

T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

144953

**FİNANSAL KRİZLERİN ARACI KURUMLAR ÜZERİNDEKİ
ETKİLERİ**

144953

MASTER TEZİ

Hazırlayan
Mustafa GÜMÜŞ

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Ömer Tanju DURUSOY

Ankara- 2004

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

.....ait.....

.....adlı çalışma, jürimiz tarafından

.....
Anabilim/anasanat Dalında DOKTORA/SANATTA YETERLİK/ LİSANS
TEZİ olarak kabul edilmiştir.

(İmza)
Başkan Prof. Dr. Ahmet AKSOY
Akademik Unvanı, Adı Soyadı

Üye.....

Akademik Unvanı, Adı Soyadı (Danışman)
Y. Doç. Dr. ÖMER TANJU DURUSOY

Üye..... (İmza)

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Doç. Dr. Arolan Yigdim

ÖNSÖZ

Finansal krizlerin mali piyasalar üzerine olan etkileri konusunda pek çok çalışma yapılmış olmakla birlikte, söz konusu çalışmaların tamamına yakını finansal kriz ve bankacılık ekseninde yer almaktadır. Ülkemiz sermaye piyasaları her ne kadar gelişme döneminde olsa ve bankacılık sektörünün gölgesi altında faaliyetlerini devam ettirse de finansal krizlerin her sektörde olduğu gibi bu sektörde de yaralar açtığı, alışkanlıkları değiştirdiği gerçeği yadsınamaz.

Sermaye piyasaları 1994 yılının Nisan ayında yaşanan ekonomik krizden gerekli dersleri çıkarmış ve yürürlüğe konulan sermaye yeterliliği düzenlemeleri ile kendini yeni krizlere hazırlamış olmakla birlikte, aracılık sektöründe faaliyette bulunan kurumların mali açıdan homojen bir yapıya sahip olmaması ve büyük bir kısmının sermaye piyasasında yaratılan gelir kaynaklarını çeşitlendirememesi nedeniyle sektör yeterince kurumsallaşamamıştır.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 yılında yaşanan krizlerden bankacılık sektörü oldukça olumsuz etkilenmiş, ancak aracı kurumlar bu krizleri nispeten daha kolay atlattırlardır. Tezin yazılmasının temel amacı bu durumun üzerinde durularak, söz konusu önermenin geçerliliğini ve nedenlerini tespit etmek ve finansal krizlerin aracılık sektörü üzerindeki etkilerine ilişkin yazına katkıda bulunmaktır.

Ankara, 2004

Mustafa GÜMÜŞ

İÇİNDEKİLER

I. BÖLÜM

I.FİNANSAL KRİZ, NEDENLERİ, DİNAMİKLERİ, TEORİK YAPISI.....3

1.1. Finansal Kriz	3
1.2. Finansal Krizlerin Nedenleri	5
1.3. Finansal Krizlerin Oluşumu, Derinleşmesi.....	10

II. RİSK KAVRAMI VE RİSK TÜRLERİ 15

2.1. Piyasa Riski	16
2.2. Faiz Riski	16
2.3. Kredi (Karşı Taraf) Riski.....	17
2.4. Döviz Kuru Riski.....	17
2.5. Politik Risk	17

III. TÜRKİYE’DE SON DÖNEMDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER..... 19

3.1. 1994 Krizi	20
3.2. 1999 Ekonomik İstikrar ve Yapısal Uyum Programı.....	22
3.2.1. İstikrar Programı Öncesi Ekonomik Görünüm	22
3.2.2. 1999 Yılı İstikrar Programı.....	24
3.2.2.1. Kur Politikası	25
3.2.2.2. Kur Politikasının Beklenen Sonuçları	26
3.2.2.3. Para Politikası	27
3.2.2.4. Maliye Borç ve Gelirler Politikası.....	28
3.2.2.5. Yapısal Reform Politikası.....	29
3.3. Kasım 2000 Krizi.....	30
3.4. Şubat Krizi.....	32

II. BÖLÜM

IV. FİNANSAL KRİZLERİN ARACI KURUMLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ.....34

4.1. Finansal Krizlerin Aracı Kurumların Mali Yapıları Üzerindeki Etkileri	34
4.1.1. Bilanço Analizi	34
4.1.1.2. Bilançonun Aktif Yapısındaki Gelişmeler	35
4.1.1.2.1. Hazır Değerler	35
4.1.1.2.2. Menkul Kıymetler.....	37
4.1.1.2.3. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	40
4.1.1.2.4. Seçilmiş Diğer Önemli Hesaplar.....	43
4.1.1.2.5. Genel Değerlendirme	44
4.1.1.3. Bilançonun Pasif Yapısındaki Gelişmeler	45
4.1.1.3.1. Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar.....	45
4.1.1.3.2. Öz Sermaye ve Karlılık.....	48
4.1.2. Gelir Tablosu Analizi.....	52
4.1.2.1. Gelir ve Gider Kalemleri.....	53
4.1.2.2. Genel Değerlendirme.....	56
4.1.3. Sermaye Yeterliliği Tabloları Analizi	57
4.1.3.1. Sermaye Yeterliliği Tebliği	57
4.1.3.1.1. Sermaye Yeterliliği Tebliği ile Getirilen Yükümlülükler.....	59
4.1.3.2. Sermaye Yeterliliği Tabloları Analizi.....	63
4.1.3.2.1. Sermaye Yeterliliği Risk Karşılığı Hesaplama Tablosu Verileri63	
4.1.3.2.2. Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine İlişkin Veriler	69
4.1.3.2.3. Öz Sermayesi En Düşük 20 Aracı Kurumun Kriz Dönemindeki Sermaye Yeterliliği Verileri	70
4.2. Finansal Krizlerin Aracı Kurumların Faaliyet Yapısına Olan Etkileri.....	74
4.2.1. Personel Analizi.....	74

4.2.1. Personel Analizi.....	74
4.2.2. Merkez Dışı Örgüt Analizi.....	76
4.2.3. Faaliyetlerin Durdurulması ve Yetki Belgesi İptali.....	78
4.2.3.1. Faaliyetlerin Durdurulması	78
4.2.3.2. Yetki Belgelerinin İptali.....	81
4.2.4. İşlem Hacminin Gelişimi	83
4.2.5. Açık ve Bakiyeli Hesapların Gelişimi	85
V. BULGULAR VE DEĞERLENDİRMELER.....	88
SONUÇ	101
KAYNAKÇA.....	103
EKLER.....	108

KISALTMALAR CETVELİ

ASA	Alım Satım Aracılığı Yetki Belgesi
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HAA	Halka Arza Aracılık Yetki Belgesi
İMF	International Monetary Fund
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
OECD	Organisation of Economic Co-operation and Development
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
PY	Portföy Yöneticiliği Yetki Belgesi
REPO	Repo Ters Repo Yetki Belgesi
Seri V; No 34 Tebliği	Aracı Kuruluşların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği
SPK/Kurul	T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu
Takasbank	İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi

Vol.
YD

Volume
Yatırım Danışmanlığı Yetki Belgesi



TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ

Tablo I	Hazır Değerler Kaleminin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo II	Hazır Değerler Kaleminin Gelişimi (Menkul Kıymetler/Toplam Aktif)
Tablo III	Menkul Kıymetler Kaleminin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo IV	Menkul Kıymetler Kaleminin Gelişimi (Menkul Kıymetler/Toplam Aktif)
Tablo V	Kısa Vadeli Tic. Alacaklar Kaleminin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo VI	Kısa Vadeli Tic. Alacaklar Kaleminin Gelişimi (Menkul Kıymetler/Toplam Aktif)
Tablo VII	Seçilmiş Diğer Önemli Hesapların Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo VIII	Kısa ve Uzun Vadeli Borç Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo IX	Kısa ve Uzun Vadeli Borç Kalemlerinin Gelişimi (Aktif Toplama Oranı)
Tablo X	Öz Sermaye ve Dönem Karı Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo XI	Öz Sermaye ve Dönem Karı Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo XII	Aracı Kurumları Esas Faaliyet Gelir ve Gider Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo XIII	Aracı Kurumların Esas Faaliyet Dışı Gelir ve Gider Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo XIV	Kriz Sürecinde Aktif Kalemlerin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo XV	Kriz Sürecinde Aktif Kalemlerin Gelişimi (Aktif Toplama Oranı)
Tablo XVI	Kriz Sürecinde Pasif Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo XVII	Kriz Sürecinde Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerinin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo XVIII	Kriz Sürecinde Aktif Kalemlerin Gelişimi (Milyon TL.)
Tablo XIX	Kriz Sürecinde Pasif Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)

Tablo XX	Merkez Dışı Örgüt Sayısındaki Gelişme
Tablo XXI	2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Sonrasında Faaliyetlerine Son Verilen Aracı Kurumlar
Tablo XXII	Aracı Kurumların Sahip Oldukları Yetki Belgeleri Karşılığında Bulundurmaları Gereken Öz Sermaye Tutarı (2003)
Tablo XXIII	Yıllar İtibarıyla Aracı Kurumların Sahip Oldukları Yetki Belgeleri
Tablo XXIV	Aracılık Sektörü Hisse Senedi İşlem Hacminin Gelişimi
Tablo XXV	Takasbank A.Ş. Nezdindeki Açık ve Bakiyeli Hesap Sayıları



GİRİŞ

Ani ve beklenmedik şekilde ortaya çıkan durum olarak ifade edebileceğimiz kriz kavramı ile son dönemde finansal alanda sıkça karşılaşılmaktadır. İç içe geçmiş mali yapılar ulusal krizlerin ülke içinde yayılmasına neden olurken, finansal liberalizasyon uluslararası finansal krizlere yol açmaktadır.

Ülkemizde de makro ekonomik dengesizlikler, aşırı borç stokları, finans sektörünün güçlü ve şeffaf olmayan mali yapısı, yüksek faiz oranları gibi nedenlere bağlı olarak 1994, 1998, Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında finansal krizler yaşanmıştır. Söz konusu krizlerden gerek bankalar gerek aracı kurumlar¹ oldukça olumsuz etkilenmiştir. Bankacılık sektörünün krizler karşısında gösterdiği tepkiler ve etkilenme derecesine ilişkin olarak ülkemizde pek çok çalışma bulunurken, aracılık sektörüne ilişkin yeterli çalışma bulunmamaktadır.

Bu noktadan hareketle, tezde aracılık sektörünün krizler karşısındaki tepkileri, krizlerden etkilenme dereceleri temel olarak mali yapılar üzerinden incelenerek, krizlerin aracı kurumların ve sektörün faaliyet yapısına olan etkileri de krizlerin sektöre olan sonuçları olarak görüldüğünden ayrıca değerlendirilecektir.

Tezin bundan sonraki ilk bölümünde finansal krizin tanımı yapılarak, oluşumu için gerekli şartlar, önceden tespit edilebilirliği, yayılma nedenleri ve krizlerin teorik altyapısı üzerinde durulacaktır. Risk kavramı ve risk türleri başlıklı ikinci kısımda aracı kurumların karşı karşıya olduğu risk türleri üzerinde durulacaktır. Birinci bölümün üçüncü kısmında aracılık sektörünün karşı karşıya kaldığı durumun tespiti açısından 1994 ekonomik krizi, 1999 yılı istikrar programı, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ayrıntılı olarak incelenecektir.

¹ Tezde yer alan aracı kurum ifadesi borsa aracı kurumları için kullanılacaktır.

Tezin analitik bölümü de diyebileceğimiz ikinci bölümünde finansal krizlerin aracı kurumlar üzerindeki etkileri incelenecektir. İkinci bölümün ilk kısmında krizlerin aracı kurumların mali yapılarına olan etkileri, ikinci kısmında ise krizlerin aracı kurumların faaliyet yapılarına olan etkileri incelenecektir. Mali yapıya olan etkiler bilanço analizi, gelir tablosu analizi ve sermaye yeterliliği tabloları analizi bölümlerinden oluşacaktır. Faaliyet yapılarına olan etkiler ise personel, merkez dışı örgüt, işlem hacmi, açık ve bakiyeli müşteri adedi başlıkları altında incelenecektir.

İkinci bölümüm üçüncü kısmı bulgular ve değerlendirmeler başlığını taşımakta olup, bu bölümde tezde elde edilen tespitler ve bu tespitlere ilişkin değerlendirmelerimiz ile sektörün krizler karşısında alması gereken tedbirlere ilişkin önerilerimiz açıklanacaktır.

Sonuç bölümünde ise kısaca tezde ulaşılan sonuçlara değinilecek olup, tezin 1 numaralı ekinde 30.06.1999-31.03.2003 tarihleri arasındaki 6'şar aylık dönemler itibarıyla aracılık sektörünün bilanço verileri, 2 numaralı ekinde aynı tarihler itibarıyla gelir tablosu verileri verilecektir.

I. BÖLÜM

I. FİNANSAL KRİZ, NEDENLERİ, DİNAMİKLERİ, TEORİK YAPISI

1.1. Finansal Kriz

Finansal kriz, ekonomik kriz ya da döviz krizi çoğunlukla birbirinin yerine ya da yanında kullanılan ama her biri iktisadi hayatta yaşanan krizin bir aşamasını içeren kavramlardır. Finansal krizler son yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerde sıkça görülmeye başlanan, daha önceleri de şu an gelişmiş ülke olarak düşündüğümüz ülkelerde yaşanan bir olgu olup, yaşanan ve yaşanmakta olan krizlerin çokluğu ve bunların yaşandıkları ülke dışında da etkili olmaları Marks'ın kapitalist ekonominin krizi içinde barındırdığı ve krizin kapitalist ekonominin son noktası olduğu (final demise of capitalism) görüşünü akıllara getirmektedir.

Finansal krizlerin neden kaynaklandığı, bunları besleyen dinamiklerin neler olduğu, belirtilerinin nasıl tespit edilebileceği hususlarına geçmeden önce kriz kavramının genel olarak incelenmesinde fayda bulunmaktadır.

'Kriz' sözcüğü Yunanca ve Latince köklerden gelmekte olup, karar vermek anlamına gelmektedir. Günümüzde alışlagelmiş kullanım biçimi ile kriz sözcüğünün ifade ettiği anlam ise 'bir süreçte ani dönüşüm noktası, ekonomi ve politika alanında istikrarsız ve tehlikeli bir durumu ifade eden güç dönem' olarak verilmektedir (Collins, 1986: 369).

Aktan ve Şen (2002:1225) ise krizi aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olumsuz gelişmeler olarak ifade etmekte ve krizlerin belli başlı temel özelliklerini şu şekilde sıralamaktadır;

- Önceden bilinmemesi ya da öngörülememesi,

- Kişiler ve organizasyonlar için hem bir tehdit hem de yeni fırsatlar yaratması,
- Kısa ya da uzun süreli olabilmesi,
- Sirayet etkisinin bulunması.

Mishkin (2001:1-2) ise finansal krize farklı açıdan yaklaşmakta ve krizi de bilinen tanımlardan farklı olarak;

“Ters seçim ve ahlaki çöküntünün en olumsuz şekilde ortaya çıktığı ve bu nedenle piyasaların tasarrufların en etkin şekilde yatırıma dönüşmesi sürecinde etkisiz kaldığı durum”

şeklinde tanımlamaktadır. Mishkin’i bu tanıma götüren temel düşüncenin aşağıdaki gibi özetlenmesi mümkündür.

Finansal sistem basit anlamda, tasarrufların yatırıma ve üretime yönltilmesini sağlayan mekanizmalar bütünü olarak tanımlanabilir. Finansal sistem kapsamında borç alanlar ve verenler arasında *asimetrik bilgi problemi* ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi problemi, piyasa katılımcılarının bir kısmının diğerlerinden daha fazla bilgiye sahip olması hali olup, yöneticilerinin şirketlerini yatırımcılardan daha iyi tanımaları bu duruma bir örnek olarak verilebilir. Piyasalarda var olan asimetrik bilgi problemi piyasaların çökmesine, hiç var olmamasına ya da var olan piyasalarda yanlış seçimler yapılmasına yol açmaktadır.

Asimetrik bilgi dağılımı sonucunda finansal sistemde iki problem ortaya çıkmaktadır:

1. Ters seçim (adverse selection)
2. Ahlaki çöküntü (moral hazard).

Ters seçim etkisi finansal işlemin gerçekleştirilişinden önce ortaya çıkmaktadır. Örneğin, Ülkemizde 1980’li yılların başında yaşanan bankerler olayından da hatırlanacağı üzere, piyasa faiz oranlarının çok üzerinde ekonomik olmayan faiz oranlarından fon talep eden bankerlerin yükümlülüklerini nasıl

yerine getireceklerinin, bunlara fon sağlayan kreditörlerce işlem öncesinde bilinmesi mümkün değildir. Bu nedenle, fon sağlayan taraf kredi sağlayacağı yatırımın risk ve getiri olasılıklarını önceden saptamak durumundadır.

Ahlaki çöküntü ise, finansal işlemin gerçekleştirilmesinden sonra ortaya çıkar. Borçlanan kesim yapmış olduğu yatırımın başarılı olması durumunda kazanan taraf olurken, yapılan yatırımın beklenen getiriye sağlayamadığı durumda zararlı çıkacak taraf fon sağlayan kreditör olacaktır.

1.2. Finansal Krizlerin Nedenleri

Finansal krizlerin oluşabilmesi ve diğer ülkelerin finans yapılarını etkileyebilmeleri için öncelikle buna uygun bir finansal yapının ülkede oluşturulmuş olması gereği açıktır. Bu yapı halihazırda her alanda olduğu gibi finans sektöründe yaşanan globalleşme ya da finansın uluslararasılaşması olarak ifade edebileceğimiz finansal liberalizasyon ile mümkün olmaktadır. O halde bir ülkede finansal krizin yaşanabilmesi için temel şart ülkede finansal liberalizasyonun gerçekleştirilmesidir.

Finansal liberalizasyon temel şartının gerçekleştirilmesinin yanı sıra ülke içerisinde de sistemik risk olarak ifade edebileceğimiz firma ya da kuruluşların birbirlerinin mali yapılarından etkilenmesini sağlayacak iç içe geçmiş bir finansal yapının bulunması şarttır. Zira kuruluşların mali yapılarının birbirine bağımlı hale gelmediği, birbirlerinin olumsuzluklarından etkilenmediği durumlarda, herhangi bir ya da bir kaçında yaşanacak bir batık durumunun (default) diğerlerini etkileyerek toplu bir finansal krize yol açması beklenmemelidir. Birbiriyle iç içe geçmiş bu yapı ise finansal krizlerinin tetikleyicilerinden birisi olan sürü psikolojisini beraberinde getirmektedir.

Yukarıda ana nedenler olarak ifade edebileceğimiz nedenlere ek olarak Mishkin, finansal yapıda asimetrik bilgi dağılımının artmasına ve sonuç olarak finansal krize yol açan etkenleri;

- Finansal sektör kuruluşlarının bilançolarında ortaya çıkan olumsuzluklar,
- Faiz oranındaki artış,
- Artan belirsizlik,
- Varlık fiyatlarındaki düşüş sonucunda finans sektörü dışında kalan kuruluşların bilançolarında ortaya çıkan olumsuzluklar,

ana başlıkları şeklinde ifade etmektedir (Mishkin, 2000:3). Dünya üzerinde son yıllarda yaşanan finansal krizler sonrasında yapılan çalışmalarda ise krizlerin ortaya çıkmasının ana nedenleri olarak;

- Bankacılık sektörünün açıkça ya da üstü kapalı şekilde hükümetler ve IMF tarafından desteklenmesi,
- Etkin olmayan bankacılık sektörü düzenlemeleri,
- Bankacılık sektöründe ortaya çıkan rüşvet ve kayırmacılık gibi ahlaki problemler,
- Liberalizasyon sürecinde kredi hacminin artışının kontrol edilmemesi,

gösterilmektedir (Allen. 2000:2). 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizlerin bilinen nedenlerini çalışmanın IV. Bölümünü oluşturan Türkiye'de Son

Dönemde Yaşanan Finansal Krizler başlığının daha iyi anlaşılabilmesi için, başlıklar halinde aşağıda kısaca özetlemekte yarar bulunmaktadır².

1.2.1. Finansal Sektör Kuruluşlarının Bilançolarında Ortaya Çıkan Olumsuzluklar

Finansal araçlar tasarrufların yatırımlara dönüşmesinde ve bu yolla ekonomik büyüme, kalkınma ve istikrarın sağlanmasında önemli bir rol üstlenmektedirler. Bu nedenle, bankacılık sistemi ya da sermaye piyasalarında faaliyette bulunan araçların kredi verme yetenekleri sınırlandığında veya mali yapılarında bozulmalar meydana geldiğinde; ekonomik büyüme, kalkınma ve istikrar da sınırlanmış olmaktadır.

Piyasalara fon arz eden kuruluşların bilançolarında bir bozulma meydana geldiğinde ve sermaye kaybettiklerinde, bu kuruluşların faaliyetlerine devam edebilmeleri için izleyebilecekleri iki yol bulunmaktadır:

- Fon arzının durdurulması,
- Sermaye arttırımı.

Ancak, fon sağlayan kuruluşlar bilançolarına yansıyan olumsuzluklar yaşadıklarında, özellikle kriz ortamlarında, sermayelerini ekonomik olarak geçerli bir maliyet üzerinden artırmaları mümkün olmamaktadır. Bu nedenledir ki, bu kuruluşlar bilançolarında olumsuzluklarla karşılaştıklarında tipik olarak fon sağlama işlevlerini askıya almakta ve bunun sonucu olarak da genel ekonomik aktivite azalmaktadır.

² Tezin 1.2.1., 1.2.2., 1.2.3. ve 1.2.4 no'lu bölümleri Frederic Mishkin'in "Financial Policies and Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries" adlı makalesinin 3-8 numaralı sayfalarının

1.2.2. Faiz Oranlarında Artış

Finansal sistemde borç verilebilecek kaynaklar mevcutken, piyasadan kaynaklanan nedenlere bağlı olarak kişi ya da kurumlar borç vermekten kaçınıyorsa, bunun sonucunda şirketler ve finansal kuruluşların bilanço problemleri yaşamasına bağlı olarak faiz oranlarında da yükselişler yaşanacaktır.

Özellikle, kısa vadeli ve yabancı para birimine dayalı mevduat ile toplamış olduğu kaynakları daha uzun vadede geri dönüşü olan yatırımların finansmanında kullanması, diğer bir deyişle varlık ve yükümlülüklerinin vade yapısının farklılık arz etmesi nedeniyle, bankacılık sektörü faiz oranlarında yaşanacak ani bir dalgalanma sonucunda bilançolarında olumsuzluk yaşamaya çok daha açıktır.

1.2.3. Artan Belirsizlik

Finansal sistem dahilinde artan belirsizlik, fon sağlayanların yatırım fırsatları arasında seçim yapmalarını ve kredi riskini ölçmelerini zorlaştırmaktadır. Fon sağlayanlar asimetrik bilgi dağılımını aşmaya çalışırken belirsizliğin artması, sonuç olarak yatırıma yönelecek olan tasarruf miktarının azalmasına ve ekonomik aktivitenin yavaşlamasına neden olmaktadır.

Belirsizliği arttıran bir çok neden saymak mümkündür. Bunlar arasında mali sektör ya da mali sektör dışı bir kuruluşun iflası, resesyon gibi ekonomik nedenler olabileceği gibi özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan siyasi ve politik istikrarsızlıklar ve hükümet politikalarının gelecekteki durumu hususundaki belirsizlikler de bu nedenler arasında sayılmaktadır (Mishkin. 2000:6).

1.2.4 Varlık Fiyatlarında Düşüş ve Mali Sektör Dışı Bilançolarda Olumsuzluklar

Mali sektör dışı kuruluşların bilançolarında olumsuzlukların ortaya çıkması mali sistem içindeki asimetrik bilgi dağılımı probleminin ciddiyetini gösteren en önemli faktördür. Mali sistem içinde borç alan kesimin giderek artan bir kısmının bilançolarında olumsuzlukların ortaya çıkması hem ters seçim, hem de ahlaki çöküntü problemlerini arttırmakta olup, bu durum mali sistemin istikrarını da olumsuz yönde etkilemektedir.

Örneğin, yatırım harcamalarının finansmanı için kullanılan kredilere karşılık olarak genellikle hisse senedi şeklinde teminat alınmaktadır. Hisse senetleri fiyatlarında ani düşüşlerin yaşandığı durumlarda verilen teminatın değeri kullanılan kredi miktarının altına düştüğü anda asimetrik bilgi problemi ve kullanılan kredinin geri dönmemesi durumunda da ahlaki çöküntü problemi ortaya çıkmaktadır.

Bununla birlikte, faiz ve enflasyon oranlarında yaşanacak beklenmedik değişikliklerin de bilançolar üzerinde olumsuz etki yaratacağı açıktır. Faiz oranlarındaki artış, borçlanan firmaların borç yükünün artması nedeniyle bilançoları olumsuz yönde etkilerken, enflasyon oranının uzun süre belli bir seviyede seyrettiği ve borçlanma araçlarının *nominal* faiz oranı üzerinden alınıp satıldığı ülkelerde, enflasyon oranının beklenenden az olması durumunda, yatırımların finansmanı için kredi kullanan şirketlerin yükümlülükleri *reel* anlamda arttığından, söz konusu şirketlerin bilançoları da enflasyon oranının beklenenden düşük gerçekleşmesi durumunda olumsuz yönde etkilenmektedir.

Enflasyon oranının beklenenden düşük gerçekleşmesi durumu, Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinden çok, Amerikan ve Japon ekonomisi gibi gelişmiş ülke ekonomilerinin etkilendiği bir durumken³, gelişmekte olan ülke

³ 1999 ve 2001 yıllarında uygulanan istikrar programlarının ilk yıllarında enflasyon oranlarındaki beklenmedik ve ani düşüşler ülkemizde de yaşanmıştır.

ekonomilerinde şirket bilançoları en çok döviz kurunda yaşanan dalgalanmalardan olumsuz yönde etkilenmektedir (Mishkin, 2000:14). Özellikle, yabancı para birimi üzerinden borçlanan şirketlerin bilançoları, yerel para biriminin beklenmedik bir şekilde devalüasyona uğraması durumunda reel anlamda artan borç yükü nedeniyle olumsuz yönde etkilenmektedir.

1.3. Finansal Krizlerin Oluşumu, Derinleşmesi

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizler belirli aşamalarda gerçekleşmektedir. İlk safhada finansal liberalizasyon yer almakta, liberalizasyon sonucunda artan kredi hacmini hisse senedi ve gayri menkuller gibi varlık fiyatlarında yaşanan artışlar izlemektedir. Varlık fiyatlarında yaşanan artışlar birkaç ay sürebileceği gibi birkaç yıl da devam edebilmekte ve balon (asset price bubble) şişmektedir. İkinci safhada, fiyat balonu sönmekte, varlık fiyatlarında birkaç gün sürebileceği gibi aylar da sürebilen olağanüstü düşüşler yaşanmaktadır. Son safhada ise, şişkin fiyatlardan varlık satın almak üzere borçlanma yoluna giden firmalar temerrüde düşmekte, hatta iflasa sürüklenmektedir. Yaşanan temerrütler ile bankacılık ve döviz kuru krizleri reel ekonomiyi de krize sürüklemektedir.

Fiyat balonlarının oluşumunda ana etken olmamakla birlikte, en etkili olan faktörler arasında bankacılık sistemine devlet tarafından tanınan garantiler ve IMF ve benzeri uluslararası finans kuruluşlarının garantileri yer almaktadır.

Finansal krizin ikinci safhasının ortaya çıkışında, petrol fiyatlarında yaşanan şok artışlar gibi reel faktörler etken olabildiği gibi siyasi ve politik alanda yaşanan istikrarsızlıklar da etkili olmaktadır. Krize neden olan reel faktörlerin etkisi açık olmakla birlikte, genel ekonomi kapsamında iş hayatını olumsuz yönde etkileyebilecek her türlü etkenin varlık fiyatları üzerinde olumsuz etkiye sahip olacağı açıktır.

Finansal krizin son safhası ise varlık fiyatlarında yaşanan düşüşler sonrasında ortaya çıkmaktadır. Bu safhada, temerrütler nedeniyle finans sektörü önemli bir risk altına girmekle birlikte, fiyatlarda yaşanan düşüşün sınırlı olması durumunda finansal sistemde yaşanacak olan kriz de sınırlı olacaktır. Ancak, fiyatlarda yaşanan düşüşün ciddi boyutlara ulaşması finans sektörünün içinde olduğu kriz durumunu iyice ağırlaştıracak, ya finansal kuruluşlar iflas edecek ya da devlet tarafından kurtarılmak durumunda kalacaktır. Kaldı ki, finansal krizin son safhasının en önemli özelliği reel sektör ile üretim ve büyüme rakamlarına olan negatif etkisidir.

