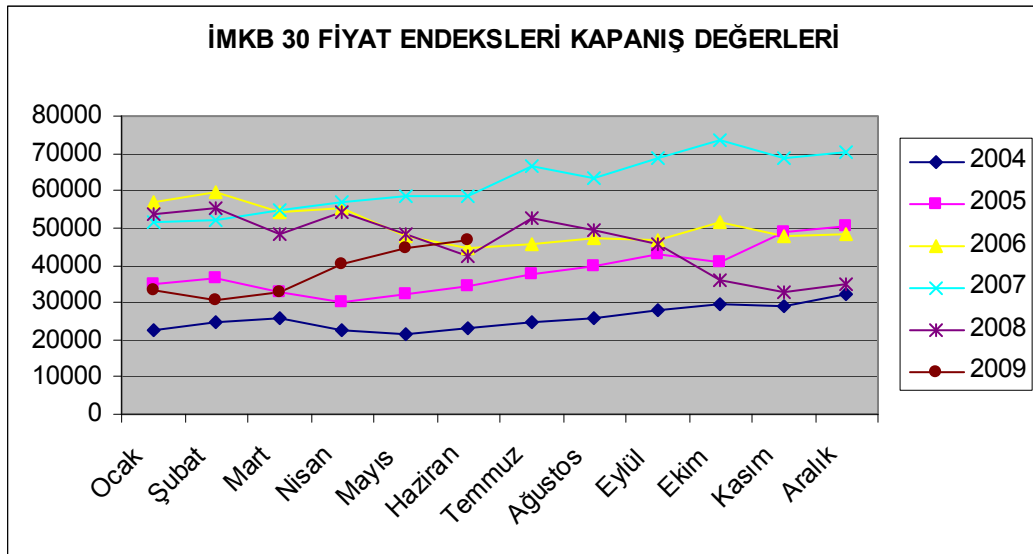
krizle tanışmış ve yükseliş biterek durgunluk başlamış, 2008 yılında durgunluk yerini düşüş trendine bırakmıştır.

Tablo. 3.3. İMKB 30 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	22.370,50	34.770,44	56.988,75	51.549,16	53.434,76	33.503,02
Şubat	24.472,50	36.256,86	59.676,14	52.061,64	55.489,04	30.691,34
Mart	25.899,00	32.560,27	54.066,94	54.567,36	48.513,94	32.814,68
Nisan	22.584,09	30.319,42	55.190,84	56.811,95	54.351,16	40.389,66
Mayıs	21.508,91	32.325,14	47.916,32	58.486,66	48.516,72	44.409,46
Haziran	23.011,65	34.473,76	44.734,31	58.413,71	42.223,60	46.698,59
Temmuz	24.883,79	37.806,83	45.530,74	66.325,95	52.809,33	
Ağustos	25.923,44	39.739,74	47.160,51	63.211,41	49.256,33	
Eylül	28.026,37	42.939,38	46.607,71	68.547,31	45.472,97	
Ekim	29.321,16	40.789,03	51.403,20	73.361,93	35.748,36	
Kasım	28.798,97	48.930,72	47.720,02	68.777,28	33.009,54	
Aralık	32.152,87	50.467,53	48.551,38	70.457,30	35.001,85	

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.3. İMKB 30 Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)



Kaynak: İMKB

Tablo 3.2. ve 3.3. ile Şekil 3.2. ve 3.3. incelendiğinde İMKB Ulusal 30 endeksi, İMKB Ulusal 50 Endeksinin içerisinde olduğundan ve İMKB Ulusal 50 Endeksi İMKB ulusal 100 endeksinin içinde barındığından, İMKB Ulusal 30 ve İMKB Ulusal 50

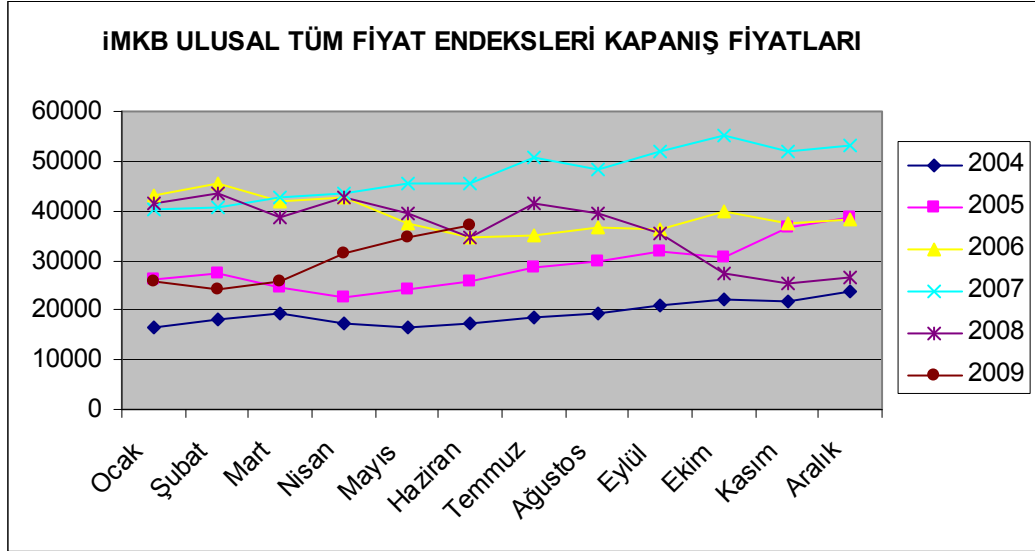
Endekslerinin de seyir durumu Şekil 3.1. ve Tablo 3.1. de izlenen İMKB Ulusal 100 endeksinin seyir durumuyla paralellik arz etmektedir.

Tablo. 3.4. İMKB Ulusal Tüm Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	16.498,20	26.183,96	42.996,23	40.234,01	41.596,14	25.697,03
Şubat	17.985,94	27.213,29	45.593,40	40.499,39	43.567,27	24.023,09
Mart	19.268,76	24.589,40	41.709,79	42.526,38	38.523,41	25.931,66
Nisan	17.337,95	22.641,60	42.719,04	43.549,75	42.680,74	31.448,99
Mayıs	16.415,60	24.223,90	37.366,32	45.645,08	39.493,91	34.723,61
Haziran	17.155,74	25.864,40	34.644,48	45.682,89	34.647,72	36.862,17
Temmuz	18.568,90	28.455,23	35.164,19	50.892,22	41.317,56	
Ağustos	19.301,20	29.690,03	36.495,19	48.486,24	39.355,70	
Eylül	20.969,47	31.970,52	36.329,27	52.063,87	35.501,92	
Ekim	22.044,87	30.784,52	39.744,32	55.160,11	27.516,26	
Kasım	21.640,61	36.527,51	37.446,11	52.096,14	25.477,27	
Aralık	23.856,96	38.473,03	38.355,48	53.307,45	26.530,70	

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.4. İMKB Ulusal Tüm Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)



Kaynak: İMKB

Hisse Senetlerinin kapanış değerleri toplamda o hisse senetlerini ihraç eden şirketlerin gün sonu, hafta sonu ve ay sonu itibariyle piyasa değerlerine ilişkin bilgileri ifade eder. Ekonomik konjonktürün ve finansal sistemin sorunsuz olduğu zamanlarda bu