Görüldüğü üzere, liberalizasyon süreci riskli bir süreç olmakta, kredi hacmi hızla artarken yaratacağı sonuçlar hakkında herhangi bir tecrübe söz konusu olmadığından piyasalarda yaşanan belirsizlik de aynı şekilde hızla artmaktadır. Bu nedenle, finansal liberalizasyonun yavaş ve dikkatli şekilde gerçekleştirilmesi gerekmekte, örneğin merkez bankaları gibi ilgili otoritelerin kredi hacmini ve hedefini hesaplayarak hareket etmeleri ve kredi hacminin gereksiz artışına izin vermemeleri gerekmektedir.

Diğer taraftan finansal krizleri bankacılık temelinde aşamalandırırsak, finansal kuruluşların mali yapılarındaki bozulmalar krizin ilk aşamasını, ilk aşamanın desteklediği döviz kuru krizi ikinci aşamayı ve ikinci aşamanın yarattığı finansal kuruluşların mali bünyelerindeki olumsuzluklar sonucu tüm ekonomik aktiviteleri etkileyen ve yıkıcı etkisi olan üçüncü aşamasını oluşturmaktadır.

Higgins ve Osler (1997:110-134) tarafından 18 OECD ülkesi üzerinde yapılan çalışmada, 1984-1989 yılları arasında hisse senedi fiyatlarında diğer OECD ülkelerine göre % 12'nin üzerinde değer artışı ve 1989-1993 yıllarındaki dönemde ise % 5'in üzerinde değer kaybı yaşandığı tespit edilmiş olup, hisse senedi fiyatlarında yaşanan ve ekonomik olmayan fiyat artışlarının (balon) sonrasında yaşanan düşüşlerin, ekonomik aktivitenin aşırı oranda daralmasına

ve ekonomik büyümenin olumsuz etkilenmesine neden olduğu sonucuna varılmıştır.

1990'lı yılların başlarında, Meksika'da devlet bankalarının özelleştirilmesi ve zorunlu karşılıkların kaldırılması ile başlayan liberalizasyon süreci sonunda bankacılık sektörü tarafından açılan toplam kredi miktarının GSYİH'ya oranı %10'dan %40'lara kadar yükselmiş, Meksika Borsasında dikkat çeken değer artışları görülmüş, ancak siyasi alanda yaşanan istikrarsızlıklar sonucunda bir anlamda balon sönmeye başlamış ve sonuç olarak yaşanan bankacılık ve döviz kuru krizleri ülkede resesyon yaşanmasına neden olmuştur.

Kaminsky ve Reinhart (1999: 473-500) tarafından 15 GOÜ ve 5 gelişmiş ülke üzerinde yapılan çalışmada ise, finansal krizlerin özellikle kontrolsüz şekilde gerçekleştirilen liberalizasyon süreçleri ve kredi hacminde yaşanan artışlar sonucunda ortaya çıktığı, bu durumu hisse senedi fiyatlarında, normal dönemlere oranla ortalama % 40'dan fazla değer artışlarının takip ettiği, menkul kıymet ve diğer varlık fiyatlarında da aynı durumun yaşandığı ve bir noktada yaşanan fiyat balonunun sönmeye başlaması ile borsalar ve diğer piyasalarda çöküşlerin yaşandığı tespit edilmiştir. Öte yandan, bir çok ülke örneğinde, bankacılık sektörü ve diğer finansal aracılarda, varlık fiyatlarındaki değişimler yüzünden aşırı risk altında kaldıkları ve krize sürüklendikleri, ancak hükümetler bankacılık sistemini kurtarmak için faiz hadlerinin indirilmesi ile yerel para biriminin değerini korumaya yönelik olarak faiz hadlerinin yükseltilmesi gibi politika seçimleri arasında seçim yapamadıklarından, üretim rakamlarında yaşanan gerilemenin 1 ila 1,5 yıl süren bir resesyona neden olduğu tespit edilmiştir.

1.4. Finansal Krizlerin Teorik Altyapısı

Kriz terimi iktisat literatüründe Marks ile anılmakta olup, Marks bu terimi krizlerin kapitalist ekonomilerde meydana geldiğini açıklamak üzere kullanmıştır.

Marks'ın kriz teorisinde iki önemli hususun bilinmesi gerekmektedir. Bunlardan ilki krizlere kapitalist sürecin bizzat kendisinin kaynaklık etmesi, ikincisi ise kapitalist sürecin bünyesinde kriz şartlarını barındırması ile bunların açığa çıkmasının aynı anda değerlendirilmemesi gerektiğidir (The New Palgrave, 1988:724).

Marks'ta mal (C) değişim aracı olarak üretilmekte, bu nedenle paraya dönüşerek tekrar mal haline gelmektedir. Bu şekilde mal dolaşım sistemi C-M-C olarak karşımıza çıkmaktadır. Kapitalizmde ise para (M) değişim aracı olmaktan çıkıp değer biriktirme aracı haline gelmektedir. Kapitalizmde üretim para ile başlar ve daha fazla para kazanmak amacıyla daha fazla üretmek için mal satın alınır. Dolayısıyla kapitalizmde süreç M-C-M şeklinde gerçekleşmektedir. Bu süreçte kapitalist genişleme dönemlerinde mevcuttan daha fazla para kullanarak (kredi) mal üretmekte, bireyler ise gelecekteki gelirlerini dikkate alarak daha fazla mal talep etmektedirler. Ekonominin genişleme döneminde herhangi bir problem ortaya çıkmazken, daralma dönemlerinde tüketicilerin bu malları alma, kapitalistin de satma gücü olmayacağından, üretilen mallar elde kalacak bu ise iflaslara neden olacaktır. Kriz sürecinde kapitalistin düşündüğü tek şey malını bir an önce paraya çevirmek olup, bu satış sürecinde tekrar mal alma ya da üretme saiki bulunmamaktadır. Daralma dönemlerinde yaşanan bu dengesizlik sonucunda bankalara olan yükümlülükler yerine getirilemez ve banka iflasları görülür. Ayrıca, bu dönemde kapitalistler yükümlülüklerini sağlamak için krediye ihtiyaç duyduklarından piyasa faiz oranlarında artan riskliliğe bağlı olarak artışlar meydana gelir.

Yukarıda ana hatlarıyla açıklanan Marksist yaklaşımın yanı sıra, konuya ilişkin olarak yapılmış sınıflandırmalar aşağıda açıklanmaktadır (Karacan, 1996: 39-41)

Bordo finansal krizleri iki ana grupta toplamaktadır.

➤ Parasalcı Yaklaşım (Friedman-Schwartz-Cagan-Huffman-Lothian)

➤ Fisher-Minsky-Kindleberger Yaklaşımı

Canova (1994: 104-107) ise finansal krizler konusundaki teorileri dört ana gruba ayırmaktadır.

- Mevsimlik dalgalanmalar teorileri
- Krediye dayanan teoriler (Mitchell-Fisher-Minsky-Kindleberger)
- Parasalcı Teori (Friedman-Schwartz-Cagan)
- Şişkinlikler Teorsisi (Wilson-Sylla-Jones-Schwert)



II. RİSK KAVRAMI VE RİSK TÜRLERİ

Finansal krizlerin günümüzde sıklıkla yaşanmasına bağlı olarak şirketlerin karşı karşıya oldukları risklerin belirlenmesi ve bu risklere karşı tedbir alınması da son dönemlerde üzerinde oldukça durulan konulardan birisi haline gelmiştir. Risk her an gerçek hayata yansıyabilecek ve şirketlerin sonunu getirebilecek bir tehlike kaynağıdır.

Literatürde çeşitli tanımları olmakla birlikte risk kelimesi belirsizliği, beklentiler ve gerçekleşmeler arasındaki dengesizliği ifade etmek için kullanılan bir terimdir. Bankaların   Denetim ve Risk Yönetim Sistemleri Hakkında Yönetmelik'in 2'nci maddesinde risk; bir işleme ilişkin bir parasal kaybın ortaya çıkması veya bir giderin ya da zararın vuku bulması nedeniyle ekonomik faydanın azalması ihtimali şeklinde tanımlanmıştır.

IOSCO (International Organization Of Securities Commissions) Teknik Komitesi tarafından finansal riskin bileşenleri *piyasa riski*, *kredi riski*, *likidite riski*, *operasyonel risk* ve *yasal risk* olarak tanımlanmış olmakla birlikte, risk türleri değişik bakış açılarıyla farklı sınıflandırmalara tabi tutulabilir. Aracı kurumlar açısından incelendiğinde kredi riski, kur riski, likidite riski, yasal risk, yoğunlaşma riski ve takas riski  ne çıkan risk unsurları olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıda sayılan sınıflandırmalardan farklı olarak riskin şirketler tarafından kontrol edilip edilememesine bağlı olarak farklı bir sınıflandırmaya tabi tutulması mümkündür. Sistemin işleyişini bir bütün olarak etkileyen, piyasada faaliyet gösteren tüm şirketlerde, kendi iş ve işlemlerinden bağımsız olarak aksaklıklara neden olan risk literatürde sistematik risk olarak ifade edilmektedir. Örneğin aracılık sektöründe işlem hacimlerinin düşmesi riski tüm aracı kurumları tehdit edebilecek ve bunun bir sonucu olarak yatırımcıların zarar görmesi ve sistemin işleyişinin aksaması sonuçlarına yol açabilecektir.

Büyük ölçüde kontrol edilebilir şirketlere özel iç faktörler de sistematik olmayan riskin kaynaklarıdır. Bu risk türü firmanın içinde bulunduğu endüstriye ait koşullardan kaynaklanır.

Enflasyon, faiz oranları, döviz kurları gibi makro ekonomik değişkenlerde meydana gelebilecek farklılıklar ile erken seçim kararı alınması, başbakanın istifa etmesi gibi politik gelişmelerin tüm menkul kıymetlerin fiyatlarını etkilemesi bekleneneğinden bu tür riskler geniş anlamda sistematik risk olarak adlandırılmaktadır (Fischer, Jordan, 1991:89).

Şirket yönetiminin değişmesi, şirket işçilerinin grev kararı alması, müşteri tercihlerinin değişmesi, yönetimin hatalı karar vermesi, rakip şirketin yeni bir ürün çıkarması gibi şirkete özgü gelişmelerde ise sadece o şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin fiyatlarında değişim bekleneneğinden bu tür riskler sistematik olmayan riskler olarak adlandırılmaktadır.

Çalışmanın konusu itibarıyla sistematik risklere ağırlık verileceğinden literatürde en sık kullanılan ve ülkemizde aracı kurumların karşı karşıya oldukları sistematik risk çeşitlerine aşağıda değinilmektedir.

2.1. Piyasa Riski

Piyasa riski, makro ekonomik dengesizlikler ya da fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak ortaya çıkan, yatırımın beklendiği kadar karlı olmaması riskidir.

2.2. Faiz Riski

Faiz oranlarına bağlı olarak artan ya da azalan getiri ve yükümlülüklerden kaynaklanan risk türüdür. Örneğin değişken faizle borçlanma durumunda faiz oranlarındaki artış borç maliyetini artıracakken, faiz oranlarındaki düşüş borçlanma maliyetini düşürecektir. Sabit getirili menkul kıymetlerin değerleri de faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerin tersi yönünde hareket etmektedir.

2.3. Kredi (Karşı Taraf) Riski

Bir sözleşmenin taraflarından birinin, yapılan sözleşme gereklerine uymayarak, yükümlülüklerini kısmen, tamamen veya zamanında yerine getirmemesinden kaynaklanan kredi (karşı taraf) riski, borç verme, swap, opsiyon ve takas sırasında karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirmemesi olasılığıdır (Risk Management And Control Guidance For Securities Firms And Their Supervisors, 1998:5).

2.4. Döviz Kuru Riski

Varlık ya da yükümlülük olarak portföyde döviz bulundurulması durumunda, döviz kurunda meydana gelen artış ya da azalışlar sonucu karşılaşılan risktir. Yabancı para cinsinden borçlanması durumunda, ülke parasının yabancı paralar karşısında aniden değer kaybetmesi durumunda borç yükünün artarak şirketin mali yapısının bozulması riski mevcuttur.

2.5. Politik Risk

Siyasi istikrarsızlıklar veya siyasi karar organının aldığı kararların yatırımcıların beklentilerine ters düşmesi sonucu piyasalarda satış baskısının oluşması riskidir (Çıtak, 1999:18). Yabancı yatırımcıların yatırım yaptıkları ülkelerdeki siyasi gelişmelere karşı daha duyarlı olmalarından dolayı özellikle sıcak para girişi sağlanmış ekonomilerde, piyasaların siyasi gelişmelere tepkisi çok daha ciddi boyutlarda olabilmektedir (Bayraktar, 2002:5).

2.6. Takas Riski

Menkul kıymetlerin alım satımında taraflardan birinin takas süreci içerisinde sorumluluğunu yerine getirememesi, yani parayı alamadan menkul

kıymetleri teslim etmesi veya menkul kıymetleri alamadan ödemede bulunması ya da yerine getirilemeyen alım veya satım işleminin başka bir fiyattan gerçekleştirilmesi ile ortaya çıkan risktir (Güzelhan, 1991:6).



III. TÜRKİYE'DE SON DÖNEMDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

1990'lı yıllarda finansal liberalizasyonun bir sonucu olarak domino taşları gibi ülkelerin finansal yapılarında meydana gelen bozulmalar birbirlerini etkilemiş ya da birbirlerinden etkilenir hale getirilmiş, tüm dünyada yaşanan finansal krizlere paralel olarak ülkemizde de birden fazla kriz yaşanmıştır. Sıcak para olarak ifade edilen kısa vadeli sermaye hareketleri yüksek likiditeye sahip olmalarına bağlı olarak ülkeden ülkeye dolaşarak finansal yapılarda onarılması güç hasarlar bırakmıştır. Söz konusu hasarlar olayın büyüklüğüne göre bazen aşırı fiyat hareketlenmeleri olarak kendini gösterirken, bazen de finansal krizler olarak karşımıza çıkmışlardır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bu finansal krizleri tamamıyla kısa vadeli sermaye hareketlerine bağlamanın doğru olmadığını da altının çizilmesi gerekmektedir. Bu ülkeler makro ekonomik dengesizlikleri, aşırı borç stokları, finans sektörünün güçlü ve şeffaf olmayan mali yapısı vb. nedenlerle finansal krizlerin yaşanmasına hazır, tetikleyici unsuru bekler duruma gelmişlerdir.

Ülkemizde de kamu borçlanma gereğindeki artış nedeniyle faiz hadlerini ve döviz kurunu baskı altında tutma eğilimi, sürüdürülemez enflasyon oranları, şeffaf olmayan finans sektörü, ekonominin farklı aktörleri arasındaki çarpık ilişkiler, kısa vadeli iç borçlanma ve kamu harcamalarının disipline edilememesi gibi temel nedenlere bağlı olarak öncelikle 1994 yılında, takiben de Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında krizler yaşanmıştır. Bu bölümde söz konusu krizlerin aracı kurumlar üzerindeki etkilerini incelemeden önce genel olarak krizler hakkında bilgi verilerek tüm finansal yapıya olan etkileri açıklanmaya çalışılacaktır.

3.1. 1994 Krizi

Ülkemizde 1994 yılında yaşanan kriz hükümetin finans sektöründe tek başına tam yetkili olmadığını, piyasa aktörleriyle birlikte hareket etmesinin zorunlu olduğunu gösteren, finansal kriz tanımına uygun, finansal liberalizasyonun olumsuz sonuçları konusunda bizlere bilgi veren ve dersler alınması gereken ilk krizdir.

1994'ün başlarında kamu borçlanma faizlerini düşürme çabalarının yoğunlaşmasının bir sonucu olarak ortaya çıkan kurlardaki dalgalanma, bir başka deyişle devalüasyonla mali sektörde ateşlenen kriz, sistemden önemli ölçüde mevduat çekilmesine ve çekilen mevduatın önce büyük bankalara ve devlet tahviline, buradan da dövize yönelerek sistemi büyük bir kriz içine sokmuş, Merkez Bankası'nın zamanında müdahale edememesine bağlı olarak tüm bankacılık sektörünü ve ekonomiyi tehdit eder hale gelmiştir (Karacan, 1996:179).

Kriz başlangıçta bir mali kriz olarak ortaya çıkmış, kendisini döviz ve borsa piyasalarında hissettirmiş, takiben de fiyatlardaki aşırı dalgalanmalara bağlı olarak bilançoları etkileyerek şirketler ve bir bütün olarak da ekonomiyi olumsuz etkilemiştir.

1994 krizinin ortaya çıkışını ve gelişimini Ersel ve Sak (1995:7-8) şu şekilde belirtmişlerdir;

"1993 yılı sonunda hükümetin faiz oranlarını aşağıya çekmek amacıyla kamu menkul kıymetleri ihalelerini iptal etmeye yönelmesi ve Hazine'nin finansman gerekleri için Merkez Bankası kaynaklarına başvurmayı tercih etmesi, kamu menkul kıymetleri talebinin düşmesine ve 1994 yılı başında bu piyasanın fiilen ortadan kalkmasına neden olmuştur. Bu durumda Hazine'nin finansman gerekleri açısından Merkez Bankası kısa vadeli avansları dışında alternatif kalmamış, böyle bir ortamda yapılabilecek ikinci hata da yapılmış ve kamu menkul kıymetlerinden elde edilecek gelire stopaj kesintisi getirilmiştir.

Hükümetin iktisat literatüründe örnek olarak ele alınabilecek hatalarından kaynaklanan parasallaşma süreci ile piyasaya çıkan fazla likidite, oldukça sığ olarak tanımlanabilecek İMKB tarafından emilemeyince, ortada tek alternatif olarak kalan döviz piyasalarına yönelmiştir. Likidite fazlasının döviz piyasasına yönelmesi döviz kurlarında hızlı bir artışa yol açmıştır. Hükümetin faiz oranlarının yükselmesini gerekçe göstererek Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri yapmasını engellemesi, piyasada likidite fazlasının emilmesini engellemiştir. Kuru savunmak için sadece döviz satma aracına mahkum olan Merkez Bankası kısa zamanda başarısızlığını ilan etmek zorunda kalmış, Nisan 1994'e gelindiğinde ABD Doları TL. karşısında %53 değer kazanmıştır.

Bu aşamada bankalardaki döviz hesaplarının TL.'ye çevrileceği söylentisi ile döviz tevdiat hesaplarına yönelik olarak başlayan bankaya hücum, kısa sürede TL. mevduat hesaplarını da içeren genel bir bankaya hücumla dönüşmüştür. Bu süreç, üç ticari bankanın batması ve getirilen genel mevduat sigortası ile önlenebilmiştir. Kriz ile gelen şok bankacılık sisteminin toplam varlıklarını ciddi biçimde azaltmış, aktif ve pasif yapısında önemli değişikliklere yol açmıştır. Finansal kuruluşların mali yapılarındaki bozulmalar finansal olmayan kuruluşları iki şekilde etkilemiştir. Bunlardan ilki, kredi daralması etkisiyle şirketlerin finansman sıkıntısı içine girmeleri, ikincisi ise fiyatlardaki artışlara paralel olarak girdi maliyetleri ve diğer alternatif maliyetlerdeki artışa paralel olarak aynı üretimi gerçekleştirebilmek için daha fazla sermaye ihtiyacının hissedilir hale gelmesidir."

Finans sektöründe yaşanan kriz, menkul kıymet araçlarında da ciddi hasarlar bırakmıştır. Özellikle takas ve saklama sisteminin etkin bir şekilde oluşturulamaması, emanet varlıklara ilişkin olarak herhangi bir sigorta sisteminin bulunmaması sonucunda, aracı kurumlar müşteri varlıkları üzerinde usulsüz işlemlerde bulunmuşlardır (Alp, 2000:237). Bu işlemler temelde müşteri varlıklarının aracı kurumlar tarafından kredi teminatı olarak verilmesi, Borsa'da

yaşanan düşüşler nedeniyle kredi ödemelerinin yapılamamasına bağlı olarak söz konusu varlıkların kaybedilmesi şeklinde gerçekleşmiştir. Turkinvest, Çarmen Menkul ve Pasifik Menkul ilk etapta batan aracı kurumlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıda ana hatlarıyla açıklanmaya çalışılan kriz sonucunda "5 Nisan 1994" kararları açıklanmış, harcamalarda kesintiye gidilmesi, KİT ürünlerine zam yapılması ve bir defalık vergileme yoluyla gelirlerin artırılması amaçlanmıştır. Kriz sonucunda TEFE yıl sonunda %120 olarak gerçekleşmiş, GSMH %6,1 oranında azalmış, bankaların toplam varlıkları reel olarak %24,3 azalmıştır.

3.2. 1999 Ekonomik İstikrar ve Yapısal Uyum Programı

3.2.1. İstikrar Programı Öncesi Ekonomik Görünüm

Türkiye ekonomisi 1980'li yıllara liberalizasyon süreci ile başlamış, artan ihracatla bir büyüme trendi yakalanmış ve bunun sonucunda 1983-87 yılları arasında ortalama %6 oranında yıllık büyüme yakalanmıştır.

Ancak, kamu maliyesi disipline edilmeden, bankacılık sistemi düzgün çalışır hale getirilmeden, enflasyon kontrol altına alınmadan finansal liberalizasyona gidilmesi ve Hazine'nin kamu harcamaları ve borçlarını Merkez Bankası kaynaklarını kullanmak yerine kamu kağıtları ihracı suretiyle karşılaması yönündeki politikası kamu açıklarının finansmanının maliyetinin artmasına ve kamu borçlarının özel sektör borçlanmasını dışlamasına neden olmuştur.

Nitekim, 1990 yılında devlet iç borçlanma senedi stokunun gayrisafi milli hasılaya oranı %7 iken, bu oran hızla yükselerek 2000 yılında %28,7 gibi oldukça yüksek bir düzeye ulaşmıştır. Bu kadar hızla artan kamu borç stokunun en temel sebebi kamu açıklarının enflasyonu körükleyici etkisinin bertaraf edilmesi amacıyla para basmak yerine iç borçlanma yoluyla finanse edilmesidir.

Ancak yurt içi finansal piyasaların kamu açıklarının finansman ihtiyacını karşılamakta yetersiz kalması nedeniyle Hazine'nin ödemesi gereken reel faizler ciddi oranlara ulaşmış, bu durum da iç borç stokunun büyüme hızının artmasına sebebiyet vermiştir (Sak, 2000:3)

Kamu açıklarından kaynaklanan reel faizlerdeki artış sonucunda ekonomide kaynak tahsisi olumsuz etkilenmiş, reel yatırımların yerine parasal mekanizmalarla para kazanmak ekonomik düzene hakim olmuş, bir nevi rant ekonomisi oluşmuştur.

Merkez Bankası 1996 yılından itibaren piyasalardaki likiditeyi açık piyasa işlemleri vasıtasıyla kontrol altına almış ve bu yolla faiz oranlarının volatilitésinin düşmesi sağlanarak, piyasa katılımcılarının Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) alması teşvik edilmiştir. Bu dönemde özellikle bankaların taşıdıkları yüksek tutarlı DİBS portföyleri genellikle gecelik repo işlemleri ile finanse edilmiştir. Bu durum bankaların aktif ve pasifleri arasında faizlerin düştüğü dönemlerde karlılığı artırıcı olmakla birlikte, faizlerin artması durumunda çok ciddi miktarda faiz riski yaratacak bir vade uyumsuzluğuna yol açmıştır. Sonuç olarak temelde kamu borçlanmasının kolaylaştırılmasını sağlayan politikalar, başta bankacılık kesimi olmak üzere tüm finans sisteminin özellikle faiz riskine karşı duyarlılığını önemli ölçüde arttırmıştır (Bayraktar, 2002:6).

Sonuç olarak, ülke ekonomisi istikrar programına aşırı borç yükü, kamu açıkları ve kronik bir enflasyonun yanı sıra, bankacılık sektöründe ciddi yapısal sorunlarla girmiştir⁴.

⁴ Yüksek enflasyon ve yüksek risk primlerinin yarattığı yüksek reel faiz ortamında bankalar karlarının büyük bir kısmını kamu borçlanma araçlarından sağlarlarken, büyük bu gelir kalemine bağımlı hale gelmişlerdir.

3.2.2. 1999 Yılı İstikrar Programı

1998 Haziran ayı sonunda İMF ile Türkiye arasında “Yakın İzleme Programı” imzalanmıştır. Bu programla kamu finansmanının güçlendirilmesi, destekleyici ve koordineli para politikasının izlenmesi ve yapısal reformların gerçekleştirilmesi yoluyla enflasyonun düşürülmesi hedeflenmiştir. Enflasyonun 1999 yılı içerisinde istikrara kavuşması, Merkez Bankası rezervlerinin istikrarlı bir seviyede tutulması, uluslararası tahvil piyasalarında ihraç yapılması olumlu ekonomik gelişmeler olmuştur. Bu gelişmeler ve görüşmeler üzerine 22 Aralık 1999 tarihinde İMF ile Stand-By anlaşması imzalanmıştır.

İMF ile imzalanan anlaşma gereğince 2000-2002 yılları arasında uygulanacak olan program, temel olarak döviz kuruna dayalı bir istikrar programıdır. Programın temel amaçları;

- Tüketici enflasyonunu, yapısal reformlarla desteklenen, birbirleriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eşgüdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılı sonunda %7'ye indirmek,
- Reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek,
- Ekonominin büyüme potansiyelini artırmak,
- Ekonomide kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak,

olarak belirtilmiştir (Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri, 2000; Gazi ERÇEL Konuşma Metni:1). Programın ana hedefleri olan yukarıdaki hususlar dikkatle incelendiğinde programın Türkiye'nin içinde bulunduğu yüksek reel faizler ve kamu borçlanma gereğinin ekonomiyi sürdürülemez bir yola yönelttiği ve gelişmede istikrarın sağlanamadığı, bu yolun değiştirilmesi gerektiği ve bunun için de yapısal düzenlemelere gerek olduğu noktasından hareket edildiği gözlemlenecektir.

Ekonomik program Türkiye'yi enflasyondan kurtarmak, büyüme ve toplumun bütün kesimleri için daha iyi yaşam standartları beklentilerini artırmak gibi iddialı hedefler üzerine odaklanmıştır (IMF Niyet Mektubu-Türkiye, 1999:2).

Program 3 temel unsura dayanmaktadır. 1) Programın başlangıcında kamu sektörü temel fazlasının mümkün olduğunca yüksek tutulması, 2) Yapısal reformlar ve 3) Tutarlı gelir politikaları ile desteklenmiş sıkı döviz kuru taahhütleri.

Yapısal reformlara, mali ayarlamayı sürdürülebilir kılmak, etkinliği artırmak ve artan özelleştirme gelirleri sayesinde kamu borcunun azaltılmasını kolaylaştırmak için ihtiyaç vardır. Sıkı döviz kuru taahhüdü ve tutarlı gelir politikası özellikle enflasyonla mücadelenin ilk aşamasında enflasyon ve faiz oranlarının daha hızlı indirilmesi için gereklidir.

İMF'ye verilen iyi niyet mektubunda belirtilen yukarıdaki hususlardan anlaşılacağı üzere program para ve kur politikası, maliye ve gelir politikası, yapısal reform politikası olmak üzere 3 temel başlık altında incelenebilir.

3.2.2.1. Kur Politikası

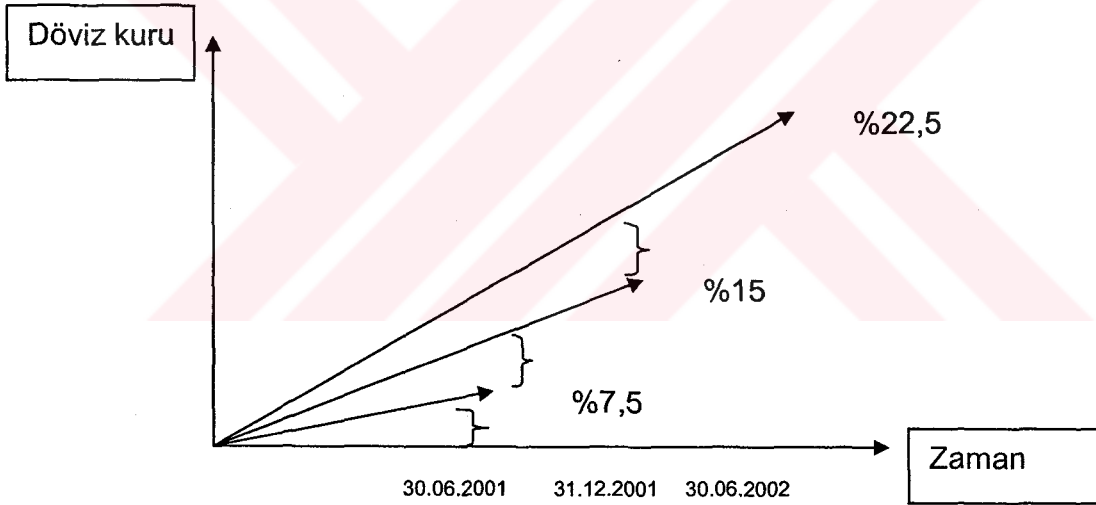
Programın uygulamaya başlaması ile birlikte Merkez Bankası kur politikasını yalnızca enflasyon hedefine göre uygulamayı taahhüt etmiş olup, uygulanacak kur politikasının iki temel özelliği mevcuttur. Bunlar,

- Döviz kuru sepetinin bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde, günlük olarak açıklanması,
- Kur sepetinin 1 ABD Doları+ 0,77 EURO olarak devam ettirilmesi.

Merkez Bankası 2000 yılı Ocak-Aralık dönemini kapsayan ilk 12 ayda, %20 TEFE yıl sonu artış hedefi ile uyumlu bir politika izleyecektir. Dolayısıyla, 2000 yılında döviz kuru sepeti artış oranı %20 olacaktır. 2000 Ocak-2001

Haziran dönemini içeren ilk 18 ayda Merkez Bankası her bir üçer aylık dönemin sonunda önceki 9 aylık dönemdeki döviz kur sepeti artış oranı açıklandığı gibi korunmak üzere, ilave 3 ay için de kur sepeti artış oranını yine hedeflenen enflasyonla tutarlı olacak şekilde kamuya açıklayacaktır. Yani 2000 yılının Mart ayı sonunda 2001 yılının ilk üç ayına ilişkin açıklamalar yapılacaktır.

2001 Temmuz-2001 Aralık döneminde ise band uygulamasına geçilecektir. Bu band 31 Aralık 2001'e kadar %7.5, Haziran 2002'ye kadar %15 ve Aralık 2002'ye kadar %22,5'e yükseltilecektir. Kurun band içindeki hareketlerine Merkez Bankası müdahalesi olmayacaktır.



3.2.2.2. Kur Politikasının Beklenen Sonuçları

Uzun süreli yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde enflasyonu belirlenmesinde endeksleme oldukça önemlidir. Ekonomide karar alıcılar geleceğe ilişkin beklentilerini gerçekleşmiş değerlerden yola çıkarak belirlerler. Önceden açıklanan kur, geçmişe yönelik bu alışkanlığın terk edilmesine büyük destek verecektir.

Uygulama ile önceden açıklanan ve “enflasyon hedefine yönlendirilen kur sistemi”ne geçilmesinin yurtiçi faizler üzerinde odaklaşan risk priminin önemli bir bölümünün yok olmasını beraberinde getirmesi, bunun sonucu olarak nominal faizlerin açıklanan kur artış oranı ile tutarlı bir düzeye gelmesi, faizlerin düşmesi ve ekonomide kullanılabilir kaynakların artmasının ise ekonomik büyümeyi olumlu olarak etkilemesi beklenmektedir.

3.2.2.3. Para Politikası

Merkez Bankası’nın para ve kur politikası araçları, döviz piyasası, açık piyasa ve bankalararası döviz piyasası işlemleri, zorunlu karşılıklar ve dispo­nibilite oranıdır.

Para politikasının işleyiş kuralları aşağıdaki şekilde olacaktır;

Net İç Varlıklar ; 1999 yılının sonundan başlamak üzere üç aylık dönem sonları itibariyle Net İç Varlıkların (NİV) alabileceği değer, değerlendirme hesabındaki değişimin etkisi hariç tutulduğunda –1.200 trilyon TL. olarak belirlenmiştir. Ancak, faizlerin ani ve aşırı hareketliliğini önlemek için NİV’in bir önceki üç ayın sonundaki para tabanı büyüklüğünün +,-%5’i oranında dalgalanmasına izin verilecektir. Ayrıca, NİV’e getirilen bu ölçütler nedeniyle MB’nin açık piyasa ve bankalar arası para piyasası işlemleri sınırlandırılmıştır.

Mevduat Munzam Karşılıkları; tamamı MB’de bloke olarak tutulan ve oranı %8 olan mevduat munzam karşılıklarına ilişkin olarak, programın uygulamaya konulmasıyla birlikte bloke olarak tutulacak oran %6’ya indirilecek, kalan %2’lik kısma ise dispo­nibilite olarak haftalık ortalamalar bazında tutturulabilme imkanı getirilecektir.

Net Uluslararası Rezervler; 2000 yılında üçer aylık dönemler itibariyle sırasıyla 12.000, 12.750, 12.750, 13.500 milyon ABD Doları olarak öngörülmüştür. Net Uluslararası Rezervler ise altın mevcudu, brüt döviz

rezervleri, brüt uluslararası yükümlölükler ve vadeli işlemler kaleminden oluşmaktadır.

3.2.2.4. Maliye Borç ve Gelirler Politikası

Programın temel unsurlarından olan kamu sektörü temel fazlasının mümkün olduğunca yüksek tutulması, kamu gelirlerinin artırılması ve kamu harcamaların kısılması ile mümkün olmaktadır. Konsolide bütçe, bütçe dışı fonlar, yerel yönetimler, finans sektörü dışında faaliyet gösteren kamu teşebbüsleri, Merkez Bankası ve kamu bankalarının görev zararlarını kapsayan kamu sektörü temel fazlası deprem harcamaları hariç GSMH'nin %3,7'si olarak öngörülmektedir. Aşağıda sıralanan önlemlerin alınması suretiyle kamu gelirleri arttırılacak, harcamalarda ise kesintiye gidilecektir.

- Gayrimenkul sermaye iratları ve serbest meslek kazançları üzerine uygulanan stopajın %15'ten %20'ye çıkartılması, faiz ve repo gelirlerine uygulanan stopaj oranının %2 arttırılması ve ücret ve maaş kazananların vergi dilimleri ve özel istisna miktarlarının artışının hedeflenen enflasyon oranıyla sınırlandırılmasıyla doğrudan vergi gelirleri GSMH'nin %0,3'ü oranında arttırılacaktır.
- Dolaylı vergilere ilişkin olarak standart %15 olan oran ile diğer Avrupa ülkelerine nazaran çok düşük olan KDV oranı GSMH'nin %0,5 oranında gelir yaratması amaçlanarak %2 puan oranında arttırılacaktır.
- 2000 yılında akaryakıt fiyatlarının belirlenmesinde Hazine onayı gerekli olacak ve harçlar, akaryakıt fiyatlarının hareketi ne olursa olsun bütçede hedeflenen tasarrufların tutturulmasını sağlamak üzere akaryakıt fiyatlarındaki değişikliğe bağlı olarak otomatik olarak ayarlanacaktır.
- Bütün temel harcamalarda (personel ve sosyal güvenlik fonlarına yapılan transferler hariç) 2000 yılı bütçe ödeneklerinden %2'lik bir kesinti

yapılmasını öngören bir genelge Maliye Bakanlığı tarafından Ocak ayı içerisinde çıkarılacaktır.

- 2000 yılı kamu sektörü özelleştirme gelirleri GSMH'nin en az %3,5'ine (7,6 milyar dolar) yükseltilecektir. 2001 yılında GSMH'nin %3,25 ve 2002 yılında %2 olarak öngörülmüştür.
- Kamu kesimi net dış borçlanması, IMF kaynakları hariç, deprem harcamaları için sağlanan dış destek dahil GSMH'nin en az %2,5'ine (5,25 milyar dolar) ulaşacaktır.
- Değişken faizli tahvil ihraçlarına dayanan çeşitlendirilmiş borçlanma politikasına ağırlık vermeye ve böylece daha uzun vadeli ve sabit faizli kağıtlara (düşen enflasyon ortamında dönem sonu getirisi çok yüksek olmaktadır) dayalı borçlanmayı azaltmaya ve aynı zamanda faiz ödemelerinin yükünü zaman içinde düzgünleştirmeye devam edilecektir.
- Toplam borcun GSMH'ye oranı 2000 yılı için %58, 2001 yılı için %56,5, 2002 yılı için ise %54,75 olarak öngörülmektedir.

3.2.2.5. Yapısal Reform Politikası

Enflasyonun düşürülmeye çalışıldığı bir ortamda aynı zamanda büyümenin ve istikrarda sürekliliğin sağlanması ancak ülke ekonomisinde aksaklıklara yol açan etkenlerin köklü bir şekilde yeniden yapılandırılması ile mümkün olabilecektir. Bu çerçevede istikrar programının devamlılığın sağlanabilmesi için *Tarım, Sosyal Güvenlik, Kamu Mali Yönetimi, Vergi, Özelleştirme ve Sermaye Piyasası ve Bankacılık* alanlarda tedbirler alınması öngörülmüştür.

3.3. Kasım 2000 Krizi

Yukarıda ana hatlarıyla açıklanan programın yürürlüğünü takip eden 10 ay içerisinde dışsal faktörlere bağlı olarak bazı sapmalar gerçekleşse de, temel olarak program başarıyla yürütülmüş, piyasalar gelişmeleri oldukça iyimser algılamış, bono faizleri Aralık ayı sonunda %40'lar seviyelerine düşerken, İMKB 1999 Kasım-2000 Ocak döneminde TL bazında %400'den fazla kazandırmıştır (Karan; Karacabey, 2003:115) .

Ancak, cari açığın⁵ 10 milyar Dolara yakın bir tutara ulaşması, yapısal reformları gerçekleştirmede hükümetin gecikmesi ya da ayak diremesi, bankacılık sistemine duyulan güvensizlik ve politik istikrarsızlık ve piyasada yaratılan spekülasyonlar piyasada devalüasyon beklentisini artırmış, programa duyulan güven zedelenmiştir.

Düşüş eğiliminde olan faizler; yılın ikinci yarısında yaşanan olumsuz gelişmeler, yıl sonunun yaklaşmasıyla bankaların dövizdeki açık pozisyonlarını⁶ kapatma çabalarının döviz talebini artırması ve bankalara ilişkin olumsuz spekülasyonlar gibi sebeplerle Eylül ayında artmaya başlamıştır. Faizlerdeki artışın doğal sonucu olarak ellerinde uzun vadeli kamu kağıdı bulunduran ve bunları ağırlıklı olarak gecelik repo gibi kısa vadeli araçlarla fonlayan başta piyasa yapıcı bankalar olmak üzere tüm mali kuruluşların DİBS portföylerini fonlama maliyetleri ciddi oranda artmıştır.

Nitekim faizlerin yükselmesiyle birlikte 20 Kasım 2000 tarihinde 300 milyon ABD Doları civarındaki sermayesine karşın aktifinde nispeten uzun vadeli yaklaşık 7 milyar ABD Doları tutarında DİBS portföyü bulunan ve bunu ağırlıklı

⁵ Cari açık Ödemeler Dengesi Bilançosu'nda Cari İşlemler Dengesi olarak adlandırılmaktadır.

⁶ 1999 yılı Eylül ayı sonunda alınan bir kararla ticari bankaların açık pozisyon sınırı sermayelerinin %20'sine indirilmiş, bu sınırın aşılması durumunda Haziran 2000'e kadar munzam karşılık oranı %8, bu tarihten sonra da %100 olarak belirlenmişti. Ancak 2000 yılı Haziran ayı sonrasında Merkez Bankası kaynaklı açıklamalarda dahi 2.5 milyar Dolar olması gereken açık pozisyon tutarının 15 milyar Dolara yakın olduğu belirtilmiştir.

olarak gecelik borçlanma yoluyla fonlayan bir ticari banka, yükümlülüklerini karşılayabilmek amacıyla portföyündeki yüklü tutardaki DİBS'ini ikinci el piyasada satmak zorunda kalmıştır. Bu durumda söz konusu bankanın bilançosunda uzun süredir biriken faiz riski realize edilmiş ve yüksek tutarda zarar yazılmak zorunda kalınmış, diğer taraftan yüksek tutarlı DİBS satışı ikinci el piyasada iskonto oranlarının yükselmesine yol açmıştır.

Yıl sonunun yaklaşması nedeniyle pozisyonlarını kapatmayı düşünen yabancı yatırımcılara ilaveten Türk bankalarının aldıkları yabancı kaynaklı kredilere teminat olarak verdikleri DİBS'ler, yapılan kredi anlaşmaları gereğince iskonto oranlarının yükselmesi nedeniyle teminat olma özelliklerini kaybettiklerinden otomatik olarak satılmaya başlanmıştır. Bu arada piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklığına TCMB tarafından müdahale edilmeyerek, program çerçevesinde açıklanan NİV hedefine sadık kalınmış, dolayısıyla da faiz oranlarında çok sert bir yükseliş yaşanmıştır (Sak, 2000:15).

Faizlerin yükselmesiyle birlikte programda öngörüldüğü gibi döviz satışları gerçekleşmemiş, tam tersine ülke riskinin arttığını düşünen yabancı yatırımcılar portföylerindeki DİBS'leri satarak ülkeden çıkmak için, Türk bankaları da yurtdışından aldıkları kredilerde meydana gelen teminat açıklarını kapatmak için ilave döviz talebi yaratmışlardır. Kasım ayı içerisinde yabancı yatırımcıların ülkemizde menkul kıymet bazında net satışları 5,3 milyar ABD Doları'nı bulmuştur. Bu gelişmelerden dolayı TCMB'nin döviz rezervleri 17-30 Kasım tarihleri arasında 6,2 milyar ABD Doları azalarak, 18,2 milyar ABD Doları seviyesine gerilemiştir (Keskin, 2001:28). Ancak 22 Kasım'da TCMB, yaşanan likidite sıkıntısının aşılması için stand-by düzenlemesi çerçevesinde belirlenen NİV performans kriterinin aşılması pahasına piyasaya 1,7 katrilyon TL likidite sağlamıştır. Diğer taraftan gecelik faizler Kasım sonu ve Aralık başında %1000'lerle ifade edilen düzeylerde devam etmiş, ancak 6 Aralık'ta Demirbank T.A.Ş.'nin TMSF'ye devredildiğinin açıklanması ve yine aynı tarihte IMF'nin

Türkiye'nin Ek Rezerv Kolaylığı'ndan⁷ yararlandırılacağı ve bu çerçevede 7,5 milyar ABD Doları tutarında ek kaynak sağlanacağı yönündeki açıklamasından sonra piyasalar nefes almış, döviz talebi ile faizlerde belirgin bir düşüş sağlanmıştır (Kadıoğlu, Kotan, Şahinbeyoğlu, 2001:10).

Aralık ayında yaşanan olumlu gelişmeler neticesinde Aralık ayının ikinci yarısı ile 2001 yılının Ocak ayında piyasalarda belirgin bir rahatlama görülmüş, bu dönemde hisse senedi piyasasında yaşanan yükselişle birlikte faiz oranları da düşmeye başlamıştır.

3.4. Şubat Krizi

Kasım ayında yaşanan kriz yüksek faiz, döviz rezervi kaybı ve 7.5 milyar Dolar tutarındaki ek rezerv kolaylığı ile püskürtülmüş, ancak ekonomik programa ve hükümetin kararlılığına ilişkin olarak güven kaybı oluşmuştur.

Kasım krizinden 3 ay sonra, kriz etkilerinden kurtulmaya çalışırken 19 Şubat 2001 tarihindeki Milli Güvenlik Kurulu toplantısında Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında yaşanan gerginlik, zaten hassas olan piyasalarda yeniden bir kriz ortamı doğmasına sebep olmuştur.

Bu gelişmeler neticesinde yerli bankalar açık pozisyonlarını kapatmak için döviz talep etmişler, Türkiye'de yatırım yapan yabancılar ise ellerindeki TL'yi dövize çevirip ülkeden çıkmaya başlamışlardır. 13 Şubat'taki iç borç ihalesinde %70 olarak gerçekleşen bileşik faiz 20 Şubat'daki ihalede %144'e yükselmiş, gecelik faizler ise % 1000'lerle ifade edilmeye başlanmıştır. 21 Şubat'ta ise bankalararası para piyasasında gecelik faizler % 6200'e kadar çıkmış ve ortalama % 4018,6 olarak gerçekleşmiştir. 16 Şubat'ta 27,94 milyar Dolar olan Merkez Bankası döviz rezervleri 23 Şubat'ta 22,58 milyar Dolara gerilemiş ve

⁷ Ek Rezerv Kolaylığı: IMF üyesi bir ülkede piyasalardaki güvenin ani ve tehlikeli biçimde azalması sonucu merkez bankası rezervlerinde baskı oluşması durumunda, IMF tarafından üye ülkenin oluşacak istisnai ödemeler dengesi problemlerinin aşılabilmesi için sağladığı kısa vadeli finansmandır (www.imf.org).

rezerv kaybı 5,36 milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Dövizlerde ve faizlerde yaşanan bu gelişmeler üzerine 21 Şubat gecesi 1999 yılı sonunda başlatılan istikrar programına son verilerek, dalgalı kur uygulamasına geçilmesine karar verilmiş, bu karar sonucu TL yabancı paralar karşısında bir gecede % 40 oranında değer kaybetmiştir.



II. BÖLÜM

IV. FİNANSAL KRİZLERİN ARACI KURUMLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Dördüncü bölümde ana hatlarıyla açıklanmaya çalışılan finansal krizlerin, aracı kurumlar ve aracılık sektörüne olan etkilerinin incelenmesinde, 1999 yılının başından itibaren Sermaye Piyasası Kurulu'na iletilen sermaye yeterliliği tabloları, aracı kurumların bilanço ve gelir tabloları, İMKB verileri, TSPAKB verilerinden faydalanılacaktır. Finansal krizlerin aracı kurumlar üzerindeki etkilerini mali yapıya olan etkiler ile faaliyetlerine ve faaliyet yapısına olan etkiler olarak iki ayrı başlık altında incelemek mümkündür.

4.1. Finansal Krizlerin Aracı Kurumların Mali Yapıları Üzerindeki Etkileri

Finansal krizlerin mali yapı üzerindeki etkilerinin incelenmesinde 3 farklı veri seti kullanılacaktır. Bunlar TSPAKB tarafından yayımlanan 1999-2003 yılları arasındaki bilanço ve gelir tabloları ile aynı tarihler arasında Sermaye Piyasası Kurulu'na iletilen sermaye yeterliliği tablolarıdır.

4.1.1. Bilanço Analizi

Aracı Kurumların 30.06.1999-2002, 31.12.1999-2002 ve 31.03.2003 tarihli mali tabloları TL. tutarlarının yanında, tablo tarihi itibarıyla geçerli Merkez Bankası döviz satış kurları dikkate alınarak Amerikan Doları olarak ifade edilmiştir. Ayrıca 1999 yılı Ocak ayından itibaren aylık bazda enflasyon rakamları kullanılarak⁸ Ocak 1999 da var olan 1 TL. nin Mayıs 2003'teki

⁸ 1999 yılı başından 2003 Mayıs'ına kadar aylık enflasyon rakamları bulunmuş, daha sonra bu rakamların bileşiği alınarak bugüne getirilmiştir. 1999 Ocak ayındaki 1 TL., 2003 Mayıs ayında 5,76 TL. olarak bulunmuştur. Rakamlar kullanılarak sektörün sermaye yapısının gelişimi irdelenmeye çalışılacaktır.

değerine ulaşılmış, mali tablolarda mevcut bazı kalemlerin enflasyondan arındırılmış tutarlarının tespiti yapılarak enflasyon karşısında aracılık sektörünün yapısı incelenmiştir.

4.1.1.2. Bilançonun Aktif Yapısındaki Gelişmeler

30 Haziran 1999 tarihinden itibaren aracı kurumların konsolide bilançolarında yer alan ana hesap gruplarında meydana gelen değişiklikler, kriz dönemleri dikkate alınarak aşağıda açıklanmaktadır.

4.1.1.2.1. Hazır Değerler

Aşağıda hazır değerlerin TL. değerlerinin gelişimi ve aktif toplama olan oranları ayrı iki tablo halinde verilmektedir.

TABLO 1 Hazır Değerler Kaleminin Gelişimi (Milyon TL.)				
Dönem	Hazır Değerler	Kasa	Banka	Diğer Hazır Değerler
30.06.1999	24.774.178	423.751	19.461.614	4.888.813
31.12.1999	53.558.205	1.434.873	49.790.828	2.332.504
30.06.2000	82.746.434	1.126.431	69.047.792	12.572.211
31.12.2000	76.727.358	915.926	73.840.728	1.970.704
30.06.2001	137.076.664	1.708.517	122.967.211	12.400.936
31.12.2001	118.807.405	1.456.899	109.258.091	8.092.415
30.06.2002	105.252.272	5.701.049	89.550.316	10.000.908
31.12.2002	158.420.808	1.608.843	149.640.322	7.171.643
31.03.2003	113.112.939	4.162.117	100.251.656	8.699.166

Kaynak: TSPAKB

TABLO 2 Hazır Değerler Kalemının Gelişimi (Toplam Aktife Oranlar)				
Dönem	Hazır Değerler	Kasa	Banka	Diğer Hazır Değerler
30.06.1999	0,094434	0,001615	0,074184	0,018635
31.12.1999	0,117756	0,003155	0,109473	0,005128
30.06.2000	0,123292	0,001678	0,102881	0,018733
31.12.2000	0,114673	0,001369	0,110359	0,002945
30.06.2001	0,156224	0,001947	0,140143	0,014133
31.12.2001	0,125065	0,001534	0,115013	0,008519
30.06.2002	0,114280	0,006190	0,097231	0,010859
31.12.2002	0,158950	0,001614	0,150140	0,007196
31.03.2003	0,11511	0,00424	0,10202	0,00885

Kaynak: TSPAKB

Yukarıdaki tablolardan görüleceği üzere Hazır Değerler Hesap Grubu aracı kurumların aktif toplamalarının yaklaşık %10-11'ine tekabül etmektedir. Ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001 döneminde aracılık sektörünün bu oranı %15'lere kadar artırdığı görülmektedir. Kriz döneminde aracı kurumların likit kaldıkları, uzun vadeli plasmanlar gerçekleştirmedikleri ve vade uyumsuzluğu riskine karşı gerekli önlemleri kısa sürede aldıkları anlaşılmaktadır.

Yine tablolardan görüleceği üzere aracı kurumlar kasalarında nakit para tutmamaktadırlar. Piyasada faaliyette bulunan aracı kurum sayısının 120 olduğu ve ortalama kasa tutarının 1,5 trilyon TL. tutarında olduğu dikkate alınırsa aracı kurumlar ortalama 12-13 milyar TL. tutarında nakit tutmakta, kalan tutarları yatırım alanlarına plase etmektedirler.

Kriz döneminde hazır değerlerdeki artış büyük ölçüde bankalar kaleminde kaynaklanmış olup, bu yükselen faiz hadlerine bağlı olarak aracı kurumların bankalardaki artan TL. mevduatlarından ya da kendilerini döviz kuru

riskine karşı korumak amacıyla tuttıkları yabancı para hazır değerlerden kaynaklanmaktadır.

Hazır değerler kaleminin USD karşılığı incelendiğinde, kriz öncesi dönemde 60 milyon Dolar seviyelerinde seyreden hazır değerler tutarının krizin yaşandığı iki tablo döneminde de 100 milyon doların üzerine çıktığı⁹, takip eden dönemlerde ise bu tutarların altında gerçekleştiği, yıl sonlarında hazır değerler kalemlerinde artış gözlendiği, ara mali tablolarda ise kriz öncesi dönemde olduğu gibi 60-65 milyon Dolar seviyelerinde olduğu tespit edilmiştir.

4.1.1.2.2. Menkul Kıymetler

Menkul kıymetler kaleminde yer alan hisse senetleri ile kamu borçlanma araçları ülkemizde faaliyette bulunan finansal kuruluşların en temel hesap kalemleri arasında yer almaktadır. Nitekim, Kasım 2000 krizinde TMSF kapsamına alınan Demirbank A.Ş.'nin zararı büyük ölçüde portföyünde yer alan kamu borçlanma araçlarının finansman yönteminden kaynaklanmış, kısa vadeli fonlarla uzun vadeli plasmanlar yapılması bankanın riskliliğini artırmıştır. Bu çerçevede kriz öncesi ve sonrası ile kriz sürecinde aracılık sektörünün sahip olduğu menkul kıymet portföylerinin gelişimi büyük önem taşımaktadır. Aşağıdaki tablolarda menkul kıymetler hesap grubunda yer alan kalemlerin TL. değerlerinin gelişimi ve aktif toplama olan oranları iki ayrı tablo halinde verilmektedir.

TABLO 3 Menkul Kıymetler Kaleminin Gelişimi (Milyon TL.)				
Dönem	Menkul Kıymetler	Hisse Senetleri	Kamu Kesimi Borçlanma Araçları ¹⁰	Diğer Menkul Kıymetler
30.06.1999	119.575.105	10.931.333	88.558.984	20.345.287
31.12.1999	223.594.445	41.355.399	106.208.708	74.606.115
30.06.2000	281.210.517	55.179.616	164.069.126	63.144.675
31.12.2000	288.030.232	31.413.677	193.248.589	70.081.240
30.06.2001	331.514.362	28.744.103	286.822.273	17.212.337
31.12.2001	306.510.272	51.507.672	244.706.979	10.433.951
30.06.2002	320.598.479	47.164.711	271.838.909	8.648.891
31.12.2002	341.566.946	52.960.839	283.578.122	8.419.582
31.03.2003	376.264.222	37.314.537	315.291.217	24.573.908

Kaynak: TSPAKB

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere Menkul Kıymetler Hesabı 31.12.2001 tarihine kadar TL. bazında sürekli olarak artmış, bu tarihten sonra ise bir dönem düşüş göstererek artmaya devam etmiştir. Aracılık sektörünün ara mali tabloları yıllık tablolarla karşılaştırdığında, aracı kurumların yıllık tutarlara oldukça yakın ya da daha fazla menkul kıymet bulundurduğu gözlenmektedir. Diğer taraftan tabloda dikkat çekici artış 31.12.1999, 30.06.2000 ve 30.06.2001 döneminde gerçekleşmiş olup, bu aracı kurumların istikrar programı dönemindeki faiz düşüşü ile Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinde yükselen

⁹ 23 Şubat 2001 tarihinde ülkemizde devalüasyon yaşandığı, Amerikan Dolarının değerinin 685.978 TL.'den 962.499 TL.'ye yükseldiği, takip eden 30.06.2001 döneminde ise 1.273.528 TL.'ye yükseldiği bu tutarların yorumlanmasında dikkate alınmalıdır.

¹⁰ Sermaye Piyasası Kurulu Karar Organı'nın 05.07.2001 tarihinde aldığı karar uyarınca teminat ya da blokaj yükümlülüğü nedeniyle aktifte bulunan menkul kıymetler bağlı menkul kıymetler hesabında izlenmekte olup, tabloda yer alan kamu borçlanma araçları bağlı menkul kıymetlerin eklenmiş halidir.

faizlere bağılı olarak fiyatları düşen kamu menkul kıymetlerindeki fiyat artışı beklentilerinin açık bir göstergesidir. Son dönemde yaşanan artışın ise faiz hadlerinde düşme beklentisinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Bu veriler aracılık sektörünün piyasa şartlarına hızlı bir şekilde uyum sağladığını göstermektedir.

Diğer taraftan hisse senetleri incelendiğinde, kriz öncesinde hisse senetleri portföyünün 55 trilyon TL.'ye kadar yükseldiği, kriz döneminde ve sonrasında ise yarı oranında azaldığı, 2001 yılının sonundan 2002 yılına kadar geçen dönemde ise istikrar ve yükseliş beklentisiyle 50 trilyon TL. civarında seyrettiği, ancak beklentilerin satın alınamamasına bağılı olarak 2003 yılının ilk 3 aylık döneminde 37 trilyon TL. seviyesine gerilediği görülmektedir.

TABLO 4 Menkul Kıymetler Kaleminin Gelişimi (Toplam Aktife Oranlar)				
Dönem	Menkul Kıymetler	Hisse Senetleri	Kamu Kesimi Borçlanma Araçları	Diğer Menkul Kıymetler
30.06.1999	0,455798	0,041668	0,337570	0,077552
31.12.1999	0,491609	0,090927	0,233517	0,164034
30.06.2000	0,419003	0,082218	0,244463	0,094085
31.12.2000	0,430477	0,046950	0,288821	0,104740
30.06.2001	0,377821	0,032759	0,326886	0,019617
31.12.2001	0,322655	0,054221	0,257596	0,010984
30.06.2002	0,348098	0,051210	0,295156	0,009391
31.12.2002	0,342707	0,053138	0,284525	0,008448
31.03.2003	0,382896	0,037970	0,320848	0,02501

Kaynak: TSPAKB

Hisse senetleri ve kamu borçlanma araçlarının aktif toplamına oranları incelendiğinde, kriz öncesinde %8-9'lar civarında olan hisse senetlerinin payının kriz sonrasında %4-5'ler seviyesine düştüğü, kamu borçlanma araçlarının kriz öncesi dönemde durağanlaşan faiz hadlerine bağlı olarak %23-24'lerdeki seviyesini korurken, kriz sonrasında istikrar programı öncesindeki oranlarına yükseldiği, 2003 yılında ise yükselişini sürdürerek aktif toplamının %30-32 seviyelerine ulaştığı görülmektedir.