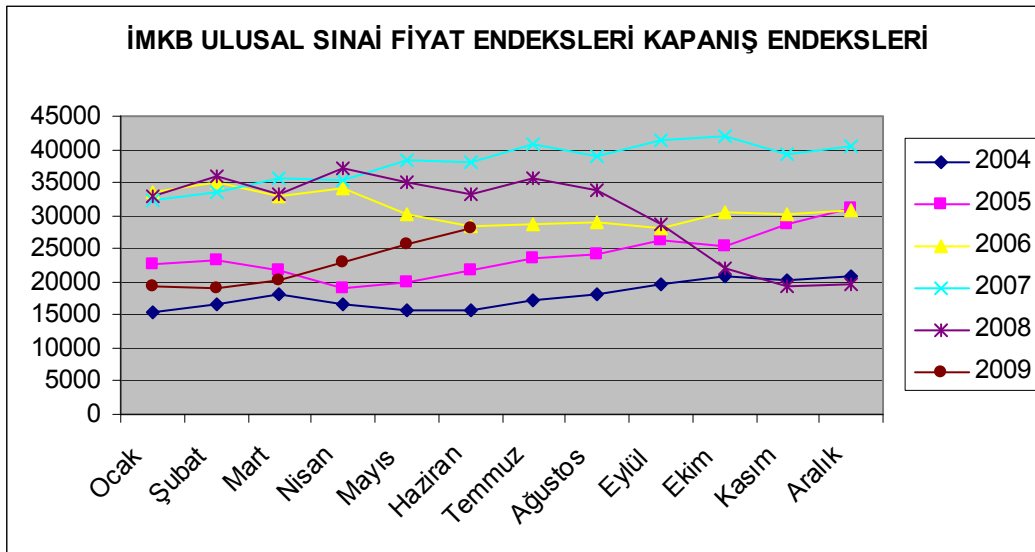
değerler yükseliş eğilimindeyken, sistemin tıkanıdığı dönemlerde düşüş eğiliminde olurlar. 2004–2005–2006 yılları Tablo 3.4. ve Şekil 3.4. incelendiğinde yükseliş trendinin hâkim olduğu görülmektedir. 2007 ile başlayan bu süreçte önce durağan bir seyir kendini hissettirmiştir. 2008 yılı bir düşüşün varlığını bariz bir şekilde ortaya koyarken ve 2009 yılı ilk yarısına ilişkin veriler kötüye gidişin içinde bir iyileşmeyi gösterir durumdadır. 2009 yılı ilk yarı verileri en azından düşey salınımın artış göstermez olduğuna işaret eder durumdadır.

Tablo. 3.5. İMKB Ulusal Sınai Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	15.338,69	22.687,68	33.603,25	32.465,15	33.011,54	19.261,02
Şubat	16.490,67	23.135,28	34.949,23	33.450,21	36.001,72	19.137,28
Mart	18.048,52	21.646,66	32.961,91	35.689,19	33.264,72	20.297,09
Nisan	16.651,83	19.100,54	34.024,24	35.455,37	37.173,07	22.879,18
Mayıs	15.629,69	20.041,86	30.264,70	38.333,05	35.144,46	25.714,65
Haziran	15.592,20	21.888,05	28.324,23	38.096,88	33.163,23	27.972,17
Temmuz	17.141,14	23.471,66	28.732,32	40.673,63	35.578,18	
Ağustos	18.179,90	24.249,55	28.939,68	39.078,74	33.793,73	
Eylül	19.746,68	26.336,25	28.165,89	41.341,57	28.573,16	
Ekim	20.836,12	25.262,05	30.533,55	42.073,93	21.991,18	
Kasım	20.162,66	28.808,22	30.129,37	39.264,61	19.446,67	
Aralık	20.885,47	31.140,59	30.896,67	40.567,17	19.781,26	

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.5. İMKB Ulusal Sınai Hisse Senedi Fiyat Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)



Kaynak: İMKB

Tablo 3.5. ve Şekil 3.5.'e bakıldığında İMKB Ulusal 100 Endekslerinde bu türlü hareket Ulusal Sınai endekslerinde daha net bir şekilde izlenmiştir. Kriz öncesi yıllar İMKB Ulusal 100 Endeksi paralel bir seyirdeyken, kriz döneminin Sınai Endeks değerleri İMKB Ulusal 100 Endeksi değerlerindeki düşüşü en sert şekilde gösterir durumdadır. Bu finansal kriz döneminin finansal piyasalardan reel piyasalara yansımaları da göstermektedir. Doğal olarak ülkede reel sektör olarak adlandırılan (üretim ve istihdam) kaynak sağlayan bir sahadaki sıkıntı kendisini sınai alanda da (üstelik daha sert bir şekilde) hissettirmiştir.

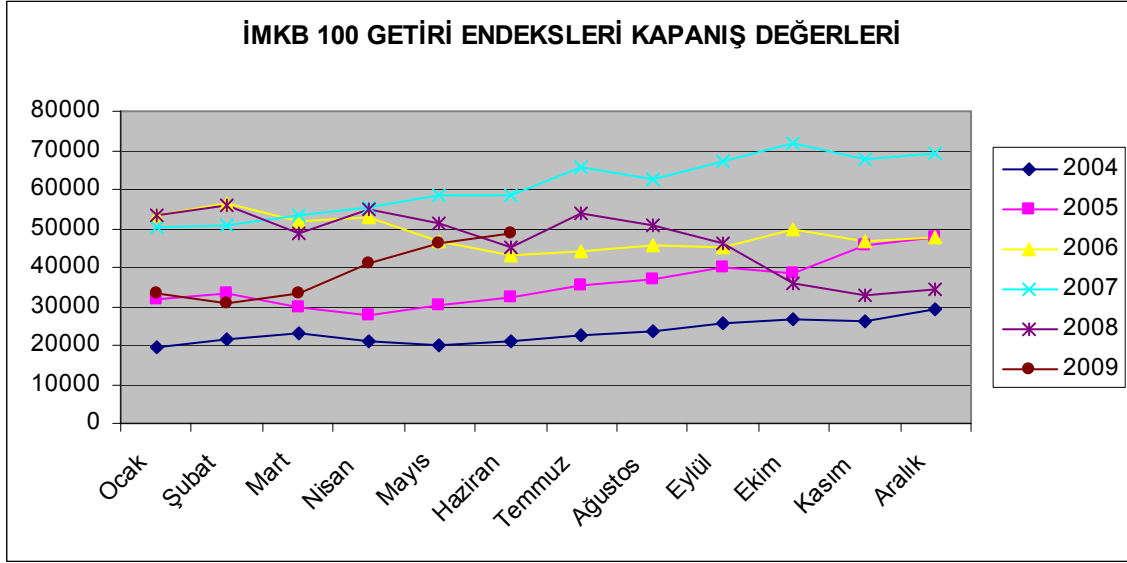
3.4.2.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Hisse Senetleri Getiri Endeksleri 2004–2009 Karşılaştırması

Tablo. 3.6. İMKB 100 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	19.731,63	31.851,07	53.441,39	50.341,96	53.269,28	33.225,03
Şubat	21.595,07	33.093,19	56.348,54	50.645,65	55.863,43	30.780,94
Mart	23.156,92	29.921,77	51.576,78	53.524,08	48.856,39	33.133,36
Nisan	20.808,67	27.695,16	52.913,81	55.484,20	54.667,39	41.008,65
Mayıs	19.817,80	30.212,56	46.564,97	58.631,97	51.163,92	45.970,37
Haziran	20.930,33	32.273,41	43.293,63	58.647,14	44.919,89	48.526,39
Temmuz	22.576,62	35.455,55	44.045,99	65.784,67	54.023,33	
Ağustos	23.562,70	37.003,21	45.533,43	62.574,93	51.006,95	
Eylül	25.584,85	39.940,64	45.137,31	67.368,67	46.151,10	
Ekim	26.687,76	38.299,99	49.608,14	71.881,10	35.657,31	
Kasım	26.205,64	45.638,70	46.657,60	67.636,91	32.943,97	
Aralık	29.102,25	47.673,58	47.817,57	69.289,11	34.416,09	