Aracı kurumların portföylerindeki hisse senedi oranlarında bir artışın olmaması, Borsa'da geleceğe ilişkin olumlu beklentilerinin olmadığı, kamu borçlanma araçlarında artış olması ise faiz oranlarında indirim beklentisinin bir göstergesi olarak algılanabilecektir.

4.1.1.2.3. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar

Aracı kurumların öz sermaye ya da borçlanma yoluyla sahip oldukları nakit, maddi ya da maddi olmayan varlıklar ile menkul kıymetler dışında plase edebilecekleri diğer bir alan ticari borç vermektir. Ticari borç ise belirli bir getiri karşılığında verilmekte olup, kriz döneminde likit kalabilmeyi başaran aracı kurumların kullanması muhtemel önemli enstrümanlardan birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer taraftan kriz döneminde verilen borçların da geri alınabilmesi temel problemlerden birisini teşkil etmekte olup, bu açıdan bilançoda yer alan alıcılar hesap kaleminin gelişimi önem arz etmektedir.

Aracı kurumların kısa vadeli ticari alacaklar hesabının gelişimine ilişkin TL. verileri ile bu verilerin aktif toplamına olan oranları aşağıdaki tablolarda verilmektedir.

TABLO 5 Kısa Vadeli Tic. Alacaklar Kaleminin Gelişimi (Milyon TL.)				
Dönem	Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	Alıcılar	Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	Şüpheli Alacaklar Karşılığı
30.06.1999	58.095.031	33.127.425	22.893.111	-3.562.978
31.12.1999	88.730.328	57.730.982	31.592.645	-5.388.359
30.06.2000	198.816.931	119.365.260	78.146.116	-4.800.906
31.12.2000	138.515.875	47.259.774	104.993.898	-21.273.308
30.06.2001	160.223.584	73.449.133	93.429.957	-19.462.323
31.12.2001	221.966.829	112.674.750	120.977.094	-15.759.731
30.06.2002	187.841.074	86.579.410	113.137.194	-16.998.831
31.12.2002	204.367.869	132.779.834	83.615.619	-17.444.688
31.03.2003	168.339.019	107.526.552	72.820.125	-14.707.273

Kaynak: TSPAKB

Tablodan görüleceği üzere kısa vadeli ticari alacaklar hesap grubu TL. bazında kriz dönemi ile 31.12.2000, 30.06.2002 ve 31.03.2003 dönemleri hariç artış göstermiştir. Bu artış hesap grubunun içinde yer alan kalemlerde benzerlik göstermemiştir. Kriz sonrasında müşterilerden olan alacaklar hesabı %50 oranında düşüş göstermiştir. *Bu düşüş, müşterilerden olan alacakların kısa sürede nakte çevrilebildiğinin ve aracılık sektöründe teminatlandırma işlevinin başarıyla uygulandığının önemli bir göstergesidir.* Diğer taraftan aynı dönemde (30.06.2001) diğer kısa vadeli ticari alacaklar olarak ifade edilen ve aracı kurumların bankalar ya da Takasbank'tan olan alacaklarının değerlendirildiği tutarları gösteren hesap kaleminde artış görülmektedir. Kriz sonrası dönemde aracı kurumlar 1 yıl kadar süreyle bu enstrümana başvurmuşlardır. Ayrıca, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde yeterli ölçüde teminatlandırılmadığı ya da

tahsil etme kabiliyetleri azaldığı için karşılık ayrılan ticari alacaklarda da %150 oranında artış gözlenmiştir.

Kısa vadeli ticari alacaklar kalemlerini oransal olarak incelediğimizde; 1999 istikrar programı döneminde kısa vadeli ticari alacakların aktif toplama oranının %30'lar seviyesine yükseldiği, kriz sonrası dönemde ise bu oranın %20'ler seviyesine düştüğü görülmektedir. Alıcılar hesabı kriz öncesi dönemde %17'ler seviyesine kadar yükselmişken, kriz sonrasında %7'lere kadar düşükten sonra %10-13'lerde istikrara kavuşmuştur.

Aracı kurumların nakitlerini müşterilere kullanırmak yerine Borsa Para Piyasası'nda değerlendirmelerinin temel nedeni bu plasman yönteminin daha güvenilir ve risksiz olmasıdır. Bu açıdan, kriz dönemde aracı kurumların alıcılar hesabından kısa sürede çıkarak kısa vadeli diğer ticari alacaklar hesabına geçmeleri karşı taraf riskinden kendilerini koruduklarının bir göstergesidir.

TABLO 6 Kısa Vadeli Tic. Alacaklar Kaleminin Gelişimi (Toplam Aktife Oranlar)				
Dönem	Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	Alıcılar	Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	Şüpheli Alacaklar Karşılığı
30.06.1999	0,221447	0,126275	0,087264	-0,013581
31.12.1999	0,195088	0,126931	0,069462	-0,011847
30.06.2000	0,296237	0,177854	0,116438	-0,007153
31.12.2000	0,207020	0,070632	0,156919	-0,031794
30.06.2001	0,182604	0,083709	0,106480	-0,022181
31.12.2001	0,233658	0,118610	0,127349	-0,016590
30.06.2002	0,203953	0,094006	0,122842	-0,018457
31.12.2002	0,205050	0,133223	0,083895	-0,017503
31.03.2003	0,171310	0,109420	0,074100	-0,014970

Kaynak: TSPAKB

4.1.1.2.4. Seçilmiş Diğer Önemli Hesaplar

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin aracı kurumlar üzerindeki etkisini yansıttığını düşündüğümüz bazı kalemlerin gelişimlerine ilişkin veriler aşağıdaki tablolarda verilmektedir.

TABLO 7 Seçilmiş Diğer Önemli Hesapların Gelişimi (Milyon TL.)				
Dönem	Ortaklardan Alacaklar	Diğer Dönen Varlıklar	Binalar	Aktif Toplamı
30.06.1999	979.875	14.352.517	6.865.221	262.342.531
31.12.1999	775.612	32.121.320	9.292.923	454.821.671
30.06.2000	390.662	20.675.203	10.230.574	671.141.638
31.12.2000	676.267	62.638.904	14.227.175	669.094.810
30.06.2001	5.891.408	96.377.091	15.539.506	877.438.309
31.12.2001	4.624.230	125.963.167	39.309.949	949.963.220
30.06.2002	7.935.502	27.393.236	46.669.895	921.001.222
31.12.2002	113.807	41.371.602	58.140.694	996.672.520
31.03.2003	1.667.236	58.814.786	61.707.318	982.680.597

Kaynak: TSPAKB

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere Diğer Dönen Varlıklar, Binalar ve Aktif Toplamı'nda kriz sonrasında artışlar gerçekleşmiştir. Diğer Dönen Varlıklar Hesap Kalemi geçici vergi ile gelecek aylara ait giderlerin yer aldığı hesap grubu olup, bu kalemden 31.12.2001 tarihinde %100 oranında artış yaşanmış, takip eden dönemlerde ise büyük düşüşler gözlenmiştir. Bu artışın aracı kurumların

kriz döneminde elde ettikleri karlardan oluştuğu düşünülmektedir¹¹. Diğer taraftan, Binalar kaleminde 31.12.2001 tarihinde önceki döneme göre %150 oranında artış olmuş, takip eden dönemlerde de bu kadar olmamakla birlikte artış devam etmiş, 2003 yılının ilk 3 ayında ise artış oranı oldukça düşmüştür.

Tabloda dikkat çekici diğer bir veri ise kriz döneminde ortaklardan alacaklar hesabında görülen %800'e yakın artıştır. Kriz öncesinde 676 milyar TL. olan ortaklardan alacaklar hesabının tutarı 30.06.2001 tarihinde 5,9 trilyon TL.'ye yükselmiştir. Bu tutar, 30.06.2002 tarihine kadar sürmüş, bu tarihten sonra ise kriz öncesi seviyesine düşmüştür.

Aracılık sektörünün aktif toplamı incelendiğinde, 2000 yılında istikrar programına bağlı olarak artan işlem hacmi ve bekleyişlerdeki olumlu gelişmeler neticesinde 1999 yılına göre aktif toplamının %47 artışı görülmektedir. Şaşırtıcı olan husus ise Şubat 2001 de kriz yaşanmasına rağmen aktif toplamdaki artışın bu yılda da sürmüş olmasıdır. 2001 yılı dönem sonu itibarıyla aracılık sektörünün aktif toplamı bir yıl öncesine oranla %41 oranında artış göstermiştir.

4.1.1.2.5. Genel Değerlendirme

Çalışmanın bu bölümünde aracılık sektörünün aktif yapısı krizler çerçevesinde incelenmiş olup, genel olarak kriz döneminde aracılık sektörünün kısa vadede olumsuz etkilenmediği sonucuna ulaşılmıştır. Kriz sürecinde aracı kurumlar alacaklarını tahsil edebilmiş, daha likit bir mali bünyeye sahip olmayı başarmış, daha kısa vadeli ve güvenilir plasmanlar gerçekleştirerek kendilerini karşı taraf, döviz kuru ve faiz riskinden korumayı başarmışlardır.

Kriz döneminde likit varlıklara sahip olmalarına bağlı olarak portföylerine gelişen şartlara uygun olarak yenileme imkanına sahip olmuşlar, bu durum ise

¹¹ Aracı kurumlar kriz döneminde yüksek tutarda kar elde etmekle beraber, yüksek vergiler de ödemek zorunda kalmışlardır. Kriz döneminde elde edilen karın büyük kısmının enflasyondan kaynaklandığı dikkate alınırsa, finansal kuruluşlarda enflasyon muhasebesi uygulamasının gerekliliği ortaya çıkacaktır.

sektörün kriz yılında aktif toplamının %40 oranında artırılarak çıkılmasını sağlamıştır. Diğer taraftan geçici vergide ve binalar kaleminde kriz döneminde yaşanan artışlar sektörün kriz yılını karla kapadığını göstergesi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Dikkat çekici olan diğer husus ise kriz sonrası dönemde aktif yapıda meydana gelen gelişmeler ile ilgilidir. Krizden başarıyla çıkan aracılık sektörü kriz sonrasında aynı başarıyı gösterememiş, aktif toplamı 31.12.2001 tarihinden itibaren azalmış ya da nominal olarak oldukça düşük tutarlarda yükseliş gerçekleştirmiştir. 31.12.2001 tarihinde 950 trilyon TL. olan aktif toplamının 31.03.2003 tarihinde 982 trilyon TL. olduğu ve 2002 enflasyon oranının %73 olduğu dikkate alındığında, sektörde yaşanan gerileme rahatlıkla görülecektir. Bu gerilemenin aracı kurumların gelir yapısıyla ilgili olduğu düşünülmekte olup, çalışmanın gelir tablosu analizi bölümünde söz konusu husus ayrıntılı olarak incelenecektir.

4.1.1.3. Bilançonun Pasif Yapısındaki Gelişmeler

30 Haziran 1999 tarihinden itibaren aracı kurumların konsolide bilançolarının pasif kısmında yer alan ana hesap gruplarında meydana gelen değişiklikler, kriz dönemleri dikkate alınarak aşağıdaki bölümlerde açıklanmaktadır.

4.1.1.3.1. Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar

Aracı kurumların pasif yapısı iki kalemden oluşmaktadır. Bunlardan ilki borçlar ikincisi ise öz sermayedir. Borçlar gelişen piyasa şartlarına bağlı olarak değişmekle birlikte, gelişmekte olan ülkelerde genellikle kısa vadeli olmaktadır. Kısa vadeli borçların aktif toplamına oranı, hangi alanlarda kullanıldığı ise şirketlerin riskliğini ölçmekte önemli bir gösterge niteliği taşımaktadır. Diğer taraftan, uzun vadeli borçlanma oranındaki artış piyasada istikrar ve güvenin

varlığını göstermektedir. Bu çerçevede aşağıda kısa ve uzun vadeli borçların TL. değerlerinin gelişimi ve aktif toplama olan oranları ayrı iki tablo halinde verilmekte olup, kriz döneminde bu kalemlerde yaşanan gelişmeler irdelenmektedir.

TABLO 8 Kısa ve Uzun Vadeli Borç Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)					
Dönem	Kısa Vadeli Borçlar	Vergi Karşılıkları	Kısa Vadeli Banka Kredileri	Uzun Vadeli Borçlar	Uzun Vadeli Banka Kredileri
30.06.1999	99.458.775	19.397.535	25.260.065	42.107.487	37.166.372
31.12.1999	196.599.028	48.866.184	40.912.932	70.333.011	62.637.725
30.06.2000	309.533.620	55.933.019	61.144.723	60.495.890	48.521.814
31.12.2000	267.750.385	76.284.756	25.253.921	76.062.545	61.281.418
30.06.2001	327.617.457	93.717.538	39.561.595	27.484.928	10.547.276
31.12.2001	355.517.643	116.331.716	26.192.689	20.542.503	1.041.487
30.06.2002	273.770.724	27.099.033	12.514.875	23.652.980	3.176.894
31.12.2002	260.879.476	55.103.214	34.589.173	21.005.683	248.580
31.03.2003	227.502.993	37.679.099	19.869.179	21.746.667	265.247

Kaynak: TSPAKB

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere gerek uzun vadeli gerek kısa vadeli borçlarda krizi takiben ciddi azalmalar yaşanmıştır. Uzun vadeli borçlar hemen kriz sonrasında 30.06.2001 döneminde 76 trilyon TL.'den 27 trilyon TL.'ye inerken, kısa vadeli borçlar belirtilen dönemde yükselmiş, bir dönem sonra 31.12.2001 tarihinde nominal olarak azalarak 355 trilyon TL.'den 273 trilyon TL.'ye düşmüştür. Gerek uzun gerek kısa vadeli borçlar takip eden dönemlerde kriz sonrasında ulaştığı seviyeye yakın ya da daha az tutarlarda kalmıştır.

Kısa vadeli banka kredileri Kasım 2000 krizine bağlı olarak hemen kapatılmış, 61 trilyon TL'den 25 trilyon TL.'ye düşmüştür. Uzun vadeli banka kredileri ise bir dönem sonra tepki vermiş, Şubat 2001 krizinin hemen arkasından 30.06.2001 tarihli mali tablolarda bir önceki dönem tutarı olan 61 trilyon TL.'den 10 trilyon TL.'ye düşmüştür. Takip eden dönemlerde ise bu tutar sürekli olarak düşmüş, 31.03.2003 döneminde ise 265 milyar TL.'ye kadar gerilemiştir. *Aracılık sektörü krize bağlı olarak uzun vadeli borçlanma yeteneğini kaybetmiş ya da bu aracı kullanmaktan vazgeçmiştir.*

TABLO 9 Kısa ve Uzun Vadeli Borç Kalemlerinin Gelişimi (Aktif Toplama Oranı)					
Dönem	Kısa Vadeli Borçlar	Vergi Karşılıkları	Kısa Vadeli Banka Kredileri	Uzun Vadeli Borçlar	Uzun Vadeli Banka Kredileri
30.06.1999	0,379118	0,073940	0,096287	0,160506	0,141671
31.12.1999	0,432255	0,107440	0,089954	0,154639	0,137719
30.06.2000	0,461205	0,083340	0,091106	0,090139	0,072297
31.12.2000	0,400168	0,114012	0,037743	0,113680	0,091589
30.06.2001	0,373379	0,106808	0,045088	0,031324	0,012021
31.12.2001	0,374244	0,122459	0,027572	0,021625	0,001096
30.06.2002	0,297253	0,029423	0,013588	0,025682	0,003449
31.12.2002	0,261750	0,055287	0,034705	0,021076	0,000249
31.03.2003	0,231510	0,038340	0,020220	0,022130	0,000270

Kaynak: TSPAKB

Yukarıdaki tabloda bilançonun pasif tarafının öz sermaye dışında kalan kısmının aktif toplama olan oranları yer almaktadır. Tablodan görüleceği üzere borçların pasif yapı içerisindeki payı kriz öncesinde artmış, kriz sonrasında ise

büyük ölçüde azalmıştır. 30.06.1999 döneminde aktif toplama oranı %54 olan borçlar toplamı, kriz öncesi 30.06.2000 döneminde %59'a kadar çıkmış, bu dönemden sonra ise sürekli azalarak 31.03.2003 döneminde %25 'ler seviyesine kadar gerilemiştir.

Kriz öncesi dönemde dönem karı karşılığı olarak ayrılan vergilerin yer aldığı vergi karşılıkları hesabı aktif toplamının %8-9'unu oluştururken, bu oran kriz döneminde aracı kurumların likit kalmalarına bağlı olarak elde ettikleri kazançlar dolayısıyla %11-12 seviyelerine çıkmış, takip eden dönemlerde ise gelir yapılarındaki dengesizlikler ve piyasa şartları nedeniyle %3-4'ler seviyesine gerilemiştir.

4.1.1.3.2. Öz Sermaye ve Karlılık

Finansal kuruluşların güçlü mali bünyeye sahip olmaları düzenleyici otoriteler tarafından talep edilen ve sermaye yeterliliği düzenlemeleri ile yeterliliği düzenli olarak kontrol edilen bir husustur. Karlılık ise ticari işletmelerin faaliyetlerinin temel amacıdır. Bu açıdan kriz döneminde ve sonrasında aracı kurumların bu iki hesap kaleminin incelenmesi önem arz etmektedir.

Aracı kurumlara ilişkin sermaye yeterliliği düzenlemeleri¹² çalışmanın 4.1.3. bölümünde ayrıntılı olarak incelenecek olup, bu aşamada aracı kurumların ödenmiş sermaye ve faaliyetlerine bağlı olarak belirli tutarda öz sermaye bulundurmalarının zorunlu olduğunun bilinmesinde fayda görülmektedir.

Aşağıda yer alan tablolarda aracı kurumların öz sermayesini oluşturan kalemler ile karlılığına ilişkin veriler TL. olarak ve aktif toplama oranlar olarak verilmiş olup, kriz öncesinde, kriz sürecinde ve kriz sonrasında söz konusu kalemlerdeki gelişmeler incelenmektedir.

¹² Aracı kurumlara ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: V, No: 34 sayılı "Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" düzenlenmiştir.

TABLO 10 Öz Sermaye ve Dönem Karı Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)					
Dönem	Özsermaye	Sermaye	Yedekler	Olağanüstü Yedekler	Dönem Karı
30.06.1999	120.776.269	79.791.775	22.357.435	15.948.816	24.222.116
31.12.1999	187.889.632	95.309.775	20.698.717	14.916.415	74.710.395
30.06.2000	301.112.128	133.841.298	53.387.771	37.335.489	112.880.888
31.12.2000	325.281.880	148.920.298	54.599.629	36.371.055	117.361.516
30.06.2001	522.335.924	252.389.484	86.134.902	58.067.355	183.658.650
31.12.2001	573.903.074	268.351.106	76.217.443	53.273.367	218.349.800
30.06.2002	623.577.518	401.734.860	171.555.908	129.969.367	47.353.760
31.12.2002	714.787.360	439.757.603	147.655.158	111.374.549	105.811.223
31.03.2003	733.430.937	482.284.450	245.276.100	149.976.602	16.461.123

Kaynak: TSPAKB

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere aracı kurumların öz sermaye toplamalarında SPK düzenlemelerine bağlı sürekli olarak bir artış gözlenmektedir. En belirgin artış ise 2000 ve 2001 yıllarında yaşanmıştır. 31.12.1999 tarihinde 187 trilyon TL. olan sektörün öz sermayesi %73 oranında artarak 2000 yılı sonunda 325 trilyon TL.'ye, 2001 yılı sonunda ise 2000 yılına göre %76 artarak 573 trilyon TL.'ye ulaşmıştır. Aynı dönemlerde yıllık enflasyon oranları sırasıyla %39 ve %68,5'tir.

Sektörün sermaye kalemi ise yine düzenli olarak artmış, öz sermayede olduğu gibi en belirgin artış kriz sonrasında 30.06.2001 döneminde gerçekleşmiştir. Kriz sonrasında gerçekleştirilen bu artış iki kaynaktan karşılanabilmekte olup, bunlar dışardan nakit sermaye getirmek ya da iç kaynakları sermayeye ilave etmek şeklinde olmaktadır. Her ne şekilde olursun

kriz döneminde aracı kurumlar güçlü mali bünyeye sahip olmayı hedeflemişlerdir. Takip eden dönemde de dönem karlarını sermayeye eklemek ya da yedek olarak bırakmak suretiyle sermayelerini güçlendirmişlerdir.

Dönem karı 2000 yılının ilk 6 ayında 112 trilyon TL. olarak gerçekleştirmiş, yıl sonunda ise 117 trilyon TL. seviyesinde kalmıştır. Bu aracı kurumların Kasım 2000 krizine hazırlıksız yakalandıklarının bir göstergesi olarak algılanabilir. Ancak, bu dönemde gereken tedbirleri alan aracı kurumlar Şubat 2001 krizinden karlı çıkmayı başarmışlar, 30.06.2001 dönemini 183 trilyon TL., 31.12.2001 dönemini ise 213 trilyon TL. karla kapamayı başarmışlardır. 2002 yılında kar rakamı 1999 ve 2000 yıllarının nominal olarak dahi gerisinde kalmış, 2003 yılının ilk 3 aylık döneminde 1999 yılının ilk 3 aylık döneminden 4 trilyon TL. fazla kar elde edilebilmiştir. Arada 4 yıl olduğu dikkate alındığında aracılık sektörünün 2003 yılı itibarıyla içinde bulunduğu durumun pek iç açıcı olmadığı, sektörün bu şekilde faaliyetini uzun süre sürdürmesinin mümkün olmadığı düşünülmektedir. Yıl sonu itibarıyla karlılık rakamları karşılaştırıldığında, bir önceki yıla göre 2000 yılındaki artış %58, 2001 yılındaki artış %86 olarak gerçekleşirken, 2002 yılında karlılık bir önceki yıla göre %52 oranında düşüş göstermiştir.

TABLO 11 Öz Sermaye ve Dönem Karı Kalemlerinin Gelişimi (Toplam Aktife Oranı)					
Dönem	Özsermaye	Sermaye	Yedekler	Olağanüstü Yedekler	Dönem Karı
30.06.1999	0,460376	0,304151	0,085222	0,060794	0,092330
31.12.1999	0,413106	0,209554	0,045510	0,032796	0,164263
30.06.2000	0,448657	0,199423	0,079548	0,055630	0,168192
31.12.2000	0,486152	0,222570	0,081602	0,054359	0,175403
30.06.2001	0,595296	0,287644	0,098166	0,066178	0,209312
31.12.2001	0,604132	0,282486	0,080232	0,056079	0,229851
30.06.2002	0,677065	0,436194	0,186271	0,141117	0,051416
31.12.2002	0,717174	0,441226	0,148148	0,111746	0,106164
31.03.2003	0,74636	0,49078	0,24960	0,15262	0,016750

Kaynak: TSPAKB

Öz sermaye ve karlılık rakamlarının aktif toplamına oranları ise sektörün kriz sonrası tercihinin göstergesi olması bakımından önem taşımaktadır. Kriz öncesinde %46 seviyesinde olan öz sermayenin aktif toplama oranı, sürekli artış göstererek 2003 yılının ilk 3 ayında %75 olarak gerçekleşmiştir. Bu aracılık sektörünün gerçekleştirdiği faaliyetleri kendi kaynakları ile finanse etmeyi tercih ettiği ya da yabancı kaynak bulmakta zorlandığı anlamına gelmektedir. Bu tür bir sermaye yapısı sektörün karşı karşıya olduğu riski azaltırken, öz sermaye üzerinden elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi problemini ortaya çıkarmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu aracı kurumların sahip olmaları gereken öz sermaye tutarlarını her yıl ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmamak şartıyla belirleme yetkisine sahipken, 2003 yılında Seri V, No: 34 sayılı Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin

Esaslar Tebliği'nin konuya ilişkin 7'nci maddesinde değişiklik yaparak %80 olarak belirlenen oranı %20 ye düşürmüştür. Ancak sektörün mevcut sermaye yapısı ile öz sermaye ağırlıklı olarak çalıştığı ve kar etse dahi reel olarak sürekli sermaye kaybına uğradığını söylemek hatalı olmayacaktır.

4.1.2. Gelir Tablosu Analizi

Aracı kurumların gelirleri ve giderleri diğer finansal kuruluşlarda olduğu gibi ekonomik istikrar, geleceğe ilişkin beklentiler, makro ekonomik veriler ve diğer iktisadi gelişmelerden etkilenmektedir. Bunlardan etkilenme derecesi ise sermayenin yapısı, borçlanma stratejisi, gelir çeşitlenmesinin başarılıp başarısız olduğu gibi nedenlere bağlı olarak farklılaşmaktadır. Gelirlerinin büyük kısmını faizden elde eden kurumlar ekonomik istikrara bağlı olarak reel faizlerin düşmesinden, aracılık geliri elde eden kurumlar ekonomik aktivitelerdeki yavaşlamadan olumsuz etkilenirler. Sonuçta, ya gider kısıtlaması yapılır ya da daha önce elde edilen gelirler bu dönemlerin herhangi bir krize maruz kalınmadan atlatılmasında kullanılır. Aracılık sektörünün faaliyet alanı oldukça geniş olmakla birlikte, ülkemizde temel olarak ikincil piyasa işlemlerinde yoğunlaşmış bulunmaktadır. Hisse senedi işlemleri ile kamu borçlanma araçlarının ikincil piyasada alım satımı aracı kurumların temel faaliyet alanıdır. Bunun dışında öz sermayenin kredi verilmesi suretiyle gelir elde edilmektedir. Halka arz işlemleri, portföy yöneticiliği, finansal danışmanlık, şirket birleşmeleri gibi faaliyetler sonucunda elde edilebilecek gelirler ise, ülkemizin içinde bulunduğu iktisadi durum nedeniyle aracılık sektörünün önemli gelir kalemleri arasında yer alamamaktadır.

4.1.2.1. Gelir ve Gider Kalemleri

Aracı kurumları esas faaliyet gelirleri ile diğer faaliyetlerden elde edilen gelirlerine, faaliyet giderleri ile net dönem karlarına ilişkin veriler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

TABLO 12 Aracı Kurumları Esas Faaliyet Gelir ve Gider Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)				
Dönem	Komisyon Gelirleri	Diğer Esas Faaliyet Gelirleri	Faaliyet Giderleri	Esas Faaliyet Karı
30.06.1999	45.820.450	17.677.327	-58.315.286	5.182.491
31.12.1999	136.132.913	58.746.177	-157.000.087	37.879.003
30.06.2000	212.750.627	50.602.094	-162.492.414	100.860.307
31.12.2000	376.516.277	86.956.761	-368.833.491	94.639.547
30.06.2001	179.727.993	124.441.153	-201.344.401	102.824.745
31.12.2001	340.915.902	204.536.797	-452.559.378	92.893.321
30.06.2002	147.160.966	65.345.260	-225.517.023	-13.010.797
31.12.2002	377.150.175	81.666.141	-458.491.134	325.182
31.03.2003	81.005.298	10.905.841	-106.731.299	-14.820.160

Kaynak: TSPAKB

Aracı kurumların esas faaliyet gelir ve giderleri incelendiğinde esas faaliyet gelirlerinin %70-%80 oranında komisyon gelirlerinden oluştuğu, komisyon gelirleri dışındaki esas faaliyet gelir kalemlerinde ise kriz döneminde artış meydana geldiği tespit edilmiştir. Söz konusu komisyon dışı gelir artışının kriz döneminde yüksek likiditeye sahip olunmasına bağlı olarak elde edilen devlet tahvillerinin satışından ve faiz gelirlerinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Aracı kurumların faaliyet giderleri 2000 yılında %134 oranında artış gösterirken, kriz sonrası 2001 ve 2002 yıllarında bu artış oranı sırasıyla %22 ve %1'e düşmüştür. 2003 yılının ilk 3 aylık verileri 2002 yılı ile oransal olarak karşılaştırıldığında ise faaliyet giderlerinde %8-9'luk bir gerileme olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu rakamlar aracı kurumların kriz sonrası dönemde gelirlerinde yaşanan azalmaları karşılamak için giderlerini kısmayı benimsediklerini göstermektedir. Diğer taraftan yukarıda açıklanan rakamların nominal olduğu ve 2001 ve 2002 yılında gerçekleşen enflasyon rakamlarının sırasıyla %68,5 ve %29,7 olduğu da rakamların yorumlanmasında dikkate alınmalıdır.

Diğer taraftan aracı kurumların esas faaliyet karı incelendiğinde istikrar programına bağlı olarak 2000 yılının, yüksek likiditeye sahip olmaları nedeniyle 2001 yılının ilk 6 ayının karla kapandığı, ancak kriz sonrası 2002 yılının sadece 325 milyar TL. karla, 2003 yılının ilk 3 aylık döneminin ise 15 trilyon TL. esas faaliyet zararı kapatıldığı görülmektedir. Uzun süreli krizlerin ekonomik aktiviteleri azaltması, bekleyişleri olumsuz etkilemesi ve istikrarsızlığa neden olmasına bağlı olarak aracı kurumların esas faaliyet gelirleri azalmakta, faaliyet giderlerini dahi karşılamakta yetersiz kalmaktadır.

TABLO 13 Aracı Kurumların Esas Faaliyet Dışı Gelir ve Gider Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)				
Dönem	Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar	Finansman Giderleri	Net Dönem Karı
30.06.1999	59.888.675	-7.113.087	-18.704.555	24.222.117
31.12.1999	156.149.616	-22.067.193	-54.495.554	74.710.395
30.06.2000	129.268.158	-34.557.879	-31.858.488	112.880.889
31.12.2000	216.384.751	-56.845.272	-59.710.932	117.361.515
30.06.2001	298.252.120	-32.057.346	-109.656.030	183.658.650
31.12.2001	431.711.460	-76.839.146	-129.472.034	218.349.801
30.06.2002	149.125.916	-60.301.645	-13.956.382	47.353.760
31.12.2002	277.392.705	-102.807.990	-26.202.030	105.811.223
31.03.2003	80.982.332	-36.459.7770	-4.532.7200	16.461.123

Kaynak: TSPAKB

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere aracı kurumların esas faaliyet dışındaki gelirleri dönemsel olarak farklılık göstermektedir. Kriz döneminde esas faaliyet dışı gelirler yüksekken, olağan dönemlerde esas faaliyet gelirleri daha yüksek seyretmektedir. Kriz döneminin ilk aylarında likit yapılarına bağlı olarak faiz ve dövizde oluşan sert yükseliş ve azalışlardan faydalanan aracı kurumların esas faaliyet dışı gelirleri en yüksek seviyeye çıkmış, ancak krizin uzun sürmesine bağlı olarak esas faaliyet dışındaki gelirlerinde azalma yaşanmıştır.

Net dönem karı incelendiğinde, aracı kurumlar kriz dönemini yukarıda açıklanan nedenlere bağlı olarak mevcut dönemler içerisinde en yüksek karla kapatmışlar, krizin ekonomik aktivitelerde azalma ve bekleyişlerde olumsuzluğa neden olmasına, piyasada ani yükseliş ve düşüşlerin yaşanmamasına bağlı

olarak 2002 yılı sonunda kar rakamında azalma meydana gelmiş, söz konusu durum 2003 yılında da sürmüştü ve tüm sektörün net dönem karı ilk 3 aylık dönem için 16 trilyon TL.'de kalmıştır.

4.1.2.2. Genel Değerlendirme

Aracılık sektörü güçlü sermaye yapısına ve yüksek likidite oranlarına bağlı olarak kriz döneminde yaşanan sert yükseliş ve çöküşlerden yararlanmış, kriz sürecini şaşıracak ölçüde karlı kapatmayı başarmıştır. Krizin uzun sürerek ekonomik aktiviteleri etkilemesi, bekleyişlerin olumsuzla dönmesi ve piyasanın bir kısır döngü içine girmesi sonucunda hareketsizleşmesine bağlı olarak kriz sonrası dönemde aracı kurumların gelir ve kar rakamlarında nominal olarak dahi gerileme yaşanmıştır. Bu gerileme faaliyet giderlerinin kısıtlanması ile karşılanmaya çalışılmış, giderler kalemi nominal olarak kriz öncesi dönemin altında kalmıştır.

Aracılık sektörünün gelirlerinin ikincil piyasa işlemleri ile faiz gelirlerinden oluşması ve sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olmasına bağlı olarak gelir çeşitlenmesinin başılamaması nedeniyle piyasada uzun süreli hareketsizlik dönemlerinde aracı kurumlar likidite krizine sürüklenmektedirler.

Diğer taraftan, aracı kurumlara ilişkin gelir tabloları incelendiğinde gelir ve gider kalemlerinin yeterince ayrıntılandırılmadığı sonucuna ulaşmak mümkün olacaktır. Örneğin gelir kalemleri arasında önemli bir yere sahip olan "Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar" rakamının içeriği bilinmemektedir. Ayrıca satışlar kalemi arasında yer alan aracılık komisyonları aslında bir satış işlemi olmayıp, satıştan elde edilen kar rakamıdır. Dolayısıyla satışlar kısmında yer almasının uygun olmadığı düşünülmektedir. Diğer taraftan halihazırda gelir tablosunda yer almayan "Aracılık Yükleniminden Elde Edilen Gelirler", "Danışmanlık Gelirleri" gibi aracılık sektörüne özgü gelir kalemlerinin esas faaliyet gelirleri arasında gelir

tablosunda yer alması gerçekleştirilen faaliyetlerden elde edilen gelirlerin sınıflandırılmasında kullanıcılara faydalı olacaktır.

4.1.3. Sermaye Yeterliliği Tabloları Analizi

Ülkemizde aracı kurumların risklilikleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri: V, No: 34 sayılı 'Aracı Kuruluşların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği' (Seri: V, No: 34 sayılı Tebliğ) ile ölçülmektedir. Söz konusu Tebliği 1998 yılının Haziran ayında yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Kurul tarafından aracı kurumların mali durumlarının, olası riskleri de dikkate alarak daha etkin bir şekilde izlenebilmesini sağlamak üzere yapılan düzenleme ile, Tebliğ çerçevesinde riskliliklerinin arttığı tespit edilen aracı kurumlardan sermaye ya da sermaye benzeri varlıklar talep edilerek sürekli güçlü bir mali bünyenin sürdürülmesi amaçlanmaktadır.

Seri:V, No:34 sayılı Tebliğ aracı kurumların çıkarılmış veya ödenmiş sermaye tutarlarının mali durumlarını yeterince yansıtmadıkları gerçeğinden hareketle, aktif ve pasifinin nasıl yönetildiğinin tespitini amaçlamaktadır.

Bu bölümde 31.01.1998 tarihinden bu yana Sermaye Piyasası Kurulu'na düzenli olarak gönderilmekte olan sermaye yeterliliği tablolarında yer alan yükümlülükler ile verilerin kriz öncesinde, kriz sürecinde ve kriz sonrasında aldığı değerler incelenecek, sermaye yeterliliği uygulaması sorgulanacak ve sektörün mevcut riskliliği üzerinde durulacaktır. Bu hususlara geçmezden evvel aşağıda sermaye yeterliliği uygulaması ana hatlarıyla açıklanmaktadır.

4.1.3.1. Sermaye Yeterliliği Tebliği

Aracı kurumlara ilişkin sermaye yeterliliği düzenlemeleri varlıkların mevcut piyasa değerlerini dikkate alan, her bir varlık kalemi için risk tutarını belirlemeyi amaçlayan, varlıkların değerlerinin tespiti için farklı değerlendirme

ilkeleri getiren, bu çerçevede gerek bilanço içi, gerek bilanço dışı varlık ve yükümlülüklerinin cari değerleri sonucunda oluşa kardan (varsa) vergi karşılığı ayrılmasını öngören düzenlemelerdir¹³.

Tebliğ ile özel değerlendirme hükümleri getirilmiş olan varlık ve yükümlülükler aşağıdaki gibidir;

- Borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçları ve kıymetli madenler,
- Borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmeyen uluslararası ticarete konu kıymetli madenler,
- Dövizler,
- Borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri,
- Borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören veya aktif bir piyasası olan diğer varlıklar ve yükümlülükler,
- Alacak ve borçlar.

Sermaye yeterliliği uygulamalarında, aracı kurumların bilançolarında görülmeyen, nazım hesaplarında izledikleri repo-ters repo, ödünç menkul kıymet işlemleri gibi faaliyetlerinin değerlendirme günü itibarıyla kar veya zarar durumu da sermaye yeterliliği tablolarına yansıtılmakta olup, böylece bilanço dışı bazı faaliyetlerin de bilançoda kapsanan işlemlerle konsolide bir biçimde görülmesi sağlanmaktadır.

¹³ Aracı kurumların sermaye yeterliliği düzenlemelerine ilişkin olarak ayrıntılı bilgi için “ULUDAĞ TÜRKER, Dilek; Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem: Sermaye Yeterliliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 134, Nisan 2001, Ankara” eserinden faydalanılabilir.

4.1.3.1.1. Sermaye Yeterliliği Tebliği ile Getirilen Yükümlülükler

Sermaye yeterliliği düzenlemeleri ile aracı kurumların sermayelerinin, Tebliğ çerçevesinde belirlenen riskliliklerinin belirli bir seviyede tutulmasını sağlamak amacıyla yükümlülükler getirilmiş, bu yükümlülükler aykırılıklar ise aşılma derecelerine bağlı olarak faaliyetlerinin durdurulması dahil olmak üzere farklı yaptırımlara bağlanmıştır. Tebliğ ile getirilen yükümlülükler ile yükümlülükler uyulmaması durumunda uygulanacak yaptırımlara ilişkin bilgiler aşağıdaki bölümlerde incelenecektir.

4.1.3.1.1.1. Asgari Öz Sermaye Yükümlülüğü

Aracı kurumların öz sermayelerinin Tebliğ’de aracı kurumların sahip oldukları yetki belgeleri için öngörülen ve her yıl yeniden değerlendirme oranının %20’sinden az olmamak üzere artırılan asgari öz sermaye tutarlarından az olmaması gerekmektedir. Aracı kurumların gerçekleştirdikleri faaliyetlere bağlı olarak 2003 yılı için sahip olmaları gereken öz sermaye rakamlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Öz sermaye (TL.)
Alım Satım Aracılığı	600.000.000.000
Halka Arza Aracılık	301.000.000.000
Repo-Ters Repo	301.000.000.000
Portföy Yöneticiliği	240.000.000.000
Yatırım Danışmanlığı	62.000.000.000
TOPLAM	1.504.000.000.000

4.1.3.1.1.2. Sermaye Yeterliliği Tabanı Yükümlülüğü

Tebliğ ile getirilmiş olan değerlendirme hükümleri kullanılarak hesaplanacak özsermayeden likit olmayan ve sermaye çıkışı niteliğindeki varlıkların indirilmesi sonucunda “sermaye yeterliliği tabanı”na ulaşılmaktadır.

Özsermayeden *indirilen kalemler*,

a) Duran varlıklar;

1) Maddi duran varlıklar (net),

2) Maddi olmayan duran varlıklar (net),

3) Borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görenler hariç olmak üzere, değer düşüklüğü karşılığı ve sermaye taahhütleri düşüldükten sonra kalan finansal duran varlıklar,

4) Diğer duran varlıklar,

b) Müşteri sıfatı ile olsa dahi, personelden, ortaklardan, iştiraklerden, bağlı ortaklıklardan ve sermaye, yönetim ve denetim açısından doğrudan veya dolaylı olarak ilişkili bulunulan kişi ve kurumlardan olan teminatsız alacaklar ile bu kişi ve kurumlar tarafından ihraç edilmiş ve borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarıdır.

Bu şekilde bulunan sermaye yeterliliği tabanı tutarının,

- Aracı kurumların sahip oldukları yetki belgelerine karşılık gelen özsermayeleri,
- Risk karşılığı,
- Değerleme gününden önceki son üç ayda oluşan faaliyet giderleri

kalemlerinin herhangi birinden az olmaması gerekmektedir.

Risk karşılığı, aracı kurumun bilançosunun piyasadaki fiyat hareketleri karşısındaki duyarlılığı ile alacaklarının tahsil edilip edilememesi dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Aracı kurumların bilanço ve bilanço dışı varlık ve yükümlülükleri ile ilgili olarak Tebliğ ekinde yer alan oranlarda, kalemlerin Tebliğ uyarınca hesaplanan cari değerleri üzerinden karşılık hesaplanması öngörülmüştür.

Tebliğin ekinde yer alan açıklamalarda yer aldığı üzere, risk karşılığı, aracı kurumun aktifinde yer alan ve bir borsada işlem gören hisse senedi ile ilgili olarak basitçe aşağıdaki şekilde sınıflandırılmıştır. Bir varlık için;

- Fiyatı bir gün içinde ne kadar değişebilir? (pozisyon riski)
- Emanet veya teminat olarak kimde tutuluyor? (karşı taraf riski)
- Hangi para birimi üzerinden düzenlenmiş? (döviz kuru riski)
- Aktifte çok büyük bir yer tutuyor mu? (yoğunlaşma riski)

sorularına verilen cevaplar çerçevesinde risk karşılığı hesaplanır. Buradan da anlaşıldığı üzere risk karşılıkları hesaplamaları mevcut bir durumu değil, ortaya çıkması olası riskleri dikkate almaktadır.

Dolayısıyla aracı kurumların asgari özsermaye yükümlülüğünü sağlamaları özsermayelerinin yeterli olduğu anlamına gelmeyip, sermaye yeterliliği tabanı yükümlülüğünün sağlanabilmesini teminen özsermayenin taban hesaplamasında indirim kalemi yapılacak tutarları, risk karşılıkları ve son üç aylık faaliyet giderlerini de karşılayabilecek büyüklükte olması gerekmektedir.

4.1.3.1.1.3. Genel Borçlanma Sınırı

Aracı kurumların sermaye yeterliliği tabanlarının 15 katından daha yüksek bir oranda kısa ve uzun vadeli borçlanamayacaklarına ilişkin yükümlülüktür.

4.1.3.1.1.4. Likidite Yükümlülüğü

Likidite yükümlülüğü, aracı kurumların Seri:V, No:34 Tebliğinde getirilen değerlendirme hükümleri çerçevesinde değerlendirme günü itibariyle hazırlanmış bilançolarında yer alan dönen varlıkları ile kısa vadeli borçları arasındaki oranı ifade eder. Bu oranın (dönen varlıklar/kısa vadeli borçlar) en az 1 olması gerekmektedir.

Likidite yükümlülüğü hesaplanırken kısa vadeli dönen varlıklara, sermaye yeterliliği tabanı hesaplanmasında indirilen kalemler ile pozisyon veya karşı taraf

riski %100 olarak belirlenen kalemler (borsalarda işlem görmeyen özel sektör sermaye piyasası araçları gibi) dahil edilmez. Ayrıca kısa vadeli ticari alacaklardan teminatsız olanlar (Seri:V, No:34 Tebliği uyarınca hesaplanan şekliyle teminat açığı) düşülerek net tutar dikkate alınır.

Teminat açığı, alacakların teminatı olan ve Tebliğ uyarınca teminat sayılan varlıkların pozisyon riski oranı kadar azaltılmış değerleri ile alacak tutarının karşılaştırılması sonucunda bulunmaktadır.

Seri:V, No:34 Tebliği ile getirilen temel düzenleme ve yükümlülükler yukarıdaki gibi olup, Kurul'un muhasebe standartlarından farklı değerlendirme ilkeleri ve hesaplama biçimleri öngörüldüğünden uygulamada farklı durumlar ortaya çıkmaktadır. Bu durumlardan bazıları aşağıda açıklanmaktadır.

Aktif ve pasif yapısı benzer nitelikte olan aracı kurumların aktif toplamaları ve özsermaye tutarları genel muhasebe hükümleri uyarınca hazırlanacak mali tablolardaki aktif toplamı ve özsermaye tutarlarından, farklı değerlendirme hükümleri öngörülmesi nedeniyle farklı olabilecektir.

Seri:V, No:34 Tebliği uyarınca hesaplanan özsermayeleri aynı olan 2 aracı kurumun birinin aktifinde gayrimenkul, diğerinde ise hisse senedi olması durumunda, gayrimenkul sermaye yeterliliği tabanı hesaplamasında özsermayeden indirim kalemi yapılacak, ancak hisse senetleri daha hareketli bir değer olmasına rağmen borsada işlem görüyorsa indirim kalemi yapılmayacaktır. Böylece aracı kurum müşterisi için daha sağlam bir değer olmasına rağmen gayrimenkulü olan aracı kurumun sermaye yeterliliği tabanı daha düşük çıkacaktır.

Başka bir durum da teminatsız alacakların durumudur. Aracı kurumun aktifinde bulunan bir alacağı, tahsil edilemez hale geldiğinin tespitine kadar aracı kurumun bir varlığı olarak kabul edilir. Oysa Seri:V, No:34 Tebliği ile sınırlı bazı varlıklar teminat kabul edilmekte ve bunlar dışındaki varlıklarla teminatlandırılmış

alacaklar teminatsız sayılmaktadır. Ayrıca teminatların değerinin de %100'ü değil, pozisyon riski oranı kadar azaltılmış tutarları dikkate alınmaktadır.

4.1.3.2. Sermaye Yeterliliği Tabloları Analizi

Tezin 4.1.1. numaralı "Bilanço Analizi" başlıklı bölümünde yıllık ve ara mali tablolar dikkate alınarak Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin aracılık sektörü üzerindeki etkisi incelenmeye çalışılmıştır. Söz konusu incelemeler 6 aylık periyotlara dayanmasına bağlı olarak kısa dönemli hareketleri göstermemekte, ancak kriz sonrasında aracı kurumların aldıkları önlemler ile verdikleri tepkileri göstermesi bakımından önem taşımaktadır.

4.1.3.2.1. Sermaye Yeterliliği Risk Karşılığı Hesaplama Tablosu Verileri

Sermaye yeterliliği tabloları aylık olarak Kurul'a gönderilmesi nedeniyle, kriz sürecinde aracı kurumların kısa süreli hareketlerinin tespiti ile krize karşı aldıkları önlemlerin tespitinde daha güçlü bir veri seti sunmaktadır. Bu çerçevede, Haziran 2000 ve Ağustos 2001 tarihleri arasındaki 15 dönemde aracı kurumların aktif ve pasif kalemlerinin (toplulaştırılmış veriler) değişimine ilişkin bilgiler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

TABLO 14 Kriz Sürecinde Aktif Kalemlerin Gelişimi (Milyon TL.)							
	Hazır Değerler	Yabancı Para	Hisse Senetleri	Kamu Borç- Araçları	Ters Repo Konusu Ser. Piy. Araç.	Krediler	Maddi Duran Varlıklar
31.07.2000	54.238.055	6.870.644	40.247.447	112.436.015	39.087.813	141.386.092	25.922.139
31.08.2000	52.015.182	4.277.868	39.538.784	118.949.232	41.017.178	147.825.755	27.497.543
30.09.2000	87.011.509	2.448.960	45.594.669	141.288.084	48.049.966	135.743.988	31.627.350
31. 0.2000	47.452.472	7.723.233	50.173.982	126.319.424	32.204.074	168.839.576	33.037.962
15.11.2000	43.775.252	3.230.292	51.556.122	127.137.961	35.131.209	144.452.921	33.625.232
30.11.2000	65.056.079	25.488.680	32.861.032	127.736.509	49.569.330	109.020.775	35.219.647
31.12.2000	66.925.141	4.054.356	27.886.488	116.717.386	72.502.241	82.081.623	33.845.352
31.01.2001	83.646.384	21.939.839	30.330.916	126.823.324	62.883.588	85.843.068	39.189.751
15.02.2001	55.199.759	2.011.627	26.572.110	137.266.289	70.078.725	69.840.857	39.986.874
23.02.2001	122.638.632	41.846.106	22.567.141	127.344.334	156.990.418	65.758.816	42.679.725
28.02.2003	106.117.164	45.482.404	25.689.522	148.190.961	191.792.932	48.342.902	41.259.600
31.03.2001	114.112.144	53.429.437	22.136.737	146.363.629	123.344.467	60.313.728	42.043.415
30.04.2001	127.592.348	56.919.078	31.825.413	146.678.622	84.385.243	89.818.649	44.136.314
31.05.2001	101.705.719	41.904.093	32.851.810	151.408.657	109.469.432	94.516.325	43.875.257
30.06.2001	113.333.598	65.085.539	29.093.313	153.463.535	125.779.338	93.428.821	46.026.920

Kaynak:SPK

Yukarıdaki tablodan görüldüğü üzere 2000 yılında yaşanan Kasım krizinin aracı kurumların sermaye dağılımına etkileri oldukça kısıtlı olmuştur. Hazır değerler kaleminde kriz sonrası dönemde %50 oranında artış olurken, yabancı para hazır değerlerde 22 trilyon TL. artış olmuştur (%700). Riskli olarak görünen hisse senetlerinde %35 oranında azalma yaşanırken, sahip olunan kamu borçlanma araçlarında herhangi bir değişiklik yaşanmamış, bu dönemde aracı kurumlar nakitlerini ters repo yaparak değerlendirmişlerdir. Ters repo yapılan nakit tutarı incelenen dönemde 23 trilyon TL. (%45) artış göstermiştir. Müşterilere kullandırılan krediler de ise 35 trilyon TL. tutarında (%25) azalma meydana gelmiş, muhtemel olarak riskli müşterilerden kredi tahsilatına gidilirken, kullandırılan kredilerde de risk beklentisi nedeniyle kısıntıya gidilmiştir.

Şubat ayında yaşanan krizin aracı kurumların sermayelerinin dağılımına etkisi ise daha belirgin olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde hemen kriz sonrasındaki döneme ilişkin olarak ve Şubat sonu itibarıyla elimizde veri seti mevcuttur.

23 Şubat 2001 tarihli veriler incelendiğinde kriz sonrasında hazır değerlerde %100'den fazla artış olduğu, dolayısıyla aracı kurumların likit kalarak piyasa şartlarına göre kendilerini ayarlamak istedikleri, ayrıca nakit olarak diğer kurumlarda değerlendirilen para tutarının %100 oranında artarak 70 trilyon TL.'den 156 trilyon TL.'ye yükseldiği tespit edilmiştir. Şubat ayı sonunda bu tutar artmaya devam ederek 191 trilyon TL.'ye kadar yükselmiştir. Diğer taraftan Kasım krizinde düşüş gösteren krediler hesabında herhangi bir değişme meydana gelmemiştir. Bu aracı kurumların verebilecekleri asgari kredi miktarını kullandıkları sonucunu doğurmaktadır. Yüksek faiz hadlerinin yaşandığı Şubat döneminde naktin çok daha yüksek getiriyle değerlendirilmesi mümkündür. Tablodan da görüleceği üzere krizler aracı kurumlarda yüksek likiditeyle çalışma güdüsü oluşturmuş, bu durum aracı kurumlara krizi karla kapatma imkanına kavuşturmuştur.

TABLO 15 Kriz Sürecinde Aktif Kalemlerin Gelişimi (Aktif Toplama Oranı)							
	Hazır Değerler	Yabancı Para	Hisse Senetleri	Kamu Borç. Araçları	Ters Repo Konusu Ser. Piy. Araç.	Krediler	Maddi Duran Varlıklar
31.07.2000	0,097	0,012	0,072	0,202	0,070	0,254	0,047
31.08.2000	0,088	0,007	0,067	0,202	0,070	0,251	0,047
30.09.2000	0,133	0,004	0,069	0,215	0,073	0,207	0,048
31. 0.2000	0,068	0,011	0,071	0,180	0,046	0,241	0,047
15.11.2000	0,062	0,005	0,073	0,181	0,050	0,206	0,048
30.11.2000	0,099	0,039	0,050	0,195	0,075	0,166	0,054
31.12.2000	0,103	0,006	0,043	0,179	0,111	0,126	0,052
31.01.2001	0,126	0,033	0,046	0,191	0,095	0,129	0,059
15.02.2001	0,082	0,003	0,040	0,205	0,105	0,104	0,060
23.02.2001	0,143	0,049	0,026	0,148	0,183	0,077	0,050
28.02.2003	0,120	0,052	0,029	0,168	0,217	0,055	0,047
31.03.2001	0,129	0,061	0,025	0,166	0,140	0,068	0,048
30.04.2001	0,146	0,065	0,036	0,168	0,097	0,103	0,051
31.05.2001	0,112	0,046	0,036	0,167	0,121	0,104	0,048
30.06.2001	0,126	0,072	0,032	0,170	0,140	0,104	0,051

Kaynak: SPK

Yukarıdaki tablolarda 12 aylık periyottaki veriler çerçevesinde krizlerin aracı kurumların aktif kalemlerine etkileri incelenmeye çalışılmıştır. Aktif yapı üzerindeki etkilerine paralel olarak krizler aracı kurumların pasif yapılarında da kısa süreli ve uzun süreli etkiler bırakmıştır. Aşağıdaki tabloda kriz döneminde pasif kalemlerdeki değişimlere ilişkin veriler verilmiştir.

TABLO 16 Kriz Sürecinde Pasif Kalemlerin Gelişimi (Milyon TL.)					
	Kısa Vadeli Borçlar	Uzun Vadeli Borçlar	Oağansüstü Yed.+Diğer Yedekler	Sermaye	Dönem Karı
31.07.2000	224.744.502	113.598.120	36.259.258	142.544.798	129.095.343
31.08.2000	235.091.649	115.479.250	40.085.415	149.994.798	141.147.689
30.09.2000	279.031.692	103.867.120	39.659.932	152.428.798	144.618.588
31.10.2000	254.597.726	113.520.294	38.582.180	149.908.798	162.020.765
15.11.2000	252.633.567	100.556.834	38.643.618	151.266.798	164.970.561
30.11.2000	218.924.321	71.702.460	44.978.225	153.134.298	140.171.098
31.12.2000	224.090.530	54.485.926	43.203.934	152.119.766	134.917.668
31.01.2001	207.327.969	60.881.337	144.206.826	156.585.611	55.226.099
15.02.2001	216.127.120	67.474.299	145.400.520	156.420.611	54.087.747
23.02.2001	304.703.404	91.621.098	149.541.142	160.670.611	109.826.626
28.02.2003	309.323.065	82.800.050	145.017.689	159.590.611	134.186.397
31.03.2001	293.064.559	80.053.840	99.441.499	193.810.611	148.936.146
30.04.2001	284.739.374	85.822.654	89.278.601	188.294.620	166.061.093
31.05.2001	290.924.183	69.278.617	71.371.875	216.644.358	186.533.358
30.06.2001	329.782.230	73.451.626	61.277.837	255.863.484	203.225.461

Kaynak: SPK

Yukarıdaki tablo incelendiğinde Kasım 2000 krizinde kısa ve uzun vadeli borçlarda artan riskliliğe bağlı olarak azalma görülmektedir. Ancak 2001 Şubat krizi döneminde bunun tam tersi bir durum yaşanmış 15 Şubat 2001 tarihinde 216 trilyon TL. olan kısa vadeli borçlar, 23 Şubat 2001'de 305 trilyon TL.'ye, 67 trilyon TL. olan uzun vadeli borçlar ise 92 trilyon TL.'ye yükselmiştir. Dolayısıyla 15 Şubat 2001 ve 23 Şubat 2001 tarihleri arasındaki dönemde aracılık sektörünün borç toplamı 114 trilyon TL. (%40) artış göstermiştir. Likiditeleri yüksek olan aracı kurumların borçlanmalarının nedeni incelendiğinde şu sonuçlara ulaşılması mümkündür.

- Borçlar dövizle endeksli olduğundan kurlardaki artış borç miktarının TL. karşılığını artırmıştır.
- Hisse senedi yatırımı yapmaktan kaçınan müşterilere ait nakitler aracı kurum bünyesinde bırakılmıştır.
- Aracı kurumlar yüksek getiri sağlamak amacıyla ucuz kredi temini yolunu seçmişlerdir.

Borç tutarındaki artışın temel nedeninin yukarıda sayılanlardan ilki olduğu, ikinci nedenin de borç tutarının yükselmesinde etkili olduğu düşünülmektedir.

Tabloda olağanüstü yedekler ile diğer yedekler kalemlerine yer verilmiştir. Bunun nedeni söz konusu kalemlerin kriz sonrası gelişiminin dikkat çekici olmasıdır. Şubat 2001 tarihi itibarıyla 145 trilyon TL. olan toplam tutar, Haziran 2001 sonu itibarıyla 61 trilyon TL.'ye düşmüş olup, söz konusu tutar aracı kurumlar tarafından sermayelerine ilave edilmiştir.

Dönem karı rakamı incelendiğinde 31.12.2000 tarihi itibarıyla ulaşılan kar rakamına Şubat 2001 sonu itibarıyla ulaşıldığı görülmektedir. Şubat 2001'den sonra da kar rakamındaki artış devam etmiş, Haziran sonu itibarıyla 203 trilyon TL.'ye yükselmiştir.