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.6. İMKB 100 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)



Kaynak: İMKB

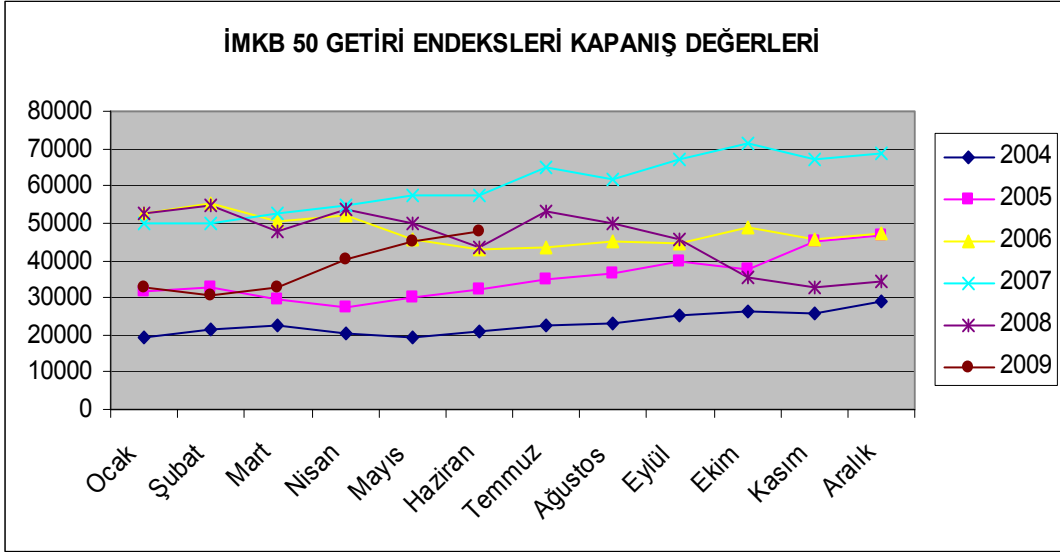
Tablo 3.6. ve Şekil 3.6. 2004–2005–2006–2007 yıllarının tamamında bir yükseliş trendini barındırdığını göstermektedir. 2008 yılı ise bir düzensizliğin bariz göstergesidir. 2008 ile birlikte hisse senetlerinin getirilerinde sert düşüşlerin olduğu dönemdir. Bu durum 2009 yılı ilk çeyreğinde de devam etmiştir. 2009 2. çeyrekte ise kötü gidişatta bir durulmayı işaret etmektedir.

Tablo. 3.7. İMKB 50 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	19.480,98	31.416,49	52.782,19	49.740,29	52.511,89	32.971,29
Şubat	21.356,84	32.728,61	55.341,31	50.013,71	54.945,28	30.397,46
Mart	22.813,70	29.610,44	50.660,25	52.740,02	48.001,88	32.632,68
Nisan	20.408,94	27.604,77	51.990,17	54.935,74	53.768,92	40.460,22
Mayıs	19.454,71	30.001,21	45.829,12	57.705,88	49.694,78	45.272,15
Haziran	20.687,84	32.024,31	42.929,13	57.644,78	43.400,27	47.740,15
Temmuz	22.387,32	35.059,97	43.564,96	64.920,56	53.095,71	
Ağustos	23.317,75	36.682,30	44.881,42	61.862,89	49.694,02	
Eylül	25.304,88	39.574,56	44.400,34	66.887,97	45.504,63	
Ekim	26.370,62	37.846,21	48.857,42	71.524,48	35.500,85	
Kasım	25.891,81	45.194,69	45.860,76	66.934,22	32.666,94	
Aralık	28.893,23	46.853,48	47.054,04	68.608,83	34.146,83	

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.7. İMKB 50 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)



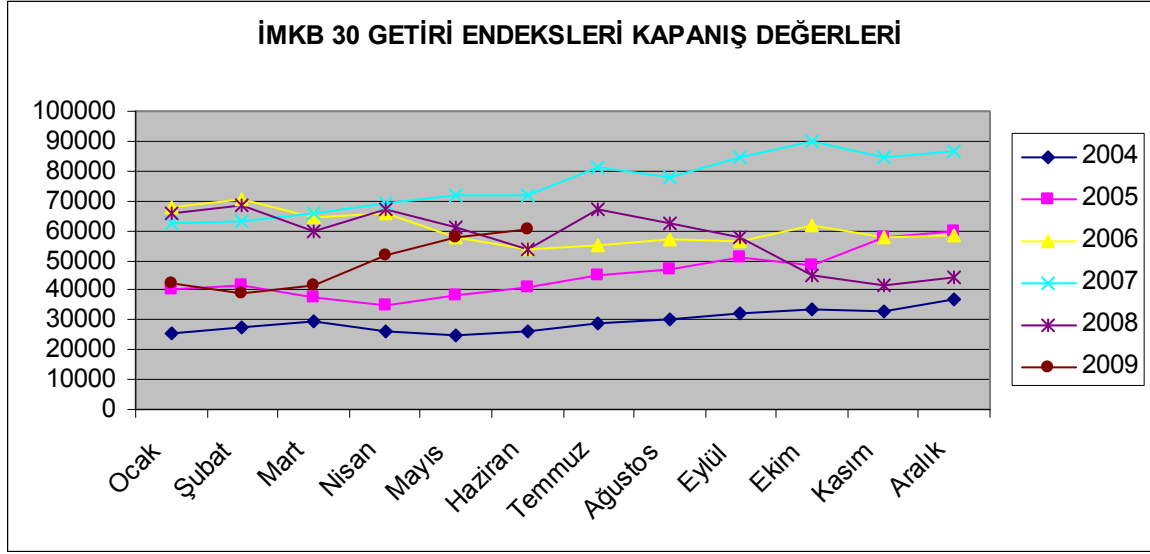
Kaynak: İMKB

Tablo. 3.8. İMKB 30 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	25.304,45	40.062,70	67.555,26	62.243,57	65.741,48	42.375,21
Şubat	27.682,13	41.775,36	70.740,92	62.862,38	68.268,88	38.818,95
Mart	29.411,81	37.707,71	64.266,03	66.095,73	59.939,23	41.654,70
Nisan	25.844,07	35.187,81	65.793,72	69.169,23	67.404,86	51.661,68
Mayıs	24.689,78	38.285,72	57.857,07	71.866,85	61.364,81	57.612,93
Haziran	26.501,80	40.830,54	54.014,92	71.777,22	53.405,16	60.582,64
Temmuz	28.657,89	44.778,21	54.976,57	81.499,57	66.794,17	
Ağustos	29.869,14	47.067,55	56.944,46	77.769,82	62.300,27	
Eylül	32.292,15	50.900,93	56.276,97	84.334,64	57.515,02	
Ekim	33.784,01	48.351,89	62.067,34	90.258,12	45.215,16	
Kasım	33.182,34	58.003,16	57.620,05	84.617,58	41.751,05	
Aralık	37.046,72	59.824,91	58.623,88	86.684,52	44.270,96	

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.8. İMKB 30 Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)



Kaynak: İMKB

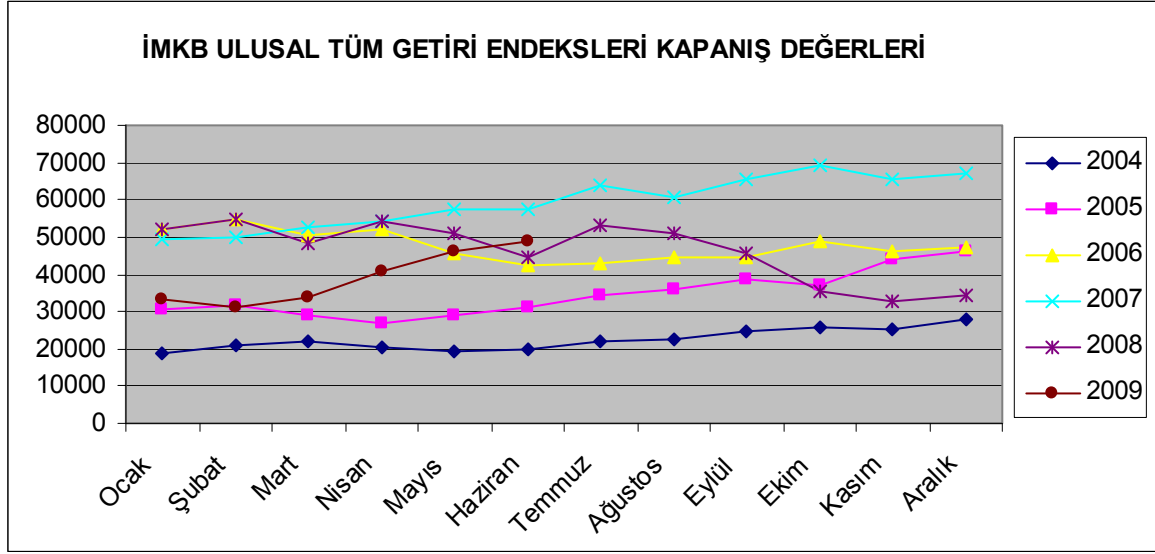
Tablo 3.7. ve 3.8., Şekil 3.7. ve 3.8. de ise İMKB Ulusal 50 ve İMKB Ulusal 30 Endekslerinin seyrinin İMKB Ulusal 100 Endeksindeki düşüşe paralel olarak ve bu paralelliğin doğal sonucu olarak gerilediklerini göstermektedir.

Tablo. 3.9. İMKB Ulusal Tüm Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	18.988,09	30.707,71	51.841,93	49.470,43	52.240,32	33.160,89
Şubat	20.700,36	31.918,63	54.973,64	49.797,27	54.721,88	31.001,80
Mart	22.242,38	28.962,37	50.428,25	52.462,56	48.544,68	33.584,38
Nisan	20.137,98	26.746,11	51.847,10	54.076,48	54.067,86	41.011,57
Mayıs	19.159,59	29.174,62	45.883,65	57.220,35	50.926,54	45.926,53
Haziran	20.107,25	31.151,00	42.547,52	57.267,75	44.680,02	48.760,93
Temmuz	21.763,54	34.272,20	43.187,36	63.798,36	53.281,12	
Ağustos	22.631,14	35.759,43	44.825,39	60.836,78	50.751,20	
Eylül	24.587,23	38.535,67	44.660,75	65.325,81	45.782,28	
Ekim	25.848,16	37.107,96	48.861,99	69.271,03	35.508,52	
Kasım	25.379,42	44.033,59	46.042,52	65.423,25	32.877,29	
Aralık	27.978,68	46.388,16	47.160,65	66.944,43	34.236,70	

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.9. İMKB Ulusal Tüm Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)



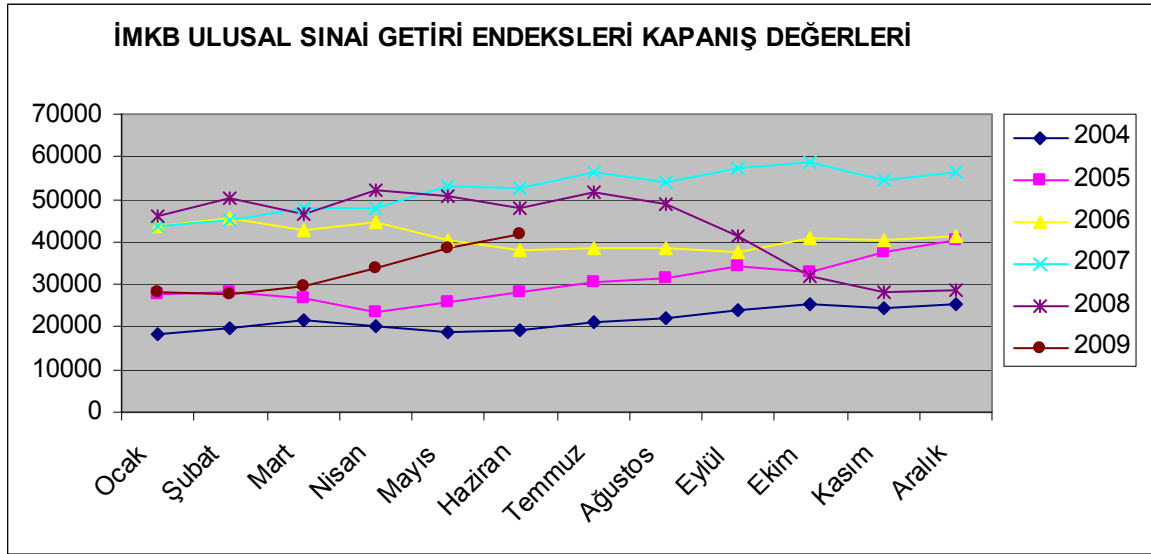
Tablo 3.9. ve Şekil 3.9. ekonominin ve finansal sistemin en bariz göstergesi olan İMKB'nin 2004–2005–2006–2007 yıllarında altın bir dönem yaşayarak tırmanış gösterdiğini, yatırımcıları için reel anlamda kazanç sağladıklarını 2007 2. dönem itibariyle artık bu tırmanışın durduğunu ve hızla geriye doğru bir gidişin varlığını göstermeye başladığına işaret etmektedir. 2007 2. dönemle birlikte 2008 yılı ve 2009 1. çeyrek düşüşün devam ettiği kayıp zamanlardır. Burada dikkat çekebilecek nokta, yukarıdan beri takip ettiğimiz tüm endeks değerlerine ilişkin tablo ve şekillere göre borsa endekslerimiz bize 2008 yılında krizin tam anlamıyla kendini hissettirdiğini gösterirken Tablo 3.9. ve Şekil 3.9'da görülen tüm getiri endekslerine göre ise 2007 yılı 2. Dönemi itibariyle yatırımcıların kazançlarındaki düşüş esasında krizin 2007 yılı ikinci dönemi itibariyle Türkiye'de kendini gösterir hale geldiğini anlatmaktadır.