4.1.3.2.2. Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine İlişkin Veriler

Sermaye yeterliliği tebliği ile sermaye yeterliliği tabanı, asgari öz sermaye, ödenmiş sermaye ve likidite yükümlülüğü ile genel borçlanma sınırı yükümlülüğü getirilmiştir. Söz konusu yükümlülüklerin kriz dönemindeki gelişimine ilişkin veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

TABLO 17 Kriz Sürecinde Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerinin Gelişimi (Milyon TL.)				
	Risk Karşılığı	3 Aylık Faaliyet Gid.	Serm. Yet. Taban Fazlası	Ödenmiş Serm. Fazlası
31.07.2000	43.819.984	85.709.927	160.028.094	120.814.141
31.08.2000	43.753.778	94.125.032	171.173.195	128.410.152
30.09.2000	42.017.954	90.393.548	178.885.963	130.555.397
31. 0.2000	47.406.881	92.282.652	179.208.984	129.822.505
15.11.2000	47.734.960	94.482.710	181.828.778	130.388.221
30.11.2000	39.079.505	97.328.716	163.243.816	132.007.513
31.12.2000	34.131.114	110.854.537	147.579.440	132.000.133
31.01.2001	38.976.883	106.816.906	171.211.872	133.631.654
15.02.2001	38.356.277	104.114.858	171.538.883	134.114.861
23.02.2001	47.591.616	110.479.016	218.083.209	138.033.861
28.02.2003	42.929.167	111.585.923	242.131.791	137.925.061
31.03.2001	41.050.684	91.884.255	273.662.048	172.504.316
30.04.2001	38.939.029	90.823.430	272.500.603	166.953.285
31.05.2001	37.615.322	92.351.627	289.886.417	191.912.313
30.06.2001	38.256.622	103.427.674	308.133.974	226.632.896

Kaynak: TSPAKB

Yukarıda yer alan tablodan da görüleceği üzere aracılık sektörü bir bütün olarak gerek kriz döneminde gerekse krizden sonraki dönemde sermaye yeterliliği yükümlülüklerini yerine getirmiştir. Ancak risk karşılıkları toplamının kriz döneminde pek artış göstermemiş olması, sermaye yeterliliği tablolarında risk ölçümünün yeterli ölçüde olmadığını göstermektedir. Diğer taraftan kriz döneminde aracı kurumlar faaliyet giderlerinde kısıntıya gitmişler, artan karlılıklarına bağlı olarak da sermaye yeterliliği taban fazlaları artmıştır.

4.1.3.2.3. Öz Sermayesi En Düşük 20 Aracı Kurumun Kriz Dönemindeki Sermaye Yeterliliği Verileri

Sermaye yeterliliği verilerine ve yükümlülüklerine ilişkin olarak tezin 5.1.3.2.1. ve 5.1.3.2.2 numaralı bölümlerinde sektör bir bütün olarak incelenmiş, aracı kurum bazında ayrıca değerlendirmeye tabi tutulmamıştır. Sektörün öz sermayesinin %75'inin 25 aracı kurum tarafından oluşturulduğu dikkate alındığında, sektörde öz sermayenin eşit bir dağılıma sahip olmadığı sonucuna rahatlıkla ulaşılabilir. Dolayısıyla yaptığımız analiz sonucu elde ettiğimiz sonuçlar büyük ölçüde mali açıdan güçlü durumda olan aracı kurumların kriz süreci ve sonrasındaki durumu irdelemektedir. Bu çerçevede söz konusu dönemde sermaye yeterliliği yükümlülüklerini sağlayamayan ya da alt sınırlarda yerine getiren aracı kurumlara ilişkin olarak ayrıntılı bir inceleme yapmak gerekmektedir.

23.02.2001 tarihi itibarıyla öz sermayesi en düşük 20 aracı kurumun kriz dönemindeki sermaye yeterliliği yükümlülükleri ile bilanço kalemlerindeki gelişmelere ilişkin veriler bir bütün olarak aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

TABLO 18 Kriz Sürecinde Aktif Kalemlerin Gelişimi (Milyon TL.)							
	Hazır Değerler	Yabancı Para	Hisse Senetleri	Kamu Borç. Araçları	Ters Repo Konusu Ser. Piy. Araç.	Krediler	Kısa Vadeli Tic. Alacaklar
31.07.2000	912.923	205.592	2.001.939	2.528.887	598.438	1.654.573	1.991.021
31.08.2000	1.083.206	211.416	1.581.707	2.448.055	81.052	2.510.282	2.306.885
30.09.2000	1.518.898	215.807	1.689.973	2.367.101	78.063	2.261.400	2.374.688
31. 10.2000	1.497.334	223.403	2.095.076	1.849.705	146.991	2.505.132	2.223.799
15.11.2000	1.620.677	223.113	2.111.630	1.750.130	145.006	2.029.238	4.425.780
30.11.2000	1.597.736	224.560	1.460.913	1.734.848	135.515	1.743.333	6.326.749
31.12.2000	1.136.300	134.418	1.087.363	1.746.375	150.814	1.078.142	4.289.069
31.01.2001	4.440.410	7.973	1.313.086	1.877.113	52.930	1.158.369	3.765.171
15.02.2001	5.683.251	3.440	1.136.687	1.947.293	71.084	912.524	4.780.010
23.02.2001	7.021.168	5.380	1.131.651	1.911.050	122.513	1.281.089	6.566.660
28.02.2003	8.851.362	4.616	942.403	2.065.385	93.983	711.605	5.824.844
31.03.2001	5.066.311	189.131	863.836	2.555.560	218.735	936.114	5.574.420
30.04.2001	5.799.070	89.575	1.076.353	2.314.459	103.879	538.863	11.726.492
31.05.2001	5.204.007	250.082	1.538.475	2.341.913	101.333	1.504.138	8.310.822
30.06.2001	5.662.956	388.297	1.074.374	2.592.198	52.014	1.264.258	12.847.095

Kaynak: SPK

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere öz sermayesi düşük aracı kurumlar ile büyük ölçüde sektörü yansıtan öz sermayesi yüksek aracı kurumların kriz karşısında verdikleri tepkiler oldukça farklı gerçekleşmektedir. İncelenen dönemde 20 aracı kurum sektörden farklı olarak ters repo işlemleri gerçekleştirmemiş, nakdini yabancı para olarak değerlendirmemiştir. Ayrıca kullandıkları kredilerde büyük ölçüde düşüşler yaşanmadığı gibi, borç rakamlarında da bir artış gözlenmektedir.

Bu aracı kurumların kriz karşısındaki gösterdikleri tepkilerin farklı nedenlerinin neler olabileceği sorusunun cevapları aşağıda başlıklar halinde sıralanmaktadır.

- Likit olmadıkları için farklı yatırım alanlarına yönelememişlerdir,
- Kullandıkları krediler aracı kurum ortakları ya da bunların yakın çevresine ait olduğundan kriz döneminde bu kredileri geri çağıraramamışlardır,
- Kriz döneminin finansmanında menkul kıymet satmak yerine borçlanmayı tercih etmişlerdir.

Yukarıda aktif kalemler için yapılan çalışmanın pasif kalemler için yapılmış şekli Tablo 20'de verilmektedir. Pasif kalemlerin kriz dönemindeki gelişime ilişkin veriler incelendiğinde;

- Kriz karşısında sektördeki gelişmelerle öz sermayesi düşük aracı kurumların pasif kalemlerindeki gelişmelerin paralellik göstermediği,
- Borç kalemlerinde herhangi bir azalmanın meydana gelmediği,
- Sektörün aksine karlılık rakamlarında düşüşler gözleendiği,
- Kriz sürecinde ve sonrasında sermaye artırımına gitmedikleri, yeni kaynaklar bulmakta zorlandıkları,

- 30.06.2001 tarihi itibarıyla sektörün öz sermaye/aktif toplam oranı %67 iken, söz konusu 20 aracı kurumun bu oranının %37 olarak gerçekleştiği, dolayısıyla bu aracı kurumların finansmanlarını büyük ölçüde yabancı kaynaklarla sağladıkları,

TABLO 19 Kriz Sürecinde Pasif Kalemlerinin Gelişimi (Milyon TL.)					
	Kısa Vadeli Borçlar	Uzun Vadeli Borçlar	Sermaye	Oağansüstü Yed.+Diğer Yedekler	Dönem Karı
31.07.2000	4.080.979	537.077	6.273.200	1.412.182	1.509
31.08.2000	5.135.727	594.825	6.273.200	1.369.611	1.637
30.09.2000	4.871.861	315.330	6.393.200	1.420.760	2.181
31. 0.2000	5.775.846	587.413	6.393.200	1.446.971	1.732
15.11.2000	6.909.826	566.327	6.393.200	1.449.025	2.113
30.11.2000	8.787.698	465.359	6.393.200	1.449.025	1.221
31.12.2000	5.666.225	509.586	6.543.200	1.449.025	650
31.01.2001	10.674.516	578.115	6.543.200	2.087.922	337
15.02.2001	11.330.782	594.401	6.543.200	2.087.023	217
23.02.2001	14.631.664	610.817	6.543.200	2.087.023	381
28.02.2003	15.195.851	582.044	6.543.200	2.096.560	342
31.03.2001	11.340.106	599.868	6.543.200	2.102.025	464
30.04.2001	16.491.587	563.919	6.543.200	2.003.235	1.099
31.05.2001	13.895.071	616.172	7.361.200	2.002.696	1.468
30.06.2001	17.510.098	662.380	7.910.000	2.002.696	1.762

Kaynak: SPK

- Yukarıdaki açıklanan madde nedeniyle kriz döneminde maliyetlerinin ve riskliliklerinin arttığı, farklı yatırım alanları ve plasman imkanlarından mahrum kaldıkları,

sonuçlarına ulaşılmıştır.

Krizin reel sektöre sıçramasına bağlı olarak ekonomik aktivitelerde meydana gelen azalma, bekleyişlerdeki olumsuzluklar ve sermaye piyasalarına olan güvensizlik beraberinde düşük getiri ve artan rekabeti getirmiştir. Yukarıda verileri açıklanan 20 aracı kurumdan 7 tanesi kriz sonrasında el değiştirerek daha güçlü sermaye gruplarına devredilmiş, 1 tanesinin de faaliyetleri sürekli olarak durdurulmuştur.

4.2. Finansal Krizlerin Aracı Kurumların Faaliyet Yapısına Olan Etkileri

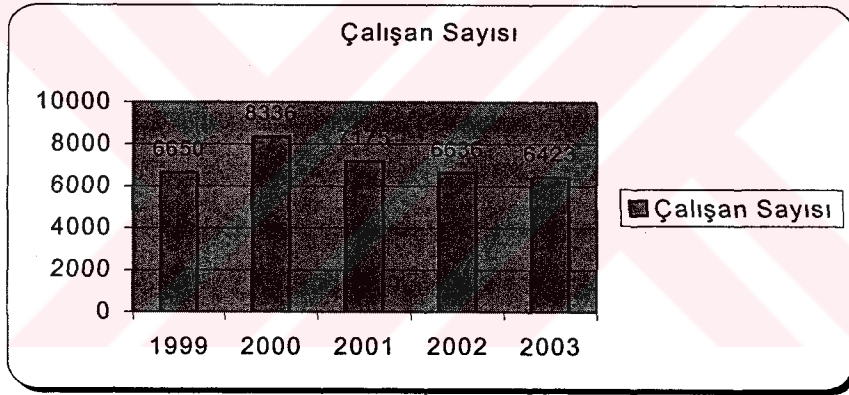
Tezin 4.1. no'lu bölümünde finansal krizlerin aracı kurumların mali yapılarına olan etkileri üzerinde durularak, kriz sürecinde ve sonrasında aracılık sektörünün krizlere tepkileri, krizlere karşı uyguladıkları politikalar, finansman yapıları, kriz sonrası dönemde mali yapılarında krizin etkisine bağlı olarak meydana gelen alışkanlıklar ayrıntılı olarak incelenmiştir. Çalışmanın bu bölümünde ise mali yapıdaki gelişmelerin sonuçlarından birisi olarak düşünebileceğimiz, sektörün faaliyet yapısında ve şartlarında meydana gelen değişimler üzerinde durularak, sektördeki daralma ya da genişlemenin, mali yapı dışında sektörün krizlere karşı göstermiş olduğu tepkilerin ve gelişimin üzerinde durulacaktır.

4.2.1. Personel Analizi

Aracı kurumların personel yapıları ve sayılarının gerçekleştirdikleri işlemler ve elde ettikleri gelir ile doğru orantılı olduğu, bu açıdan finansal

krizlerin aracı kurumların personel sayısını düşüreceği, personele ödenen ücretlerde kısıntılara neden olacağı aşikardır.

Ekonomik istikrar programı ile sermaye piyasalarında yaşanan genişleme sonucunda aracılık sektöründe çalışanların sayısında görülen artış, 2000 Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarında yaşanan krizler ile yerini personel azaltılmasına bırakmıştır. Aracılık sektöründeki personel sayısının gelişimi gösteren tablo aşağıda verilmektedir. Ekonomik istikrar programının olumlu sonuçlarının elde edildiği 1999-2000 döneminde 1686 yeni istihdam sağlayan sektörün 2000



yılında 8336 olan personel sayısı, 2003 yılının ilk çeyreğinde 1913 kişi azalarak 6423'e düşmüştür.

TSPAKB tarafından 2002 yılında yapılan çalışmada (TSPAKB; e-birlik3 :9) bölümler itibarıyla bakıldığında krizden en fazla araştırma ve kurumsal finansman bölümlerinin olumsuz etkilendiği, yurtdışı satış bölümündeki personel sayısında kriz sonrasında görülen artışın aracı kurumların daralan piyasa koşulları içinde yurtdışı müşterilere yöneldiklerini gösterdiği, aktif büyüklüğü 5 milyon Amerikan Doları'nın üzerinde olan 26 aracı kurumun sektörün yarısını istihdam ettiği ifade edilmiştir.

Yine TSPAKB tarafından Temmuz 2003'de yapılan bir çalışmada (TSPAKB; e-birlik 11: 10) sektörde daralmanın genç çalışanları etkilediğinin gözlemlendiği, sektöre yeni giriş olmadığı, sektörden ayrımalarda da öncelikle az tecrübeli çalışanlardan başlandığı ifade edilmektedir.

4.2.2. Merkez Dışı Örgüt Analizi

Aracı kurumları merkez dışı örgütleri şube, irtibat büroları ve banka ya da bankalarla tesis edilen acenteliklerinden oluşur. Aracı kurumların merkez dışı örgütleri ulaşılacak istenen kitle, gerçekleştirilen faaliyetler, teknolojik altyapı, piyasa şartları ve beklentiler ile ilişkilidir. 2000 yılının ikinci yarısına kadar aracı kurumlar kendi acentelerini kurabiliyorken, 2000 yılında sermaye piyasası mevzuatında yapılan değişiklik ile acentelik tesisi sadece bankalar ile yapılabilir hale gelmiştir. 2003 yılında yapılan değişiklik ile de bankaların yanısıra özel finans kurumları ile acentelik tesisi mümkün hale getirilmiştir.

Aşağıdaki tabloda aracı kurumların yıllar itibarıyla merkez dışı örgüt sayılarına ilişkin bilgilere yer verilmekte olup, kriz sonrası dönemlerde merkez dışı örgüt sayısında aşırı bir değişiklik olmadığı gözlenmektedir. Diğer taraftan merkez dışı örgüt sayısındaki değişimin çok küçük olmasına karşın işten ayrılan personel sayısı dikkat çekicidir. Personel sayısındaki bu azalma aracı kurumların kriz karşısında faaliyet giderlerini kısma politikasının bir uzantısıdır. 1999 yılı istikrar programının uygulanmasını takiben artan işlem hacmi ve genişleyen piyasaya bağlı olarak aracı kurumların merkez dışı örgüt sayılarında artışlar gözlenmiştir.

TABLO 20 Merkez Dışı Örgüt Sayısındaki Gelişme				
	Şube	Acente	İrtibat Bürosu	Aracı Kurum Sayısı
1995	93	101	4	105
1996	122	132	65	97
1997	134	105	74	137
1998	177	94	81	143
1999	178	78	85	136
2000	224	46	107	133
2001	216	45	102	130
2002	240	29	107	121
2003/ Temmuz	229	30	88	119

Kaynak: SPK

2001 yılı krizini takip eden dönemde piyasada gerileme yaşanırken şube ve irtibat bürosu sayısındaki artış dikkat çekicidir. Bu aracı kurumların merkez dışı örgütleri gelir artırıcı bir yapı olarak görmelerinden ve yeni merkez dışı örgüt açma ve sürdürme maliyetlerinin oldukça düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Zira sermaye piyasası mevzuatı merkez dışı örgütler için herhangi bir sermaye şartı aramazken, mevcut teknolojik altyapı yüksek tutarda ilave yatırım yapmayı gerektirmemektedir.

2002 yılında aracı kurum sayısındaki azalma ise dikkat çekicidir. 2002'de 9, 2003'ün ilk 6 ayında ise 2 aracı kurumun faaliyetlerine son verilmiştir. Söz konusu aracı kurumlardan 4 tanesinin faaliyetleri SPK tarafından durdurulurken,

6 tanesinin birleşme yoluyla faaliyetlerine son verilmiş, 1 tanesi ise talebi sonucunda sermaye piyasası faaliyetlerini sona erdirmiştir¹⁴.

Aracı kurumların merkez dışı örgütlerine ilişkin gelişmeler yorumlanacak olursa özetle kısa süreli krizler aracı kurumları pazarda daha etkin olmaya zorlarken, uzun süreli krizler pazarı yok etmekte, bu ise beraberinde rekabet ve daralmayı getirmektedir.

4.2.3. Faaliyetlerin Durdurulması ve Yetki Belgesi İptali

Finansal krizlerin aracı kurumlar üzerindeki etkilerini incelerken mali yapıdaki bozulmalar ya da diğer nedenlerle faaliyetlerine son verilen ya da uyarılan veya sermaye gerektirdiği için yetki belgelerinin iptali yoluna giden aracı kurumların sayısı önem taşımaktadır.

4.2.3.1. Faaliyetlerin Durdurulması

Bu konudaki ilk ve belirgin gelişme 1994 krizinde yaşanmıştır. Kriz sürecinde ve devamında 13 aracı kurumun¹⁵ faaliyetlerine son verilerek iflasları talep edilmiştir. Söz konusu aracı kurumların müşterilerinin mağduriyetleri ise gerek sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan eksiklikler, gerek tasfiye ve mahkeme süreçlerinin uzun bir zamana yayılması nedeniyle giderilememiş, bu durum ise sermaye piyasalarına olan güveni zedelemiştir.

Takip eden dönemde söz konusu durumu dikkate alan Sermaye Piyasası Kurulu 1998 yılında Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdinde menkul kıymetlerin müşteri ismine saklanması esasını getirmiş, aracı kurumların mali yapılarının doğru ve güncel bir biçimde takip edilebilirliğinin sağlanması

¹⁴ Söz konusu aracı kurumlar Demir Yatırım, OB Menkul, Yaşar Yatırım, Karon Menkul, Ege Yatırım, Bayındır Menkul, Chase Manhattan, Sınai Yatırım, EGS Yatırım, Boyut Menkul ve Data Menkul'dür.

amacıyla 1998 yılında sermaye yeterliliği düzenlemelerini yürürlüğe koymuş, 1999 yılında yapılan Kanun değişikliği ile yatırımcı haklarının sağlıklı ve hızlı bir şekilde karşılanmasını teminen aracı kurumların tedrici tasfiyelerini düzenlemiş ve aynı Kanun değişikliği ile bankacılık sektöründe uygulanan Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu benzeri Yatırımcıları Koruma Fonu'nu oluşturarak iflas ve batma riski karşısında yatırımcı mağduriyetinin asgari düzeye indirilmesine yönelik tedbirler almıştır¹⁶.

2000 Kasım ve 2001 Şubat döneminde yaşanan krizler ise 1994 krizinden farklı sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Söz konusu kriz döneminde ve devamındaki 1 yıl içerisinde faaliyetlerine son verilen aracı kurum bulunmamaktadır. Zira sermaye yeterliliği düzenlemeleri ile aracı kurumların riskliliklerin büyük ölçüde tespiti ve mali bünyelerinin güçlü tutulması kriz dönemi itibarıyla başarılmıştır. Ancak krizin uzayarak reel sektöre yansımalarına bağlı olarak finansal yapının daralması, bankacılık sisteminde yaşanan olumsuz gelişmeler ve beklentilerin olumsuzla dönüşmesi sermaye piyasalarında da daralmaya yol açmış, azalan gelirler beraberinde artan rekabeti getirmiştir. Kriz sonrası 1 yılı takip eden dönemde ise bazı aracı kurumlar kendi istekleri ile bazıları ise SPK kararlarıyla sermaye piyasası sektöründen ayrılmak zorunda kalmışlardır.

Aşağıdaki tabloda 2000 ve 2001 yılı krizleri sonrasında faaliyetlerine son verilen aracı kurumlar ile faaliyetlere son verilme nedenlerine ilişkin bilgiler tablo halinde verilmektedir.

¹⁵ 1994 krizi sonrasında faaliyetleri durdurulan aracı kurumlar Kazanç Menkul, A.O.G. Menkul, Pasifik Menkul, Everest Menkul, Çarmen Çarşı Menkul, Marmara Menkul, Uğur Menkul, Birikim Menkul, Yener Kaya Menkul, Salahsun Hekimoğlu Menkul, Önder Menkul, Tür Menkul ve Boğaziçi Menkul'dür.

¹⁶ Yatırımcı mağduriyetinin önlenmesine yönelik olarak kısaca açıklanan düzenlemelerle ilgili ayrıntılı bilgiye Sermaye Piyasası Kurulu'nun www.spk.gov.tr adresinden ulaşılması mümkündür.

TABLO 21 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Sonrasında Faaliyetlerine Son Verilen Aracı Kurumlar		
Aracı Kurum	Tarih	Faaliyet Durdurulma Nedeni
HSBC Yatırım	28.12.2001	Birleşme
OB Menkul	19.02.2002	Birleşme
Yaşar Yatırım	01.03.2002	Birleşme
Karon Menkul	16.08.2002	Mali Yükümlülüklerin Sağlanamaması
Bayındır Menkul	28.08.2002	Birleşme
Ege Yatırım	28.08.2002	Birleşme
EGS Yatırım	14.11.2002	Mali Yükümlülüklerini Sağlayamaması
Chase Manhattan	13.09.2002	Kendi Talebiyle
Sinai Yatırım	19.09.2002	Birleşme
Boyut Menkul	21.02.2003	Mali Yükümlülüklerin Sağlanamaması
Data Menkul	13.03.2003	Mali Yükümlülüklerin Sağlanamaması

Kaynak: SPK

Yukarıda tablodan da görüleceği üzere aracı kurumlar kriz döneminde değil, krizi takip eden yıl içerisinde faaliyetlerine son vermişler ya da birleşme yolunu seçmişlerdir. Bu kısa süreli krizlerin sermaye yeterliliği uygulamalarına bağlı olarak aracı kurumlar üzerinde çok büyük olumsuzluklar yaratmadığını, ancak krizin uzaması nedeniyle sektörde oluşan daralma sonucunda artan rekabete bağlı olarak piyasadan çekilmenin zorunlu hale geldiğini göstermektedir.

4.2.3.2. Yetki Belgelerinin İptali

Sermaye yeterliliği düzenlemeleri ile aracı kurumların gerçekleştirdikleri faaliyetlere bağlı olarak belirli tutarlarda öz sermayeye sahip olmaları zorunlu tutulmuş olup, söz konusu öz sermaye tutarı her yıl yeniden değerlendirilme oranının %20'sinin altında olmamak üzere¹⁷ artırılmaktadır. Sermaye piyasasında mevcut tüm faaliyetleri gerçekleştirecek bir aracı kurum için talep edilen öz sermaye tutarı 2003 yılı için 1.504 milyar TL. olup, her bir faaliyet için gerekli öz sermaye tutarlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

TABLO 22 Aracı Kurumların Sahip Oldukları Yetki Belgeleri Karşılığında Bulundurmaları Gereken Öz Sermaye Tutarı (2003)	
Yetki Belgesi	Gerekli Öz Sermaye Tutarı (TL.)
Alım Satım Aracılık	600.000.000.000
Halka Arza Aracılık	301.000.000.000
Repo-Ters Repo	301.000.000.000
Portföy Yöneticiliği	240.000.000.000
Yatırım Danışmanlığı	62.000.000.000
Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış	Gerekmemektedir.

Aracı kurumların her biri belirli miktarda öz sermayeyi zorunlu kılan yetki belgelerini iptal ettirmeleri piyasadaki daralmanın ve mali yapıdaki bozulmanın göstergesi olabilecektir. Ancak finans sektöründe 1,5 trilyon TL. öz sermayenin oldukça düşük bir rakam olduğu ve her ne durumda olursa olsun bu rakamın pek

¹⁷ %20 olan bu oran 2002 yılı ve öncesinde %80 olarak uygulanmaktaydı. Kriz sonrasında piyasada yaşanan olumsuz gelişmelere bağlı olarak bu oran düşürülmüş, aracı kurumların yüksek tutarda sermaye artırımını yapmalarının istenmesinden vazgeçilmiştir.

çok aracı kurum tarafından sağlanmasında sorun yaşanmayacağı gözden kaçırılmamalıdır.

Bu çerçevede istikrar programı dönemi ile kriz sonrası dönemde aracı kurumların sahip oldukları yetki belgelerinin sayısına ilişkin veriler aşağıda yer almaktadır.

TABLO 23 Yıllar İtibarıyla Aracı Kurumların Sahip Oldukları Yetki Belgeleri						
	ASA	HAA	REPO	YD	PY	KRD
2000	133	78	77	65	68	100
2001	130	79	78	62	63	102
2002	121	68	73	55	60	101
2003	119	68	76	59	63	101

Kaynak: SPK

Yukarıdaki tabloda yer alan veriler yetki belgesi bazında yorumlandığında;

ASA; kriz sonrasında 14 aracı kurumun faaliyetlerine son verilmiştir. Bunlardan 11 tanesine yukarıda değinilmiş olup, kalan 3 tanesi de kriz öncesi dönemde faaliyetleri durdurularak haklarında iflas kararı talep edilen aracı kurumlardır.

HAA; kriz sonrası dönemde öncelikle azalmış, takip eden dönem de sabit kalmıştır. HAA yetki belgesindeki bu azalma hem yetki belgesi için gereken öz sermaye tutarının nispeten fazla olmasından hem de piyasada şirket halka açılmaları olmadığından söz konusu yetki belgesine ihtiyaç duyulmamasından kaynaklanmaktadır.

REPO; kriz sürecinde ve sonrasında söz konusu yetki belgesi adedinde bir değişiklik gözlenmemiştir. Zira hisse senedi yatırıma yönlendirilmeyen atıl fonlar repo ya da ters repo yapılmak suretiyle değerlendirilmekte olup, aracı kurumlar için söz konusu yetki belgesi alternatif bir gelir kaynağıdır.

YD ve PY; Yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği yetki belgeleri öz sermayesi yüksek aracı kurumların sahip olduğu yetki belgeleridir. Dolayısıyla kriz döneminde bu yetki belgelerinin iptali sınırlı kalmış, portföy yöneticiliğinden 5 yatırım danışmanlığından ise 6 yetki belgesi iptali gerçekleşmiştir.

Yukarıda yer alan bilgiler çerçevesinde halka arza aracılık yetki belgesi hariç diğer belgelerde belirgin bir düşüş gözlenmemiştir. Bunun sebebi aracı kurumların mali açıdan çok güç durumda olmadıkları şekilde yorumlanabilirse de, tezin bu aşamasına kadar ki veriler çerçevesinde konu değerlendirildiğinde; asıl nedenin yetki belgeleri için talep edilen sermaye miktarının düşük olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

4.2.4. İşlem Hacminin Gelişimi

Hisse senetleri ve kamu borçlanma araçları ikincil piyasasında gerçekleştirilen işlemler sonucunda elde edilen komisyon gelirleri aracı kurumların en temel ve önemli gelirleridir. Tezin 5.1.2.1. no'lu bölümünde belirtildiği üzere aracılık komisyon gelirleri aracı kurumların esas faaliyet gelirlerinin %70-80'ini oluşturmaktadır. Bu açıdan aracı kurumların gelir ve giderleri ile gerçekleştirdikleri faaliyetleri tezin bu aşamasına kadar anlatılan tüm hususlarla ilgili bulunmaktadır. Aracı kurumların hisse senedi işlem hacmine ilişkin veriler aşağıda açıklanmaktadır.

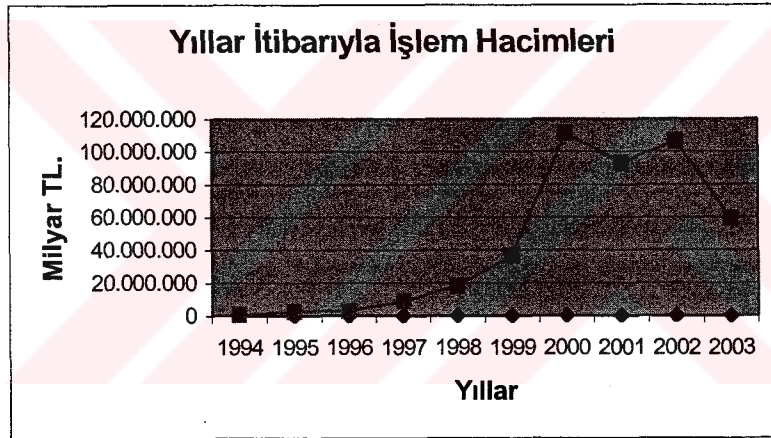
TABLO 24 Aracılık Sektörü Hisse Senedi İşlem Hacminin Gelişimi				
	Toplam		Günlük Ortalama	
	Milyar TL	Milyon ABD\$	Milyar TL	Milyon ABD\$
1994	650.864	23.203	2.573	92
1995	2.374.055	52.357	9.458	209
1996	3.031.185	37.737	12.272	153
1997	9.048.721	58.104	35.908	231
1998	18.029.966	70.396	72.701	284
1999	36.877.335	84.034	156.260	356
2000	111.165.396	181.934	451.892	740
2001	93.118.834	80.400	375.479	324
2002	106.302.343	70.756	421.835	281
2003	59.120.300	38.227	422.288	273

Kaynak: SPK

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere 1997, 1998, 1999 ve 2000 yıllarında işlem hacminde büyük yükseliş yaşanmıştır. Aynı yıllarda tüketici fiyatlarındaki yıllık artışın sırasıyla %99,1, %69,7, %68,8 ve %39 olduğu dikkate alınırsa bu dönemde işlem hacmindeki artışlar piyasadaki genişlemeyi yansıtmaktadır. Kriz sonrası dönemde ise işlem hacmi ya düşmüş ya da oldukça düşük miktarda artış göstermiştir. Tüketici fiyatlarındaki yıllık artışın 2001'de %35,9 ve 2002'de %73,2 olduğu dikkate alınırsa, gelirlerinin yarısına yakını aracılık komisyonları olan aracı kurumların geçmiş yıllarla aynı faaliyetleri gerçekleştirmelerinin imkansız olduğu görülecektir. Aracı kurumların faaliyet

giderlerine bakıldığında son 3 yılda nominal olarak dahi belirgin bir artışın olmadığı sonucuna tezin 5.1.3.2.2. numaralı bölümünde ulaşılmıştır.

Diğer taraftan, yabancı para cinsinden işlem hacmi değerlendirildiğinde; istikrar programı döneminde işlem hacminin günlük ortalama 740 milyon dolar olarak gerçekleştiği, kriz yılı olan 2001 ve sonrasında ise döviz kurundaki artış ve işlem hacmindeki düşüşe paralel olarak yaklaşık %50 oranında düşüş gösterdiği görülmektedir.



Kaynak: İMKB

4.2.5. Açık ve Bakiyeli Hesapların Gelişimi

Takasbank A.Ş. nezdinde sermaye piyasası aracı alım satımında bulunmak üzere hesap açtıran müşteri adedi ile bu müşterilerin ne kadarının hesaplarının bakiyeli olduğu piyasanın gelişimini ve beklentileri yansıtmaları bakımından önemli bir göstergedir. Bu göstergelerden daha önemlisinin sürekli işlem yapan müşteri adedi yani aktif müşteri hesapları olduğu düşünülmekle beraber, bu bilgiye gerek İMKB, gerek Takasbank A.Ş. kayıtlarından ulaşılması mümkün bulunmamaktadır. Bu çerçevede ulaşılabilen açık hesap ve bakiyeli hesaplara ilişkin veriler aşağıda verilmektedir.

TABLO 25 Takasbank A.Ş. Nezdindeki Açık ve Bakiyeli Hesap Sayıları		
Dönem	Açık Hesap	Bakiyeli Hesap
11.01.2002	1.947.013	1.227.731
28.06.2002	2.022.912	1.223.760
03.01.2003	2.054.282	1.204.914
18.07.2003	2.077.312	1.161.536

Kaynak: İMKB Aylık Bültenler

Yukarıdaki tabloda son iki yıl içerisinde piyasaya dahil olan ve tamamıyla piyasadan ayrılan hesaplara ilişkin bilgi edinmek de mümkündür. 2002 yılı başı ile 2003 yılının 7'nci ayı dikkate alındığında, açık hesap sayısında 130.299 adet artış olmuş, aynı dönemde bakiyeli hesap sayısında 66.195 adet azalış gerçekleşmiştir. Açık hesap sayısındaki artışa rağmen bakiyeli hesap sayısındaki azalma piyasadan girişlerden daha çok çıkış olduğunu göstermektedir. Piyasadan toplam çıkan yatırımcı sayısı, açık hesap ve bakiyeli hesaplar arasındaki farkların toplamına eşit olacak olup, bu tutar da 196.494'tür.

Piyasadan ayrılmanın ilk etapta akla gelen nedenleri aşağıda sıralanmıştır.

- Beklentiler olumsuzla dönmüştür.
- Şirket iflasları, halka açık bankalara el konulması borsaya olan güveni zedelemiştir.
- Yüksek volatilité yüksek riski beraberinde getirmiş, risk almaktan kaçınan yatırımcılar farklı yatırım alanlarına yönelmiştir.

- Kişilerin gelir düzeyindeki görelî azalma tasarruf eğilimin düşürmüş, hayat standardının sürdürülmesi var olan kaynakların kullanılması ile sağlanmıştır.



V. BULGULAR VE DEĞERLENDİRMELER

Ani ve beklenmedik şekilde ortaya çıkan belirsizlik ve olumsuzluklar olarak ifade edebileceğimiz kriz kavramı son yıllarda finans alanında özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerde sıkça karşımıza çıkmaktadır.

Finansal krizlerin oluşabilmesi için öncelikle buna uygun bir finansal yapının oluşabilmesi gerekmektedir. Bu ise finansal liberalizasyon olarak ifade ettiğimiz, ülke finansal yapısının sermaye hareketlerine açık hale gelmesi ile olmaktadır. Finansal krizlerin oluşmasında ikinci gereklilik finansal kuruluşların birbirlerinin mali yapılarından etkilenmelerini sağlayacak iç içe geçmiş ve birbirine bağımlı bir finansal yapının bulunmasıdır.

1990'lı yıllarda finansal liberalizasyonun bir sonucu olarak domino taşları gibi ülkelerin finansal yapılarında meydana gelen bozulmalar birbirlerini etkilemiş, sıcak para olarak ifade edilen kısa vadeli sermaye hareketleri yüksek likiditeye sahip olmalarına bağlı olarak ülkeden ülkeye dolaşarak finansal yapılarda onarılması güç hasarlar bırakmıştır. Söz konusu hasarlar olayın büyüklüğüne göre bazen aşırı fiyat hareketlenmeleri olarak kendini gösterirken, bazen de finansal krizler olarak karşımıza çıkmışlardır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bu finansal krizleri tamamıyla kısa vadeli sermaye hareketlerine bağlamanın doğru olmadığına da altının çizilmesi gerekmektedir. Bu ülkeler makro ekonomik dengesizlikleri, aşırı borç stokları, finans sektörünün güçlü ve şeffaf olmayan mali yapısı vb. nedenlerle finansal krizlerin yaşanmasına hazır, tetikleyici unsuru bekler duruma gelmişlerdir.

Ülkemizde de kamu borçlanma gereğindeki artış nedeniyle faiz hadlerini ve döviz kurunu baskı altında tutma eğilimi, sürdürülemez enflasyon oranları, şeffaf olmayan finans sektörü, ekonominin farklı aktörleri arasındaki çarpık ilişkiler, kısa vadeli iç borçlanma ve kamu harcamalarının disipline edilememesi

gibi temel nedenlere bağlı olarak öncelikle 1994 yılında, takiben de Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında krizler yaşanmıştır.

Ülkemizde 1994 yılında yaşanan kriz hükümetin finansal sektörde tek başına tam yetkili olmadığını, piyasa aktörleriyle birlikte hareket etmesinin zorunlu olduğunu gösteren, finansal kriz tanımına uygun, finansal liberalizasyonun olumsuz sonuçları konusunda bizlere bilgi veren ve dersler alınması gereken ilk krizdir. Kriz başlangıçta bir mali kriz olarak ortaya çıkmış, kendisini döviz ve borsa piyasalarında hissettirmiş, takiben de fiyatlardaki aşırı dalgalanmalara bağlı olarak bilançoları etkileyerek şirketler ve bir bütün olarak da ekonomiyi olumsuz etkilemiştir.

Takip eden dönemde, Merkez Bankası piyasalardaki likiditeyi açık piyasa işlemleri vasıtasıyla kontrol altına almış ve bu yolla faiz oranlarının volatilitésinin düşmesi sağlanarak, piyasa katılımcılarının DİBS alması teşvik edilmiştir. Temelde kamu borçlanmasıyla kolaylaştırılmasını sağlayan bu politikalar, başta bankacılık kesimi olmak üzere tüm finans sisteminin özellikle faiz riskine karşı duyarlılığını önemli ölçüde artırmıştır.

22 Aralık 1999 tarihinde ise IMF ile Stand-By anlaşması imzalanmıştır. Programın yürürlüğünü takip eden 10 ay içerisinde dışsal faktörlere bağlı olarak bazı sapmalar gerçekleşse de, temel olarak program başarıyla yürütölmüş, ancak cari açığın 10 milyar Dolara yakın bir tutara ulaşması, yapısal reformları gerçekleştirmede hükümetin gecikmesi, bankacılık sistemine duyulan güvensizlik ve politik istikrarsızlık ve piyasada yaratılan spekülasyonlar piyasada devalüasyon beklentisini artırmıştır.

Faizlerde Eylül ayında yaşanmaya başlanan artış sonucu ellerinde uzun vadeli kamu kağıdı bulunduran ve bunları ağırlıklı olarak kısa vadeli araçlarla fonlayan başta piyasa yapıcı bankalar olmak üzere tüm mali kuruluşların DİBS portföylerini fonlama maliyetleri ciddi oranda artmaya başlamıştır. Bu arada piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklığına TCMB tarafından müdahale

edilmeyerek, program çerçevesinde açıklanan NİV hedefine sadık kalınmış, dolayısıyla da faiz oranlarında çok sert bir yükseliş yaşanmıştır.

Faizlerin yükselmesiyle birlikte programda öngörüldüğü gibi döviz satışları gerçekleşmemiş, aksine döviz talebi artmıştır. TCMB'nin döviz rezervleri 17-30 Kasım tarihleri arasında 6,2 milyar ABD Doları azalarak, 18,2 milyar ABD Doları seviyesine gerilemiş, gecelik faizler Kasım sonu ve Aralık başında %1000'lerle ifade edilen düzeylerde devam etmiştir.

Kasım ayında yaşanan kriz; yüksek faiz, döviz rezervi kaybı ve 7.5 milyar Dolar tutarındaki ek rezerv kolaylığı ile püskürtülmüştür. Ancak ülkede yaşanan siyasi gerginlik ve belirsizlik ortamı ekonomik programa ve hükümetin kararlılığına ilişkin güveni zedelemiş, 20 Şubat ve sonrasındaki bir kaç gün faizler % 1000'lerle ifade edilmeye başlanmıştır. Dövizlerde ve faizlerde yaşanan bu gelişmeler üzerine 21 Şubat gecesi 1999 yılı sonunda başlatılan istikrar programına son verilerek, dalgalı kur uygulamasına geçilmesine karar verilmiş, bu karar sonucu TL yabancı paralar karşısında bir gecede % 40 oranında değer kaybetmiştir.

Yukarıda açıklanana krizler karşısında ülkemizin aracılık sektörünün gösterdiği tepkiler ve krizlere karşı aldığı tedbirler ve düzenlemelerin değerlendirilmesi tezin konusunu teşkil etmektedir.

Bu çerçevede tezde, kriz ve risk kavramları ile ülkemizde aracı kurumların riskliliklerinin tespitinde kullanılan sermaye yeterliliği düzenlemeleri üzerinde durularak kriz dönemi ve sonrasında aracı kurumların bir bütün olarak mali yapıları ile faaliyet yapılarındaki değişiklikler irdelenmiş, risk ölçümündeki yetersizlikler ve sektörün mali ve faaliyet yapısındaki bozukluklar tespit edilmeye çalışılmıştır.

Finansal krizlerin aracı kurumların mali yapıları üzerindeki etkilerinin araştırılmasında üç kaynak setinden faydalanılmıştır. Bunlar aracılık sektörünün

bilanço ve gelir tabloları ile sermaye yeterliliği tablolarıdır. Söz konusu kaynaklardan elde edilen tespitler aşağıda sıralanmaktadır.

a) Aracılık Sektörünün Aktif Yapısına İlişkin Tespitler

Kriz döneminde sektörün Hazır Değerler Hesap Grubu'nun aktif toplama oranı %10-11 seviyelerinden, %15'lere kadar çıkmıştır. *Kriz döneminde aracı kurumların likit kalmaları, uzun vadeli plasmanlar gerçekleştirmedikleri ve vade uyumsuzluğu riskine karşı gerekli önlemleri kısa sürede aldıklarının önemli bir göstergesidir.*

Menkul kıymetler hesabı kriz dönemi sonrasında nominal olarak artarken, aktif toplama oranı %15-20 oranında azalmış, aktif toplamın %41-43'ü seviyelerinden %35'ler seviyelerine gerilemiştir. Kriz öncesinde aktif toplama oranı %8-9'lar civarında olan hisse senetlerinin payı, kriz sonrasında %4-5'ler seviyesine düşmüş, kamu borçlanma araçlarında ise dikkat çekici bir düşüş gözlenmemiştir. *Aracı kurumların portföylerindeki hisse senedi oranlarında bir artışın olmaması, Borsa'da geleceğe ilişkin olumlu beklentilerinin olmadığı, kamu borçlanma araçlarındaki artışlar ise faiz oranlarında bir indirim beklentisinin göstergesidir. Diğer taraftan, sektörün kısa sürede aktif yapısını değiştirmesi piyasa şartlarına hızlı bir şekilde uyum sağladığını göstermektedir.*

Kısa vadeli ticari alacaklar hesap grubu TL. bazında kriz dönemi ile 30.06.2002 ve 31.03.2003 dönemleri hariç artış göstermiştir. Bu artış hesap grubunun içinde yer alan kalemlerde benzerlik göstermemiştir. Kriz sonrasında müşterilerden olan alacaklar hesabı yaklaşık %50 oranında düşüş göstermiştir. *Bu düşüş, müşterilerden olan alacakların kısa sürede nakte çevrilebildiğinin ve aracılık sektöründe teminatlandırma işlevinin başarıyla uygulandığının önemli bir göstergesidir. Diğer taraftan aynı dönemde (30.06.2001) kısa vadeli diğer ticari alacaklar olarak ifade edilen ve aracı kurumların bankalar ya da Takasbank'tan*

olan alacaklarının değerlendirildiği tutarları gösteren hesap kaleminde artış görülmektedir. Kriz sonrası dönemde aracı kurumlar 1 yıl kadar süreyle bu enstrümana başvurmuşlardır. Aracı kurumların nakitlerini müşterilere kullandırmak yerine Borsa Para Piyasası'nda değerlendirmelerinin temel nedeni bu plasman yönteminin daha güvenilir ve risksiz olmasıdır. Bu açıdan, *kriz dönemde aracı kurumların alıcılar hesabından kısa sürede çıkarak kısa vadeli diğer ticari alacaklar hesabına geçmeleri karşı taraf riskinden kendilerini koruduklarının bir göstergesidir.*

Kısa vadeli ticari alacaklar kalemlerini oransal olarak incelediğimizde; 1999 istikrar programı döneminde kısa vadeli ticari alacakların aktif toplama oranının %30'lar seviyesine yükseldiği, kriz sonrası dönemde ise bu oranın %20'ler seviyesine düştüğü görülmektedir.

Kriz döneminde aracılık sektörünün kısa vadede olumsuz etkilenmediği sonucuna ulaşılmıştır. Kriz sürecinde aracı kurumlar alacaklarını tahsil edebilmiş, daha likit bir mali bünyeye sahip olmayı başarmış, daha kısa vadeli ve güvenilir plasmanlar gerçekleştirerek kendilerini karşı taraf, döviz kuru ve faiz riskinden korumayı başarmışlardır.

Aracı kurumlar kriz döneminde likit varlıklara sahip olmalarına bağlı olarak portföylerine gelişen şartlara uygun yenileme imkanına sahip olmuşlar, bu durum ise sektörün kriz yılında aktif toplamının %40 oranında artırılarak çıkılmasını sağlamıştır. Diğer taraftan geçici vergide ve binalar kaleminde kriz döneminde yaşanan artışlar sektörün kriz yılını karla kapadığının göstergesi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Dikkat çekici olan diğer husus ise kriz sonrası dönemde aktif yapıda meydana gelen gelişmeler ile ilgilidir. Krizden başarıyla çıkan aracılık sektörü kriz sonrasında aynı başarıyı gösterememiş, aktif toplamı 31.12.2001 tarihinden itibaren azalmış ya da nominal olarak oldukça düşük tutarlarda artış gerçekleşmiştir. 31.12.2001 tarihinde 950 trilyon TL. olan aktif toplamının

31.03.2003 tarihinde 982 trilyon TL. olduğu ve 2002 enflasyon oranının %73 olduğu dikkate alındığında, sektörde yaşanan gerileme rahatlıkla görülebilmektedir.

b) Aracılık Sektörünün Pasif Yapısına İlişkin Tespitler

Sektörün gerek uzun, gerek kısa vadeli borçlarında krizi takiben ciddi azalmalar yaşanmıştır. Kısa vadeli banka kredileri Kasım 2000 krizine bağlı olarak hemen kapatılmış, 61 trilyon TL'den 25 trilyon TL.'ye düşmüştür. Uzun vadeli banka kredileri ise bir dönem sonra tepki vermiş, Şubat 2001 krizinin hemen arkasından 30.06.2001 tarihli mali tablolarında bir önceki dönem tutarı olan 61 trilyon TL.'den 10 trilyon TL.'ye düşmüştür. Takip eden dönemlerde ise bu tutar sürekli olarak düşmüş, 31.03.2003 döneminde ise 265 milyar TL.'ye kadar gerilemiştir. *Aracılık sektörü krize bağlı olarak uzun vadeli borçlanma yeteneği kaybetmiş ya da bu aracı kullanmaktan vazgeçmiştir.*

Borçların pasif yapı içerisindeki payı kriz öncesinde artmış, kriz sonrasında ise büyük ölçüde azalmıştır. 30.06.1999 döneminde aktif toplama oranı %54 olan borçlar toplamı, kriz öncesi 30.06.2000 döneminde %59'a kadar çıkmış, bu dönemden sonra ise sürekli azalarak 31.03.2003 döneminde %25 'ler seviyesine kadar gerilemiştir.

Sektörün öz sermaye ve sermaye rakamları ise düzenli olarak artış göstermiştir. Sektör 30.06.2001 dönemini 183 trilyon TL., 31.12.2001 dönemini ise 213 trilyon TL. karla kapamayı başarmıştır. 2002 yılında kar rakamı 1999 ve 2000 yıllarının nominal olarak dahi gerisinde kalmış, 2003 yılının ilk 3 aylık döneminde 1999 yılının ilk 3 aylık döneminden 4 trilyon TL. fazla kar elde edilebilmiştir. Arada 4 yıl olduğu dikkate alındığında, sektörün bu şekilde faaliyetini uzun süre sürdürmesinin mümkün olmadığı açıktır. Yıl sonu itibarıyla karlılık rakamları karşılaştırıldığında, bir önceki yıla göre 2000 yılındaki artış

%58, 2001 yılındaki artış %86 olarak gerçekleşirken, 2002 yılında karlılık bir önceki yıla göre %52 oranında düşüş göstermiştir.

Kriz öncesinde %46 seviyesinde olan öz sermayenin aktif toplama oranı, sürekli artış göstererek 2003 yılının ilk 3 ayında %75 olarak gerçekleşmiştir. *Bu aracılık sektörünün gerçekleştirdiği faaliyetleri kendi kaynakları ile finanse etmeyi tercih ettiği ya da yabancı kaynak bulmakta zorlandığı anlamına gelmektedir. Bu tür bir sermaye yapısı sektörün karşı karşıya olduğu riski azaltırken, öz sermaye üzerinden elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi problemini ortaya çıkarmaktadır.*

c) Aracılık Sektörünün Gelir-Gider Yapısına İlişkin Tespitler

Sektörün esas faaliyet gelirlerinin %70-%80'i komisyon gelirlerinden oluşmakta olup, komisyon gelirleri dışındaki gelir kalemlerinde kriz döneminde artış meydana gelmiştir. Söz konusu komisyon dışı gelir artışının kriz döneminde yüksek likiditeye sahip olunmasına bağlı olarak elde edilen devlet tahvillerinin satışından ve faiz gelirlerinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Sektörün esas faaliyet karı incelendiğinde istikrar programına bağlı olarak 2000 yılının, yüksek likiditeye sahip olmaları nedeniyle 2001 yılının ilk 6 ayının karla kapandığı, ancak kriz sonrası 2002 yılının sadece 325 milyar TL. karla, 2003 yılının ilk 3 aylık döneminin ise 15 trilyon TL. zararlar kapatıldığı görülmektedir. Uzun süreli krizlerin ekonomik aktiviteleri azaltması, bekleyişleri olumsuz etkilemesi ve istikrarsızlığa neden olmasına bağlı olarak aracı kurumların esas faaliyet gelirleri azalmakta, faaliyet giderlerini dahi karşılamakta yetersiz kalmaktadır.

Aracı kurumların esas faaliyet dışındaki gelirleri dönemsel olarak farklılık göstermektedir. Kriz döneminde esas faaliyet dışı gelirler yüksekken, olağan dönemlerde esas faaliyet gelirleri daha yüksek seyretmektedir. Kriz döneminin ilk aylarında likit yapılarına bağlı olarak oluşan sert yükseliş ve azalışlardan

faaydalanan aracı kurumların esas faaliyet dışı gelirleri en yüksek seviyeye çıkmış, ancak krizin uzun sürmesine bağılı olarak esas faaliyet dışındaki gelirlerinde azalma yaşanmıştır.

Aracı kurumların faaliyet giderlerinin kriz sonrası dönemdeki artış oranları 2001 yılında %22 ve 2002 yılında %1 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu rakamlar aracı kurumların kriz sonrası dönemde gelirlerinde yaşanan azalmaları karşılamak için giderlerini kısmayı benimsediklerini göstermektedir. Diğer taraftan yukarıda açıklanan rakamların nominal olduğı ve 2001 ve 2002 yılında gerçekleşen enflasyon rakamlarının sırasıyla %68,5 ve %29,7 olduğı da rakamların yorumlanmasında dikkate alınmalıdır.

Aracılık sektörü güçlü sermaye yapısına ve yüksek likidite oranlarına bağılı olarak kriz döneminde yaşanan sert yükseliş ve çıkışlardan yararlanmış, kriz sürecini şaşırarak ölçüde karlı kapatmayı başarmıştır. Krizin uzun sürerek ekonomik aktiviteleri etkilemesi, bekleyişlerin olumsuzla dönmesi ve piyasanın bir kısır döngü içine girmesi sonucunda hareketsizleşmesine bağılı olarak kriz sonrası dönemde aracı kurumların gelir ve kar rakamlarında nominal olarak dahi gerileme yaşanmıştır.

Diğer taraftan, aracı kurumlara ilişkin gelir tabloları incelendiğinde gelir ve gider kalemlerinin yeterince ayrıntılandırılmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Örneğin gelir kalemleri arasında önemli bir yere sahip olan "Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar" rakamının içeriğı bilinmemektedir. Ayrıca satışlar kalemi arasında yer alan aracılık komisyonları aslında bir satış işlemi olmayıp, satıştan elde edilen kar rakamıdır. Diğer taraftan gelir tablosunda yer almayan "Aracılık Yükleniminden Elde Edilen Gelirler", "Danışmanlık Gelirleri" gibi aracılık sektörüne özgü gelir kalemlerinin esas faaliyet gelirleri arasında gelir tablosunda yer alması, gerçekleştirilen faaliyetlerden elde edilen gelirlerin sınıflandırılmasında kullanıcılara faydalı olacaktır.

d) Sermaye Yeterliliği Tablolarının İncelenmesi Sonucunda Mali Yapıya İlişkin Olarak Ulaşılan Tespitler

Aracı kurumlara ilişkin sermaye yeterliliği düzenlemeleri varlıkların mevcut piyasa değerlerini dikkate alan, her bir varlık kalemi için risk tutarını belirlemeyi amaçlayan, varlıkların değerlerinin tespiti için farklı değerlendirme ilkeleri getiren, bu çerçevede gerek bilanço içi, gerek bilanço dışı varlık ve yükümlülüklerinin cari değerleri sonucunda oluşa kardan (varsa) vergi karşılığı ayrılmasını öngören düzenlemelerdir. Tezde Sermaye Piyasası Kurulu'na düzenli olarak gönderilmekte olan sermaye yeterliliği tablolarında yer alan verilerin kriz öncesinde, kriz sürecinde ve kriz sonrasında aldığı değerler incelenerek, sermaye yeterliliği uygulaması sorgulanmış ve sektörün mevcut riskliliğinin tespitindeki yeterliliği üzerinde durulmuştur.

Sermaye yeterliliği düzenlemeleri ile sermaye yeterliliği taban yükümlülüğü, likidite yükümlülüğü, asgari öz sermaye yükümlülüğü ve genel borçlanma yükümlülükleri getirilmiştir. Diğer taraftan aracı kurumların mali yapılarının riskliliğinin tespiti amacıyla pozisyon riski, döviz kuru riski, karşı taraf riski ve yoğunlaşma riskleri tanımlanmış, söz konusu risk toplamalarının aracı kurumların sermaye yeterliliği tabanından daha yüksek olması öngörülmüştür.

Haziran 2000 ve Ağustos 2001 tarihleri arasındaki 15 dönemde aracı kurumların Sermaye Piyasası Kurulu'na ilettiği tablolar üzerinde yapılan incelemeler sonucunda aşağıdaki tespitlere ulaşılmıştır.

- Kasım 2000 krizinin aracı kurumların sermaye dağılımına etkisi oldukça kısıtlı olmuştur. Hazır değerler kaleminde kriz sonrası dönemde %50 oranında artış olurken, yabancı para hazır değerlerde bu artış %700 olarak gerçekleşmiştir (22 trilyon TL.). Riskli olarak görünen hisse senetlerinde %35 oranında azalma yaşanırken, sahip olunan kamu borçlanma araçlarında herhangi bir değişiklik yaşanmamış, bu dönemde aracı kurumlar nakitlerini ters repo yaparak değerlendirmişlerdir. Ters repo yapılan nakit tutarı incelenen

dönemde 23 trilyon TL. (%45) artış göstermiştir. Müşterilere kullandırılan kredilerde ise 35 trilyon TL. tutarında (%25) azalma meydana gelmiş, muhtemel olarak riskli müşterilerden kredi tahsilatına gidilirken, kullandırılan kredilerde de risk beklentisi nedeniyle kısıntıya gidilmiştir.

- Şubat ayında yaşanan krizin aracı kurumların sermayelerinin dağılımına etkisi ise daha belirgin olarak gerçekleşmiştir. 23 Şubat 2001 tarihli veriler incelendiğinde kriz sonrasında Hazır Değerlerde %100'den fazla artış olduğu, dolayısıyla aracı kurumların likit kalarak piyasa şartlarına göre kendilerini ayarlamak istedikleri, ayrıca nakit olarak diğer kurumlarda değerlendirilen para tutarının %100'den fazla artarak 70 trilyon TL.'den 156 trilyon TL.'ye yükseldiği tespit edilmiştir. Şubat ayı sonunda bu tutar artmaya devam ederek 191 trilyon TL.'ye kadar yükselmiştir. Diğer taraftan Kasım krizinde düşüş gösteren krediler hesabında herhangi bir değişiklik meydana gelmemiştir. Bu aracı kurumların verebilecekleri asgari kredi miktarını kullandıkları sonucunu doğurmaktadır.

- Krizler aracı kurumlarda yüksek likiditeyle çalışma güdüsü oluşturmuş, bu durum aracı kurumlara krizi karla kapatma imkanına kavuşturmuştur.

- Diğer taraftan, Kasım 2000 krizinde kısa ve uzun vadeli borçlarda artan riskliliğe bağlı olarak azalma görülürken, Şubat krizinde sektörün borç toplamı %40 oranında artmıştır. Borçlardaki bu artış hisse senedi yatırımı yapmaktan kaçınan müşterilerin nakitlerinin aracı kurumlar bünyesinde farklı yatırım alanlarına plase edildiği göstermektedir.

- Kriz döneminde dikkat çekici diğer bir husus ise 31.12.2000 tarihi itibarıyla ulaşılan kar rakamına Şubat 2001 sonu itibarıyla ulaşılmış olmasıdır.