Tablo. 3.10. İMKB Ulusal Sınai Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ocak	18.243,02	27.730,82	43.602,31	43.562,07	45.935,61	27.978,00
Şubat	19.613,13	28.287,86	45.349,41	44.885,36	50.097,25	27.801,66
Mart	21.467,73	26.562,99	42.855,25	48.022,28	46.309,59	29.495,68
Nisan	20.050,97	23.516,73	44.457,17	48.063,18	52.200,67	33.941,32
Mayıs	18.932,45	25.935,22	40.497,67	53.044,00	50.938,43	38.604,64
Haziran	19.039,98	28.324,29	37.901,41	52.717,19	48.075,27	41.993,87
Temmuz	20.931,43	30.375,75	38.451,95	56.282,82	51.576,12	
Ağustos	22.221,03	31.382,46	38.729,46	54.231,90	48.989,27	
Eylül	24.136,08	34.150,61	37.793,29	57.372,43	41.421,25	
Ekim	25.467,68	32.757,67	40.970,23	58.545,93	31.943,75	
Kasım	24.644,52	37.356,04	40.427,91	54.636,77	28.247,67	
Aralık	25.527,99	40.406,86	41.457,48	56.449,28	28.733,69	

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.10. İMKB Ulusal Sınai Hisse Senedi Getiri Endeksleri Kapanış Değerleri (2004–2009)



Kaynak: İMKB

Tablo 3.10 ve Şekil 3.10.'a bakıldığında sınai endekslerinin reel sektör göstergesi olarak algılanması gerektiğini çok net bir şekilde bir kez daha ortaya koymuştur. Yine bu şekil ve tabloda 2004–2005–2006–2007 yıllarının genel seyrinin yükseliş trendi olduğunu ortaya koyarken 2008 yılının özellikle (ilk yarı) ve 2009 yılı ilk çeyreğinin düşüşün bariz göstergesi olarak karşımıza çıkmıştır. 2009 yılı 2. çeyrek görece iyileşmeyi gösterir niteliktedir. Sınai endeksinin yükseldiği dönemlerle ilgili olarak ülkede üretimin,

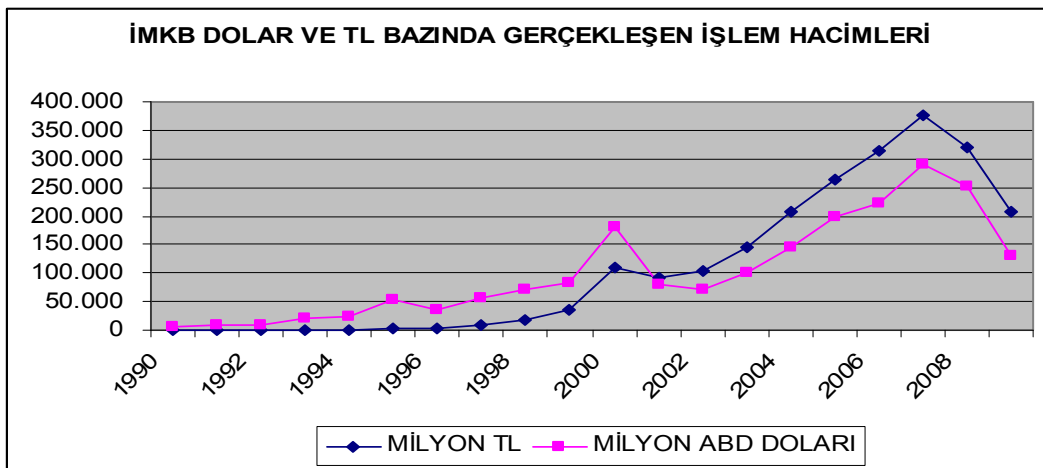
istihdamın, büyümenin net gelir artışının varlığından düşüş döneminde ise tersi durumların varlığından söz edilebilir.

Tablo. 3.11. Hisse Senetleri Piyasasında Gerçekleşen İşlem Hacimleri Karşılaştırılması (1990–2009)

	MİLYON TL	MİLYON ABD DOLARI	% ARTIŞ / AZALIŞ
1990	15	5.854	
1991	35	8.502	2,3
1992	56	8.567	1,6
1993	255	21.770	4,5
1994	651	23.203	2,6
1995	2.372	52.311	3,6
1996	2.941	36.698	1,2
1997	8.907	57.178	3,0
1998	17.851	69.696	2,0
1999	36.390	82.931	2,0
2000	110.056	180.123	3,0
2001	92.542	79.945	0,8
2002	105.149	69.990	1,1
2003	145.489	99.406	1,4
2004	206.658	146.511	1,4
2005	263.656	197.074	1,3
2006	314.894	222.399	1,2
2007	375.624	291.409	1,2
2008	320.719	251.894	0,9
2009	207.446	131.006	0,6

Kaynak: İMKB

Şekil. 3.11. Hisse Senetleri Piyasasında Gerçekleşen İşlem Hacimleri Karşılaştırılması (1990–2009)



Bir ülkede sermaye piyasalarının gelişmişliğinden ve derinliğinden söz edebilmek için bakılacak kriterlerden birisi piyasada gelişen işlem miktarı ve özellikle de işlem hacmidir. Tablo 3.11.'de geniş bir aralık izlenmiştir. İMKB'nin kuruluşundan günümüze izlenen rota ortaya konmuştur. İMKB genelde bir yükseliş dolayısıyla gelişme içindedir. Sıkıntılı yıllar olarak tanımlanacak 2001–2001 dönemi bir kriz göstergesidir ve gelişime sekte vurmuştur. Bu noktadan bakıldığında 2008 yılı da bir kriz varlığının bariz göstergesidir. 2009 yılı mevcut verilerden hareketle oluşturulmuş ve henüz tamamlanamamış olsa da 2008 ile karşılaştırıldığında iyiye doğru bir yol takip edildiğini gösterir durumdadır. Şekil 3.11. ise aynı verilerin USD bazında izlenmesiyle oluşturulmuş olup USD bazında inceleme yapmak mevsimsellikten arındırılmış veriler olarak bakılabilir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış olarak bakılabilecek USD verileri de TL bazında yaptığımız değerlendirmelere paralel bir durumu ortaya koymaktadır.

SONUÇ

Sermaye piyasaları, ekonomik ve finansal yapılanmanın oluşturduğu tüm sistemin en önemli argümanlarından. Reel sektörün başarısı ve gelişebilmesi, sermaye piyasalarının gelişmişlik ve başarısıyla doğrudan ilişkilidir. Borsalar ve borsa endeksleri ise finansal sistemin işleyişinin bir göstergesi olan bir nevi barometrelerdir. Borsa endekslerinden hareketle borsalara ve ekonomik sistemin diğer parçalarından olan reel sektöre ilişkin de yorumlar ve çıkarımlar yapılabilir. Borsadaki iyi gidiş kısa bir zaman sonra kendini reel sektörde de hissettirecektir. Aynı önerme olumsuz durumda da geçerlidir yani olumsuz bir gelişmeyi gösteren borsa endeksleri reel sektör üzerinde de olumsuzluk olarak yansiyacaktır.

Ekonominin ve finansal sistemin “boğa piyasası” göstergesinde olduğu zamanlarda, ülke ekonomilerinin genel seyri de yukarı yönlüdür. Finansal sistemin “ayı piyasası” göstergesinde olduğu zamanlarda, yansıyan olumsuz hava kendisini ülke reel sektöründe de hissettirecektir. Çünkü reel piyasaların işlemlerini sağlayan kaynak ve fon gücü finansal sistemin sağlıklı işleyişine bağlıdır. Elde edilemeyen kaynak(lar), reel sektöre doğal olarak aktarılamayacak ve reel sektörün de yavaşlamasına ve gelişmemesine sebep olmak durumunda kalacaktır.

Dünyanın krize girdiği 2007–2008 yıllarında önce finansal alanda kriz hissedilmiştir. Ve buna bağlı olarak tüm dünya reel sektörleri de bu krize beraberinde sürüklenmiştir. Reel sektörün sıkıntıya girmesi ise üretimi zorunlu düşüşe yönlendirmekte, tüketimi kısma yönünde girişmelere ortam sağlamakta, işçi çıkarma gibi istihdam sorunlarına sebebiyet vermekte, ülke milli gelirlerinde ve buna bağlı olarak kişi başına düşen milli gelir azalması gibi olumsuzlukları beraberinde getirmekte ve tüm bunlara bağlı

olarak ülke ve dünya bütününde bir daralma meydana gelmektedir. Bu durumda ise ancak küresel bir fakirleşmeden bahsedilecektir ve bu istenmeyen bir durumdur.

Ekonomik ve finansal sistemin kötüye gittiği veya iyiye gittiği her dönemde bir “barometre” olan borsa endeksleri bu olumlu ve olumsuz durumların hep bir göstergesi olmuştur. Dünya geneline baktığımızda, Amerika Borsaları olarak; Dow Jones, Standart and Poor’s 500 Index, Nasdaq, MerVal, Bovespa, IPC, All Ordinaries, Avrupa Borsaları olarak; FTSE 100, CAC 40, XETRA DAX, ATX, BEL-20, MIB Tel, AEX General, OSE All Share, Madrid General, Swiss Market, İMKB, Asya ve Uzakdoğu Borsaları olarak ise Shanghai Composite, Hang Seng, BSE 30, Nikkei 225, KLSE Composit, PSE Composite, Seoul Composit, All Share, SET, Taiwan Weighted sayılabilir. Tüm bu borsalar ekonomik ve finansal sisteme entegredir ve aynı zamanda sistemde meydana gelen her türlü hareketlenmeden etkilenirler ve her biri birer göstergedir. Küreselleşen dünyada finansal sistemin küreselleşme sürecine entegrasyonu da çok önemli bir realitedir. Sadece ülkenin iç dinamiklerinden kaynaklanan hareketlenmeler dışında komşu ve komşu olmayan diğer ülke piyasalarında meydana gelen olumlu ve olumsuz durumlarda ülke ekonomilerini ve finansal sistemlerini de etkilenmektedir. Bu durumda finansal sistemin barometresi olarak adlandırdığımız en önemli gösterge olan endeksler meydana gelen her türlü etkiyi gösterir duruma gelmektedir.

Bu çalışma ile ABD kaynaklı 2007–2008 krizinin Türkiye’yi etkilemesinin bir göstergesi olan İMKB endeksi incelenmiş ve İMKB endeksinden hareketle Türkiye’nin kriz ve krizden etkilenme süreci üzerinde durulmuştur. Türkiye örneğinde de İMKB Ulusal Endeksleri ortaya çıkan dış kaynaklı kriz durumundan bağımsız hareket etmemiştir ve krizin her türlü etkisini endeksler üzerinde izleyebilmek mümkün olmuştur. Gösterge olma

işlevi tam olarak İMKB Endeksine yerine getirilmiştir şeklinde yorum yapabilmek mümkündür.

Endeksler ve İMKB endeksi tez çalışmasının konusu olmakla beraber sonucun öncesine yani sebeplere de kısaca ve genel anlamda da olsa değinmek sonuç bölümü için faydalı olabilir.

Yüzyıl içinde ikisi büyük çapta ikisi de orta büyüklükte olarak tanımlanabilecek krizi yaşayan kapitalist öğretisi, bu son büyük krizi atlatarak bir kez daha yoluna devam edebilecek mi? sorusu ilgili tüm entelektüellerin sorduğu ve cevabını aradığı bir argümandır. Yaşanan sürece bakıldığında bu çalışmanın tamamlandığı şu günlerden altı ay öncesine kadar kapitalizmin tahtının sallandığı ve bu krizden kurtulamayacağına ilişkin bakış açıları düşünce dünyasına hâkimdi. Karl Marks uzun bir aradan sonra tekrar popüler olmuş ve Marksizm alternatif bir sistem olarak tartışılmaya başlanmıştı. Ama bu popülerite çok uzun sürmedi ve kapitalizm içinde bulunduğu sorunlu ve sıra dışı durumdan kurtulma yolunda epeyce bir mesafe kat etti. Bu durumun en önemli göstergesi ise bir barometre olan endeksler olarak karşımıza çıkmaktadır. Burada şu soruyu sormak gerekir. Peki, nedir kapitalizmi krizlere rağmen yoluna devam ettiren güç? İktisat biliminin önde gelen isimlerinden olan Adam Smith'in en önemli kavramlarından olan "görünmez el" mi? Birçok yorumcuya göre (her ne kadar Adam Smith böyle bir atıfta bulunmasa da) Tanrı'nın kendisidir. Bu durumda "görünmez el" kavramı yani ilahi gücün sosyal yaşam mekanizmasına yaptığı dolaylı katkı ve müdahale, insan aklının tek başına "toplumsal uyumu" sağlamaya yeterli olmadığı düşüncesine dayanır. Kendisi aynı zamanda bir ahlak felsefesi profesörü olan Smith, ekonomik sistemi açıklarken, "sistemin merkezinde, kendi çıkarlarını takip eden ve aynı zamanda kendi çıkarını takip ederken de toplumun refahını da artıran bir birey vardır" görüşünü anlatmaktadır. Smith'e göre; "servet edinmek için

yapılan bir yarışta insan, rakiplerini geçmek için bütün duyularını ve gücünü sonuna kadar zorlayabilir, fakat rakiplerini itip kakmaya yönelecek olursa, gözlemcinin hoşgörüsü tümüyle yok olur. Böyle bir davranış oyunun dürüstlükten sapması olur ki buna müsaade edilemez.” Bu noktada Max Weber’e de değinilmesi gerekir. Weber’e göre kapitalizmin iki temel şartı vardır. Bunlar; tamamlayıcı şartlar ve zorunlu şartlardır. Tamamlayıcı şartlar, kapitalizmin maddi paradigmasıdır; burjuva sınıfı, kentleşme, endüstriyel teknolojinin gelişmesi ve rasyonel hukuktur. Zorunlu şartlar ise kapitalizmin soyut değeri olan ahlak’tır. Smith ve Weber birlikte okunduğunda “kriz kapitalizmin iç dinamiğinde vardır ve hep olacaktır. Rakipleri itip kakmak ahlak’tan uzaklaşmaktır ve kapitalizmden sapmalara ve krizlere yol açar. Sapma ve kriz dönemlerinde ise ‘görünmez el’ devreye girer sistemin tamamen çökmesine izin vermez, sistemi tekrar rayına sokar.” denilebilir.

Bu çalışma ile kapitalist sistemin bir kaçınılmazı ve aynı zamanda sapması olan kriz dönemlerinin Borsa Endekslerine yansımaları İMKB örneğinde incelenmiş ve Endekslerin kriz dönemlerinde izlediği seyirlerin değişik sınıflandırmalara göre irdemelerinde bulunulmuştur.

KAYNAKÇA

- ACAR, M. (2009) Düzleştirici ve Özgürleştirici Bir Süreç Olarak Küreselleşme. Ankara: Orion Kitapevi.
- AKDIŞ, M.(2000). Global Finansal Siysem Finansal Krizler ve Türkiye. İstanbul: Beta Yayınları
- AKGÜÇ, Ö. (1998). Finansal Yönetim. Yenilenmiş 7. Baskı.Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 65. Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No.17.
- AKIN, Ç.(2008). Allocation of Financial Wealth in Turkey. George Washington University Department of Economics.
- AKTAN, C.C., ŞEN,H.(2002) Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözümler, Yeni Türkiye Dergisi,
- AKYÜZ, Y.(2008). Managing Financial Instability in Emerging Markets: A Keynesian Perspective. Third World Network.Global Economy Series 12. Malaysia .
- ALTAY, E.(2008) Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı İMKB’de Piyasa Yönünde Sürü Davranışının Analizi. BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar. Cilt:2, Sayı:1,
- ALTINTAŞ, H.(2004). Bankacılık Krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri. Erciyes üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi. Sayı:22
- ARAS, G., A. Müslümov (2003), “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi Ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri”, II.Ulusal Bilgi ve Ekonomi Kongresi, Kocaeli.
- ASLAN,E., SÜSLÜ,B.(2001). Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi Yeni Türkiye, Sayı:41, Yıl:7, Eylül-Ekim 2001.
- AY,A.,KARAÇOR,Z. (2006).2001 Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Krizden Büyümeye Geçiş Üzerine Bir Tartışma . Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. Yıl:2006.Sayı:16.
- BALSEVEN,H., GÖKER,Z.(2008). Menkul Kıymet İşlem Vergileri ve Ekonomik Etkileri. İktisat İşletme ve Finans Dergisi. Cilt:23. Mart 2008. Sayı:264.
- BAŞOĞLU, U. (2001). “Krizlerin Öngörülmesinde Sinyal Yaklaşımı”, Uludağ Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt:19, Sayı:1–2,bahar-Yaz Dönemi, Nisan.
- BAŞOĞLU, U. , CEYLAN, A. , PARASIZ, İ. (2009). Finans (Teori, Kurum, Uygulama) Bursa: Ekin Yayınları
- BDDK. (2008) Finansal Piyasalar Raporu. Aralık 2008 – Sayı 12
- BDDK. (2009) Finansal Piyasalar Raporu. Mart 2009 – Sayı 12

- BDDK. (2008). ABD Mortgage Krizi. Çalışma Tebliği. Sayı.3.
- BLUM,D., FEDERMAİR,K., FİNK, G. ,HAİSS, P. (2002). The Financial-Real Sector Nexus:Theory and Emprical Evidence. Research Institute for European Affairs University of Economics and Bussiness Administration Vienna. IEF. Working Papers. Nr.43
- BOLAK, M. (2001) , Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi. İstanbul: Beta Yayınları
- BORATAV, K.(2001), “2000/2001 Krizlerinde Sermaye Hareketleri”. İktisat, İşletme ve Finans Dergisi. 16 (186)
- CANBAŞ, S. ve DOĞUKANLI, H. (2007). Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri. 4. Baskı. Karahan Kitabevi:Ankara.
- CANGÜREL, O.AYDOĞAN, H.(2009)Hedge Fonlar ve Finansal Krizlere Etkisi. Activefinans. Ocak-Şubat 2009
- CEYLAN, A. KORKMAZ, T. (2008). İşletmelerde Finansal Yönetim. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- CİVAN, M. (2007). Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi, Ankara: Gazi Kitapevi
- COŞKUN, M. (2008) .Sermaye Piyasaları, Eskişehir: Genç Copy Center.
- ÇAPANOĞLU, M.B. (1993). Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymetler Borsaları. İstanbul: Beta Yayınları.
- ÇONKAR, K., Ata, H., (2003). “Finansal Krizleri Önlemede Kullanabilecek Kriz Rasyolarının Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”. Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi.Sayı:2.
- DAĞLI, H.(2000). Hisse Senedi Piyasa Endeksleri ve Türkiye. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 3. Sayı.4
- DAVIDSON, P. (1998) The Case For Regulating International Capital Flows”. <http://bus.utk.edu/econweb/faculty/davidson/reg2.pdf>
- DEMİR, F.KARABIYIK, A. ERMİŞOĞLU, E. Küçük, A. (2008) ABD Mortagage Krizi. BDDK Çalışma Tebliği Sayı:3
- DEMİRCİ, N.(2005). Finansal Krizlerin Anatomisi: Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye. SPK. Yayın No: 186
- DOĞU; M. (1996) Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye. Ankara: SPK Yayınları

- DUMAN, K.(2004). Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri. Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi (8),
- ERDEM, E.(2008) Para Banka ve Finansal Sistem. Ankara: Detay Yayıncılık 2.Baskı
- ERDOĞAN, B. (2006). Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- ERDOĞAN, M. (2008). Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 20: 1 – 20
- ERDÖNMEZ, P., TÜLAY, B.(1999). “Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar”, Türkiye Bankacılar Birliği Bankacılar Dergisi, Sayı:31,
- ERİM,N.,TÜRK,A.(2005)Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi.(10) 2005/2.
- ERTEKİN, M. BAŞTÜRK, F.(2005) Türkiye’de 1990 Sonrası Yaşanan Ekonomik Krizlerin Sigorta Sektörünün Fon Yaratma Fonksiyonu Üzerine Etkileri. Mevzuat Dergisi. Yıl:8.Sayı:85.
- ERTUNA, Ö. (2009) Krizden Alınacak Dersler Yeni Bir Fırsat mı?. Muhasebe ve Finansman Dergisi Temmuz 2009. Sayı:43.
- ESER, K. (Eylül 1995) 1994 Finans Krizi ve Finans Kesiminde Reform Arayışları. İktisat İşletme ve Finans Dergisi.
- GÜLOĞLU,B.,ALTUNOĞLU,A.E.(2002).Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler:Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi Ekim Sayısı. No:27.
- GERNİ, C. EMSEN, S. DEĞER, K. (2005) Erken Uyarı Sistemleri Yoluyla Türkiye’deki Ekonomik Krizlerin Analizi. İstanbul üniversitesi İ.İ.B.F. Ekonometri ve İstatistik Sayı:2
- GÜNÇAVDI,Ö.,KÜÇÜKÇİFTÇİ,S.(2002).Türkiye Ekonomisinde Finansala Kısıtların Değişen Rolü ve Önemi:1973-1996. Bankacılar Dergisi, Sayı:42
- GÜNEŞ,H.,SALTOĞLU,B. (1998).İMKB Getiri Volatilitésinin Makroekonomik Konjonktür Bağlamında İrdelenmesi. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1998
- http://www.ekodialog.com/Konular/borsa_yatirim/sermaye_piyasalari_imkb.html
- http://www.hazine.gov.tr/doc/Guncel/Politika_Tedbirleri.pdf - Küresel Mali Krize Karşı Politika Tedbirleri

<http://www.imkb.gov.tr/genel/tarih.htm> : 15.06.2009.

<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/yabanci.htm> :18.06.2009

<http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>

<http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1998/k14.html>

İŞİK,S. DUMAN,K.,KORKMAZ,A.(2004) Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması. D.E.Ü. İ.İ.B.F.Dergisi. Cilt:19. Sayı:1.

İMKB Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu. 2008

İNAĞ, N. (1994) Sermaye Piyasası ve Gelişmelerin Analizi. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü

JANK,S., WEDOW,M.(2008)Sturm und Drang in Money Market Funds, When Money Market Funds Cease To Be Narrow. Duetsche Bundesbank, Discussion Paper.Series 2:Banking Financial Studies No: 20/1008

KANDIR,S., CANBAŞ, S. (2007) Yatırımcı Duyarlılığının İMKB Sektör Getirileri üzerindeki Etkisi. Dokuz Eylül üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi. Cilt:22. Sayı:2. Yıl: 2007

KARSLI, M. (2005). Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler. İstanbul: Alfa Yayınları

KARSLI, M.(2003). Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler. Genişletilmiş 5.Baskı. İstanbul: Alfa Yayınları

KAYALI, M.(2004).Yeni Ekonomi ve Finansal Piyasalar üzerindeki Etkileri. 3. Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildiriler Kitabı, Eskişehir

KAZGAN, G. (2002) Küreselleşme ve Ulus Devlet: Yeni Ekonomik Düzen. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

KEPENEK Y. Ve YENTÜRK, N. (Kasım 2000) Türkiye Ekonomisi. Ankara: Remzi Kitabevi

KIRAN, B. (2009) Türkiye’de Döviz Kuru ve Hisse Senetleri Fiyatlarının Sınır Testi Analizi, İktisat İşletme ve Finans Dergisi; Şubat 2009

KİBRİTÇİOĞLU, A.(2001) Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler,1969–2001.Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Krizler Özel Sayısı.

KİBRİTÇİOĞLU,B.(2000). *Parasal Krizler*. Hazine Müsteşarlığı Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi. Ankara.

KÜÇÜKKOCAOĞLU, G. (2005). Elektronik Emir İletim Yöntemi’nin İstanbul Menkul

Kıymetler Borsası'nın Mikro Yapısı Üzerine Etkisi.
www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselelektronikemir1.pdf : 10.08.09.

- KONDAK, N.(1999). Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş. İstanbul: Der Yayınları
- MANGIR, F.(2006).Finansal Deregülasyonun (1989–2001) Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Sayı 16
- MAZGİT, İ.(2005). Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü.
http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/gundem/Gundem_1_Sayi_512.pdf.
 Erişim:21.07.2009.
- MERTON, R.C. and BODIE, Z. (1995). A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment in The Global Financial System- A Functional Perspective.Harward Bussiness School.
- MISHKIN, F.(1996) Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. NBER Working Paper 5600. Newyork.
- OKAY, E. (2003). Türkiye’de Reel Sektörün Canlanması mı Finans Sistemini Derinleştirir Yoksa Finans Sisteminin Derinleşmesi mi Reel Sektörü Canlandırır?. 7. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler.
- OKSAY, S.(2000). Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Re-Regülasyon) İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi. Marmara üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Öneri Dergisi, Haziran 2000
- ÖKTE, S.(2009).Türkiye Ekonomisinde Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri: Asimetrik Enformasyon Yaklaşımı Açısından Bir Değerlendirme. Finans Politik&Ekonomik Yorumlar. Cilt:46. Sayı:527.
- OKUYAN, A.H.(2009).Asimetrik Bilginin Türk Bankacık Sektörü ve Kredi Piyasaları Üzerinde Etkisi. Anadolu International Conference in Economics 2009.Eskişehir.
- ÖZER, M.(1999). Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar, Eskişehir. TC Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- ÖZDEMİR, Ö.(1999). Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler. Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi. Yeterlilik Etüdü.
- ÖZDİL, T. , YILMAZ, C.(2006) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) Sektör Bazında İşlem Gören Hisse Senetlerinin Alım-Satım Kararlarında En Yüksek Getirili Stratejinin Belirlenmesi, Celal Bayar üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt:13, Sayı:2
- PARASIZ, İ.(2001) Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar. Bursa: Ezgi Kitabevi.

- PERELSTEIN, J.S. (2009). Macroeconomic Imbalances in the United States and Their Impact on the International Financial System. The Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No:554.Norway.
- REILLY, K.(1992). Investments, Third Editions. The Dryden Pres.Forth Worth
- SARIKAMIŞ, C., CEYLAN, A., AYDIN, N., COŞKUN, M. (2004). Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar. TC. Anadolu Üniversitesi Yayını No. 1581. Eskişehir.
- SAKARYA,B.(2006). Türkiye’de Bankacılık Krizleri Nedenleri ve Regülasyon Uygulamaları. Sakarya Üniversitesi.Sosyal Bilimler Enstitüsü. Yüksek Lisans Tezi.
- SAYILGAN, G. (2004), Finansal Piyasalar ve Finansman Yöntemleri, Ankara: Turhan Kitabevi
- Sermaye Piyasası Kurulu (2007). Sermaye Piyasası Araçları. SPK Yatırımcıyı Bilgilendirme Kitapçıkları–2.
- Sermaye Piyasası Kanunu. (1981).
- SEYİDOĞLU, H.(2003) Uluslar arası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. Doğu Üniversitesi Dergisi.
- SOROS, G. (2008). “The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What it Means.” New York: Public Affairs.
- SOYSAL, O.(2009) Konut Kredilerinde Başarı ve Performans: TBS Örneği, Activebanka. Sayı 57.Ocak-Şubat 2009.
- SUSAM, N.BAKKAL, U. (2009). Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?
- ŞAHİN, H.(2002) Türkiye Ekonomisi. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- ŞEN, A. (2006). Asimetrik Bilgi-Finansal Kriz İlişkisi. sbe.dpu.edu.tr/14/1.pdf
- ŞİMŞEK, A. (2007) Türkiye’de 2000 Sonrasında Uygulanan İstikrar Programlarının Kamu Maliyesine Etkileri Finans Politik & Ekonomik Yorumlar 2007 Cilt: 44 Sayı:512
- ŞİMŞEK, M., (2004). “Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkileri ve Örnek Kriz Ekonomileri”, Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi
- TANER, B., AKKAYA, C. (2009). Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Ankara: Detay Yayınları
- TRICHET, J. (2005). “Reflections on the International Financial System.” Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB. Bundesbank Lecture, Berlin 21 June.

- TÜLAY, B., ERDÖNMEZ, P., (1999). “Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar”, Türkiye Bankacılar Birliği Bankacılar Dergisi, Sayı:31,
- TÜRKKAN, E.(2008). Menkul Kıymetler Borsasının Rekabet Sürecindeki Rolü. <http://www.rekabet.gov.tr/index.php?Sayfa=sayfahtml&Id=605>. 17.07.2009.
- Türkiye Bankalar Birliği.(1994). Bankalarımız 1994.
- Türkiye Bankalar Birliği.(2001). Bankalarımız 2000.
- Türkiye Bankalar Birliği.(2009). Bankalarımız 2008.
- Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği. (2009). 2008 Ekonomik Rapor. <http://www.tobb.org.tr/yayinlar/yayinlar.php>
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. (Şubat 2002). Tasarrufların Değerlendirilmesinde Fırsatlar Ülkesi Türkiye.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (Mart 2004). Yatırım Yaparken Sorularla Türkiye Sermaye Piyasası. İstanbul: Printcenter
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (Şubat 2006). Borsa Şirketleşmeleri ve İMKB Özelleşmesi
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.(2008). Türkiye Ekonomisi.
- UDELL, F.G., WACHTEL, P.(1994). Financial System Design for Formerly Planned Economies:Defining the Issues. New York University, Stern School of Bussiness Finance Department, Working Paper Series.
- Uluslar arası Finans Sempozyumu (2005)Finans Sektöründe Bilgi Yönetimi ve Ölçek Ekonomileri İlişkisi, İstanbul.
- ULUSOY, A.(2001). Devlet Borçlanması. Derya Kitabevi: Trabzon
- URAL, M. BALAYLAR, A. (2007) Finans Politik & Ekonomik Yorumlar 2007 Cilt:44. Sayı:509
- UYAR, F.(2004) Türev Araçların İşlem Gördüğü Tezgâh üstü Piyasaların Düzenlenmesi. SPK. Ankara
- UYAR, S. (2003). Bankacılık Krizleri. Ziraat Matbaacılık A.Ş.
- UYGUR, E.(2001). “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni. 2001. <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/krizdenkrize.pdf>
- [WILLIAMSON J., \(1998\). “Whither Financial Liberalization”.](#)

<http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm? ResearchID=323>.

YALÇINER, B. (2007). Küresel Ekonomideki Dengesizlikler. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu.

YAY, T. YAY, G.G., YILMAZ, E. (2001). Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler. İstanbul Ticaret Odası.

YAY, T. YAY, G.G., YILMAZ, E. (2004). Finansal Krizler, Finansal Regülasyon ve Türkiye. İstanbul Teknik Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 2004 Mart. Sayı:30.

YILMAZ, R. (2001). Türkiye Bankacılık Kesimindeki Yapısal Değişimler Ekseninde Formal ve Formal Olmayan Finans Sektörü. İktisat Dergisi (İstanbul Üniversitesi, İFMC Yayın Organı). Sayı:417.