- Aracılık sektörü bir bütün olarak gerek kriz döneminde gerekse krizden sonraki dönemde sermaye yeterliliği yükümlülüklerini yerine getirmiştir. Ancak risk karşılıkları toplamının kriz döneminde pek artış göstermemiş olması, sermaye yeterliliği tablolarında risk ölçümünün yeterli ölçüde olmadığını göstermektedir. Diğer taraftan kriz döneminde aracı kurumlar faaliyet

giderlerinde kısıntıya gitmişler, artan karlılıklarına bağlı olarak da sermaye yeterliliği taban fazlaları artmıştır.

e) Öz Sermayesi En Düşük 20 Aracı Kurum'un Mali Durumuna İlişkin İncelemede Tespit Edilen Hususlar

Tezde ilk aşamada aracılık sektörü bir bütün olarak incelenerek yukarıda belirtilen sonuçlara ulaşılmış olmakla birlikte, yaptığımız analiz sonucu elde ettiğimiz sonuçlar büyük ölçüde mali açıdan güçlü durumda olan aracı kurumların kriz süreci ve sonrasındaki durumunu irdelemektedir. Bu çerçevede söz konusu dönemde öz sermayesi en düşük 20 aracı kurumun kriz sürecindeki sermaye yeterliliği yükümlülükleri ile bilanço kalemlerindeki gelişmelere ilişkin veriler incelendiğinde;

20 aracı kurumun sektörden farklı olarak ters repo işlemleri gerçekleştirmemiş, nakdini yabancı para olarak değerlendirmemiş, kullandıkları kredilerde büyük ölçüde düşüşler yaşanmamış, borç rakamlarında bir artış ve kar rakamlarında düşüş olduğu gözlenmiştir.

Söz konusu 20 aracı kurumun kriz karşısında sektörden farklı tepki göstermesinin nedenlerinin neler olabileceği sorusunun cevapları aşağıda başlıklar halinde sıralanmaktadır.

- Likit olmadıkları için farklı yatırım alanlarına yönelememişlerdir.
- Kullandıkları krediler aracı kurum ortakları ya da bunların yakın çevresine ait olduğundan kriz döneminde bu kredileri geri çağıraramamışlardır.
- Kriz döneminin finansmanında menkul kıymet satmak yerine borçlanmayı tercih etmişlerdir.

- 30.06.2001 tarihi itibarıyla sektörün öz sermaye/aktif toplam oranı %67 iken, söz konusu 20 aracı kurumun bu oranının %37 olarak gerçekleşmiş, dolayısıyla bu aracı kurumlar finansmanlarını büyük ölçüde yabancı kaynaklarla

sağlamışlardır. Söz konusu 20 aracı kurumdan 7 tanesi kriz sonrasında el değiştirerek daha güçlü sermaye gruplarına devredilmiş, 1 tanesinin de faaliyetleri sürekli olarak durdurulmuştur.

f) Aracı Kurumların Faaliyet Yapılarına İlişkin Tespitler

Krizlerin aracı kurumların mali yapıları üzerindeki etkilerinden farklı olarak, faaliyet yapılarına olan etkileri personel analizi, merkez dışı örgüt analizi, faaliyetlerin durdurulması, yetki belgesi iptali, işlem hacminin gelişimi, açık ve bakiyeli hesap sayılarının gelişimi başlıkları altında incelenmeye çalışılmıştır.

Kriz, sektörde %30 oranında personel azaltımına neden olmuş, krizden araştırma ve kurumsal finansman bölümleri olumsuz etkilenmiş, yurtdışı satış bölümünde personel artışı gözlenmiştir. Bu artışın nedeni aracı kurumların daralan piyasa koşullarında yurtdışı müşterilere yöneldiklerinin göstergesidir.

Krizi takip eden dönemde piyasada gerileme ve durgunluk yaşanırken şube ve irtibat bürosu sayısındaki artış dikkat çekicidir. Bu aracı kurumların merkez dışı örgütleri gelir artırıcı bir yapı olarak görmelerinden ve yeni merkez dışı örgüt açma ve sürdürme maliyetlerinin oldukça düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Aracı kurumların merkez dışı örgütlerine ilişkin gelişmeler yorumlanacak olursa özetle kısa süreli krizler aracı kurumları pazarda daha etkin olmaya zorlarken, uzun süreli krizler pazarı yok etmekte, bu ise beraberinde rekabet ve daralmayı getirmektedir.

1994 kriz süreci ve devamında 13 aracı kurumun faaliyetlerine son verilerek iflasları talep edilmiştir. Söz konusu aracı kurumların müşterilerinin mağduriyetleri ise gerek sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan eksiklikler, gerek tasfiye ve mahkeme süreçlerinin uzun bir zamana yayılması nedeniyle giderilememiş, bu durum ise sermaye piyasalarına olan güveni zedelemiştir. 2000 Kasım ve 2001 Şubat döneminde yaşanan krizler ise 1994 krizinden farklı sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Söz konusu kriz döneminde ve

devamındaki 1 yıl içerisinde faaliyetlerine son verilen aracı kurum bulunmamaktadır. Zira sermaye yeterliliği düzenlemeleri ile aracı kurumların riskliliklerinin tespiti ve mali bünyelerinin güçlü tutulması kriz dönemi itibarıyla büyük ölçüde başarılmıştır. Ancak, krizin uzayarak reel sektöre yansımaya bağlı olarak finansal yapının daralması, bankacılık sisteminde yaşanan olumsuz gelişmeler ve beklentilerin olumsuza dönüşmesi sermaye piyasalarında da daralmaya yol açmış, azalan gelirler beraberinde artan rekabeti getirmiştir. Kriz sonrası 1 yılı takip eden dönemde ise bazı aracı kurumlar kendi istekleri ile bazıları ise SPK kararlarıyla aracılık sektöründen ayrılmak zorunda kalmışlardır.

Aracı kurumların faaliyet giderlerinde son 3 yılda nominal olarak dahi belirgin bir artış yaşanmamış, istikrar programı döneminde günlük ortalama 740 milyon dolar olarak gerçekleşen işlem hacmi, 2001 ve sonrasında döviz kurundaki artış ve işlem hacmindeki düşüşe paralel olarak yaklaşık %50 oranında düşüş göstermiştir. Bu durum gelirlerinin yarıya yakını komisyonlardan elde eden aracı kurumların geçmiş yıllarla aynı faaliyetleri gerçekleştirmelerini olanaksız kılmıştır.

2002 yılı başı ile 2003 yılının 7'nci ayı dikkate alındığında, Takasbank A.Ş. nezdindeki açık hesap sayısı 130.299 adet artmış, aynı dönemde bakiyeli hesap sayısında 66.195 adet azalış gerçekleşmiştir. Açık hesap sayısındaki artışa rağmen bakiyeli hesap sayısındaki azalma piyasadan girişlerden daha çok çıkış olduğunu göstermektedir. Piyasadan toplam çıkan yatırımcı sayısı açık hesap ve bakiyeli hesaplar arasındaki farkların toplamına eşit olup, bu rakam 196.494'tür.

SONUÇ

Tezde açıklanan tespit ve değerlendirmeler çerçevesinde,

- Kriz döneminde aracılık sektörünün kısa vadede olumsuz etkilenmediği Kriz sürecinde alacakların tahsil edilebildiği, sektörün daha likit bir mali bünye ile çalışmaya başladığı, daha kısa vadeli ve güvenilir plasmanlar gerçekleştirerek kendilerini karşı taraf, döviz kuru ve faiz riskinden korumayı başardıkları,

- Borçların pasif yapı içerisindeki payının kriz öncesinde arttığı, kriz sonrasında ise büyük ölçüde azaldığı, 30.06.1999 döneminde aktif toplama oranı %54 olan borçlar toplamının, 31.03.2003 döneminde %25'ler seviyesine kadar gerilediği,

- . Kriz öncesinde %46 seviyesinde olan öz sermayenin aktif toplama oranının, sürekli artış göstererek 2003 yılının ilk 3 ayında %75 olarak gerçekleştiği, bu tür bir sermaye yapısının sektörün karşı karşıya olduğu riski azaltırken, öz sermaye üzerinden elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi problemini ortaya çıkardığı,

- Güçlü sermaye yapısına ve yüksek likidite oranlarına bağlı olarak, sektörün kriz dönemini karlı kapattığı, krizin uzun sürmesi ve reel sektöre sıçraması sonrasında ise gelir ve kar rakamlarında nominal olarak dahi gerileme yaşandığı, bu gerilemenin faaliyet giderlerinin kısıtlanması ile karşılanmaya çalışıldığı, giderler kaleminin nominal olarak kriz öncesi dönemin altında kaldığı,

- Sektörün bir bütün olarak gerek kriz döneminde gerekse krizden sonraki dönemde sermaye yeterliliği yükümlülüklerini yerine getirdiği, ancak risk karşılıkları toplamının kriz döneminde pek artış göstermemiş olmasının, sermaye yeterliliği tablolarında risk ölçümünün yeterli ölçüde olmadığını gösterdiği, diğer taraftan kriz döneminde aracı kurumlar faaliyet giderlerinde kısıntıya gitmeleri ve artan karlılıkları dolayısıyla sermaye yeterliliği taban fazlalarının arttığı,

- Sektör için geçerli olan sonuçların söz konusu kriz döneminde öz sermayesi en düşük 20 aracı kurum için geçerli olmadığı, söz konusu aracı kurumların borç rakamlarında artış ve kar rakamlarında düşüşler olduğu, sonuçlarına ulaşılmıştır.



KAYNAKÇA

AKTAN, Coşkun Can ve ŞEN Hüseyin;

1999, "Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye", Tosyöv Yayınları, Ankara.

ALLEN, Franklin;

2001, "Financial Structure and Financial Crisis", International Review of Finance, Volume:2, Sayfa: 1-19.

ALP, Ali;

2000, "Finansın Uluslararasılaşması", Yapı Kredi Yayınları, Yayın No: 1337, İstanbul.

ALP, Ali;

2002, "Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye", İMKB Yayınları, Ankara.

ALPER, Emre;

2001; "The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong", Russian and East European Finance and Trade, Vol: 37, No: 6, Sayfa: 51-71.

BAYRAKTAR, Alper;

2002, "Aracı Kurumlarda Sistemik Risk Yönetimi ve Krizlerin Sektöre Etkisi", SPK Yeterlik Etüdü, Ankara.

BORATAV, Korkut;

2001, "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 186.

BULUTOĞLU, Kenan

2002, "Yöresel ve Parasal Para Krizleri", Batı Türkeli Yayıncılık, İstanbul.

CANOVA, Fabio,

1994, "Were Financial Crisis Prredictable?", Journal of Money, Credit and Banking, Vol: 26, No: 1 Sayfa 102-124.

COLLINS ENGLISH DICTIONARY;

1986; Williams Collins nad Sons&Co. Ltd., İkinci Baskı, London.

ÇITAK, Serdar;

1999, "Geleneksel Risk Yönetiminden Programlanmış Menkul Kıymet İşlemlerine", Dünya Yayınları, İstanbul.

EREN, Aslan ve SÜSLÜ, Bora;

2001, "Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirilmesi", Yeni Türkiye Dergisi, Sayı: 41, Sayfa: 662-674.

ERSEL, Hasan ve SAK Güven;

1995, "İşletme Sermayesi İhtiyacı, Kredi Bağımlılığı ve Şirketler Kesiminin Kriz Dönemi Performansı", İşletme ve Finans Dergisi, Sayı:109, Sayfa: 5-16.

ERTUNA, Özer;

2001, "Türkiye'de Ekonomik Krizler, Nedenleri ve Çıkış Yolu", Yeni Türkiye Dergisi, Sayı: 41, Sayfa: 491-510.

GÜLOĞLU, Bülent,

2001, "İstikrar Programından İstikrarsızlığa: Kasım ve Şubat Krizleri" Yeni Türkiye Dergisi, Sayı: 41, Sayfa: 524-530.

GÜZELHAN, Hayal;

1991, "Takas ve Saklamanın Düzenlemelerdeki Yeri, Sistemin Sorunları ve Modernizasyonu", SPK Araştırma Raporu, Ankara.

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI;

2000, "Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri", Ankara.

HIGGINS, Matt ve OSLER, Carl;

1997, Oxford Review of Economic Policy 13, 110-134.

IŞIK, İhsan;

2001, "1994 Krizi ve Ticari Bankalar Üzerindeki Etkileri: Deneysel Bir Çalışma", İMKB Dergisi, Sayı: 20.

IOSCO;

1998, "Risk Management And Control Guidance For Securities Firms and Their Supervisors", A Report by the Technical Committee.

KADIOĞLU, Ferya, Z. KOTAN ve G. ŞAHİNBEYOĞLU

2001, "Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000".

KAMINSKY, Gale ve REINHART, Carl;

1996, "Banking and Balance of Payments Crises: Models and Evidence", Working Paper, Board of Governors of Federal Reserve, Washington.

KARACAN, Ali İhsan;

1996, "Bankacılık ve Kriz", Finans Dünyası Yayınları, Yayın No:1, İstanbul.

KARAN, Mehmet Baha ve KARACABEY, Ali Argun;

2003, "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği" SPK Yayınları, Yayın No: 140, Ankara.

KUMCU, Ercan ve EĞİLMEZ Mahfi;

2001, "Krizleri Nasıl Çıkardık", Creative Yayınları, İstanbul.

MISHKIN, Frederic;

2001, "Financial Policies and The Prevention of Financial Crisis in Emerging Market Countries", NBER Working Paper Series, Working Paper 8087, January.

ORUÇ, Bora;

2002, "Finansal Sistemlerin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri- Türk Sermaye Piyasaları" SPK Yeterlik Etüdü, Ankara.

ÖNDER, İzzettin;

2001, "Ekonomik Kriz", Yeni Türkiye Dergisi, Sayı: 41, Sayfa: 45-55.

ÖZATAY, Fatih;

1995, "1994 Krizinden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar ve Güven Bunalımı", İşletme ve Finans Dergisi, Sayı:109, Sayfa: 17-33.

ÖZÇAM, Mustafa;

1999, "Türk Sermaye Piyasalarının Profili: Kriz Eğilimi Açısından Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", SPK Araştırma Raporu, Ankara.

SAK, Güven;

2000, "Bir Krizin Anatomisi: 2000 Kasım'ında Neler Oldu", Ankara.

SPK;

1996, "Aracı Kurumlar 1995", SPK Yayınları, Yayın No: 18, Ankara.

SPK;

1997, "Aracı Kurumlar 1996", SPK Yayınları, Yayın No: 45, Ankara.

SPK;

1998, "Aracı Kurumlar 1997", SPK Yayınları, Yayın No: 72, Ankara.

SPK-İMKB;

1999, "Aracı Kurumlar, Genel Bilgiler ve Mali Tablolar 1998", İstanbul.

THE NEW PALGRAVE,

1988, "A Dictionary of Economics", Macmillan Press Limited, Volume:1, Sayfa: 724-726, London.

TOGAY, Sübidey;

2001, "Kasım ve Şubat Krizleri Üzerine", Yeni Türkiye Dergisi, Sayı: 41, Sayfa: 511-517.

TÖRÜNER, Yaman;

2001, "Kasım-Aralık 2000 Krizinin Hikayesi", Yeni Türkiye Dergisi, Sayı: 41, Sayfa: 531-541.

TSPAKB;

2002, "e-birlik/Aylık Bülten", Sayı:3, Kasım 2002.

TSPAKB;

2003, "e-birlik/Aylık Bülten", Sayı:11, Temmuz 2003.

TSPAKB;

2002, "Türk Sermaye Piyasası ve Aracı Kurumlar 2001", Yıllık Rapor, İstanbul.

TSPAKB;

2003, "Türk Sermaye Piyasası ve Aracı Kurumlar 2002", Yıllık Rapor, İstanbul.

ULUDAĞ, Dilek;

2001, "Aracı Kurumların Mali Yapılarını Güçlendirmeye Yönelik Bir Yöntem: Sermaye Yeterliliği", SPK Yayınları, Yayın No.134, Ankara.

UYGUR, Ercan;

2001, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri" Ankara.

YILDIRIM, Sevil;

1991, "Sermaye Piyasalarında Kriz; Sistemik Risk ve Türkiye Üzerine Değerlendirmeler", Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara.

YILMAZ, Rasim;

2001, "Bankacılık Krizleri, Makro Ekonomik İstikrar ve Ahlaki Tehlike", İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 180.

YARARLANILAN WEB SAYFALARI

<http://www.bddk.org.tr>

<http://www.die.gov.tr>

<http://www.dpt.gov.tr>

<http://www.hazine.gov.tr>

<http://www.imf.org>

<http://www.imkb.gov.tr>

<http://www.iosco.org>

<http://www.nber.org>

<http://www.spk.gov.tr>

<http://www.takasbank.com.tr>

<http://www.tcmb.gov.tr>

<http://www.tspakb.org.tr>

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE BİLANÇOLARI (Milyon TL.)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
3. Ara Mamüller	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
4. Mamüller	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
5. Emtia	6.319	0	0	0	0	0	0	0	0		
6. Diğer Stoklar	53	5.791	1.670	61.569	0	93.949	8.762	20.334	0		
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
8. Verilen Sipariş Avansları	300.926	8.119	518.624	85.563	3.300.357	74.220	929	23.404	3.404		
F. Diğer Dönen Varlıklar	14.352.517	32.121.320	20.675.203	62.638.904	96.377.091	125.963.167	27.393.236	41.371.602	58.814.786		
II. DURAN VARLIKLAR	40.187.805	44.047.146	60.767.675	79.526.769	117.356.759	182.062.256	256.412.214	301.879.797	332.647.251		
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	1.257.741	2.733.943	2.703.248	1.974.862	1.962.980	1.151.573	1.264.771	854.585	2.160.277		
1. Alıcılar	832.677	4.457.465	4.405.985	5.037.209	4.924.602	5.196.477	5.158.907	4.320.999	5.067.502		
2. Alacak Senetleri	27.806	47.286	0	37.397	0	0	0	13.200	0		
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	1.218.002	2.665.470	2.686.036	1.885.315	1.954.663	1.106.366	1.162.380	679.941	1.303.619		
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	3.257.351	37.825	134.145	76.104	131.193	242.561	318.304	355.620	223.230		
5. Alacak Reeskontu (-)	-8.276	-8.744	0	-14.889	0	0	-82.450	-5.322	-1.286		
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	-4.069.819	-4.465.359	-4.522.918	-5.046.274	-5.047.478	-5.393.831	-5.292.371	-4.509.553	-4.432.788		
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	561.446	652.074	341.169	689.426	3.642.848	362.089	904.599	96.114	3.641.686		
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
2. İştiraklerden Alacaklar	306.276	306.276	272	105.451	558	1.117	999	0	0		
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	182.033	249.729	291.239	343.693	3.602.459	278.072	389.203	0	3.292.251		
4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	73.137	97.355	94.615	395.874	285.902	321.762	749.124	230.841	1.383.474		
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0	-4.306	-4.306	-4.306	-4.135	0	0	0		
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	-1.286	-40.651	-151.286	-241.765	-234.727	-234.727	-134.727	-1.034.039		
C. Finansal Duran Varlıklar	18.126.003	15.158.582	25.162.756	29.299.341	53.790.035	97.797.868	161.609.633	197.858.428	222.156.946		
1. Bağlı Menkul Kıymetler	2.017.049	2.552.525	9.260.390	6.392.280	25.680.746	58.231.769	66.358.432	96.566.252	116.557.414		
2. Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	-2.091	-2.008	-2.091	-7.356	-236.385	-91.500	-192.911	-172.644	-178.782		
3. İştirakler	2.248.437	2.376.193	5.022.900	5.908.658	10.984.575	16.456.919	48.142.858	41.577.793	49.595.229		
4. İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	-250	0	-250	-94.200	-7.500	-7.500	-5.000	-5.000	-5.000		
5. İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	-6.750	0	0	-2.970	0	-63.624	-707.027	-12.556	-585.670		

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE BİLANÇOLARI (Milyon TL.)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
6. Bağı Ortaklıklar											
7. Bağı Ortaklıklara Sermaye Taah.(-)	4.561.257	9.770.578	9.613.111	10.728.271	9.132.595	13.946.603	25.599.404	34.715.990	27.341.346		
8. Bağı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	-40.420	-51.789	-21.034	-211.440	-21.034	-71.150	-71.150	0	0		
9. Diğer Finansal Duran Varlıklar	-26.750	-27.000	-211.538	-220.687	-987.135	-1.386.127	-1.289.670	-1.283.721	-1.283.721		
D. Maddi Duran Varlıklar	9.375.521	540.083	1.501.268	6.806.785	9.244.173	10.782.478	23.774.698	26.472.314	30.716.129		
1. Arazi ve Arsalar	15.521.029	19.906.331	26.052.929	37.030.724	45.619.359	67.551.855	76.070.905	88.597.758	92.129.978		
2. Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	20.465	23.187	23.137	73.187	113.187	63.188	63.187	53.804	53.804		
3. Binalar	6.865.221	8.383	0	8.955	8.955	12.305	0	0	0		
4. Makine, Tesis ve Cihazlar	5.910.613	9.292.923	10.230.574	14.227.175	15.539.506	39.309.949	46.669.895	58.140.694	61.707.318		
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	3.818.040	4.528.043	5.940.927	7.954.315	9.817.324	11.181.755	12.182.842	14.328.672	14.745.964		
6. Döşeme ve Demirbaşlar	7.361.309	10.309.974	13.936.322	17.855.554	23.161.140	28.275.950	33.897.649	41.000.340	40.906.948		
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	1.394.742	1.902.272	2.854.217	3.815.135	6.815.092	8.521.389	9.700.360	10.905.415	12.584.014		
8. Birlikmiş Amortismanlar (-)	-10.254.385	-15.184.514	-18.967.934	-26.843.681	-34.774.238	-47.311.375	-56.279.364	-69.594.584	-71.971.835		
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	300.272	305.535	244.141	1.856.277	1.259.887	438.688	734.774	947.707	924.294		
10. Verilen Sipariş Avansları	104.752	92.714	882.309	2.774.630	6.213.591	2.545.783	2.436.790	2.590.113	2.435.611		
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3.321.110	4.475.791	5.482.430	7.931.987	11.001.781	11.222.863	11.177.278	11.113.072	10.233.435		
1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	709.973	975.226	1.094.359	1.354.286	1.416.330	1.601.349	1.577.831	1.186.050	1.309.131		
2. Haklar	547.861	803.567	911.179	1.399.882	1.580.580	1.406.136	1.922.337	1.622.086	1.799.972		
3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	30.673	8.362	467	186.618	467	630.580	162.739	126.425	99.458		
4. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.025.555	2.691.915	3.477.234	4.924.721	7.020.236	8.339.320	7.433.293	8.104.424	6.824.583		
5. Verilen Avanslar	7.048	-3.279	-809	66.480	1.004.168	-754.522	81.077	74.087	200.291		
F. Diğer Duran Varlıklar	1.400.476	1.120.425	1.025.143	2.600.429	1.339.756	3.976.008	5.385.029	3.359.840	2.324.927		
AKTİF TOPLAMI	262.342.531	454.821.671	671.141.638	669.094.810	877.438.309	949.963.220	921.001.222	996.672.520	982.680.597		
I. KISA VADELİ BORÇLAR	99.458.775	196.599.028	309.533.620	267.750.385	327.617.457	355.517.643	273.770.724	260.879.476	227.502.993		
A. Finansal Borçlar	36.458.999	84.666.848	106.939.029	62.972.889	66.742.978	46.201.783	47.955.806	53.005.067	36.016.625		
1. Banka Kredileri	25.260.065	40.912.932	61.144.723	25.253.921	39.561.595	26.192.689	12.514.875	34.589.173	19.869.179		
2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	5.949.542	35.719.212	36.238.537	28.760.786	24.801.662	9.089.486	5.403.335	275.899	48.984		

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE BİLANÇOLARI (Milyon TL.)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
4. Çıkarılmış Borolar ve Senetler	0	0	5.503	2.502	0	0	0	0	0		
5. Diğer Finansal Borçlar	5.249.392	8.034.704	9.550.266	8.955.680	2.379.721	10.919.608	30.037.595	18.139.995	16.098.462		
B. Ticari Borçlar	25.777.187	31.368.165	81.596.291	89.682.156	104.711.474	134.364.417	131.083.340	100.014.196	89.372.643		
1. Satıcılar	4.357.537	7.420.239	12.946.208	11.426.555	16.093.001	27.533.399	16.149.126	29.059.232	34.792.268		
2. Borç Senetleri	301.173	149.031	565.294	208.490	61.641	839.263	635.532	696.405	617.981		
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	1.034.780	28.198	209.957	341.592	1.425.593	3.632.935	2.844.567	9.537.077	2.933.793		
4. Diğer Ticari Borçlar	20.083.751	23.772.848	67.875.776	77.709.634	86.687.314	97.169.588	111.433.481	60.722.606	50.831.233		
5. Borç Reeskontu (-)	-54	-2.151	-944	-4.115	443.924	5.189.232	20.634	-1.124	197.368		
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	11.814.052	17.765.545	34.965.299	27.361.418	50.433.353	43.213.324	59.146.457	39.840.785	56.361.111		
1. Ortaklara Borçlar	616.341	651.392	1.031.484	281.080	1.418.560	1.802.113	12.989.399	4.451.006	3.891.654		
2. İştiraklere Borçlar	417.040	13.800	0	0	0	0	218.236	3.773	0		
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	2.893	293.231	8.482	743.576	658.480	11.753	9.308.657	2.957.214	940.442		
4. Ödenecek Giderler	1.693.694	2.229.294	5.903.017	5.181.973	2.567.452	4.096.714	1.936.972	3.426.318	2.016.364		
5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	6.402.788	11.671.420	13.014.169	16.464.319	24.844.505	13.708.391	19.187.088	11.462.853	35.668.841		
6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	59.043	15.482	44.333	803.285	0	6.078.521	623	206.573	188.794		
7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	2.622.288	2.890.926	14.963.995	3.889.815	20.944.356	17.515.832	15.504.368	17.316.656	13.655.016		
8. Borç Reeskontu (-)	-35	0	-181	-2.630	0	0	1.114	16.392	0		
D. Alınan Sipariş Avansları	2.301.744	4.669.525	15.511.921	1.996.908	1.311.848	4.473.088	641.500	2.048.279	181.805		
E. Borç ve Gider Karşılıkları	23.106.793	58.128.945	70.521.080	85.737.014	104.417.803	127.265.031	34.943.621	65.971.149	45.570.810		
1. Vergi Karşılıkları	19.397.535	48.866.184	55.933.019	76.284.756	93.717.538	116.331.716	27.099.033	55.103.214	37.679.099		
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	3.709.258	9.262.761	14.588.061	9.452.258	10.700.265	10.933.315	7.844.587	10.867.935	7.891.710		
II. UZUN VADELİ BORÇLAR	42.107.487	70.333.011	60.495.890	76.062.545	27.484.928	20.542.503	23.652.980	21.005.683	21.746.667		
A. Finansal Borçlar UV	37.166.372	64.048.753	49.952.345	62.589.225	12.186.873	2.198.695	3.965.250	248.664	265.247		
1. Banka Kredileri	37.166.372	62.637.725	48.521.814	61.281.418	10.547.276	1.041.487	3.176.894	248.580	265.247		
2. Çıkarılmış Tahviller	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
4. Diğer Finansal Borçlar	0	1.411.028	1.430.531	1.307.807	1.639.597	1.157.208	788.356	84	0		

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE BİLANÇOLARI (Milyon TL.)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
B. Ticari Borçlar	53.647	7.519	27.874	85.144	85.724	40.719	518.380	618.829	52.218		
1. Satıcılar	47.000	11	0	75.283	59.978	26.899	495.204	604.364	37.998		
2. Borç Senetleri	0	0	0	0	490	0	0	0	0		
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	6.647	7.508	8.977	9.861	13.718	13.820	13.389	14.465	14.220		
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0	18.897	0	11.538	0	9.787	0	0		
5. Borç Reeskontu (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	708.182	962.572	583.657	753.868	971.046	230.879	100.316	41.479	133.378		
1. Ortaklara Borçlar	419.934	16.298	16.250	493.125	130.230	41.225	29.350	16.225	110.620		
2. İştiraklere Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
4. Erteleyen ve Taksitli Bağlanan Devlet Alacakları	146.917	27.301	1.227	1.491	254.182	157.819	59.177	23.465	20.969		
5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar	141.367	918.973	566.180	259.252	586.634	31.835	11.789	1.789	1.789		
6. Borç Reeskontu (-)	-36	0	0	0	0	0	0	0	0		
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0	0	0	116.837	0	0	41.059	0		
E. Borç ve Gider Karşılıkları	4.179.286	5.314.167	9.932.014	12.634.308	14.124.448	18.072.210	19.069.034	20.055.653	21.295.824		
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	2.726.101	4.309.727	6.321.729	8.872.663	11.794.624	16.125.013	17.417.823	19.545.423	20.604.582		
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	1.453.185	1.004.440	3.610.285	3.761.645	2.329.824	1.947.197	1.651.211	510.230	691.242		
III. ÖZ SERMAYE	120.776.269	187.889.632	301.112.128	325.281.880	522.335.924	573.903.074	623.577.518	714.787.360	733.430.937		
A. Sermaye	79.791.775	95.309.775	133.841.298	148.920.298	252.389.484	268.351.106	401.734.860	439.757.603	482.284.450		
B. Sermaye Taahhütleri (-)	-8.293.245	-9.577.692	-7.501.948	-6.332.633	-7.517.936	-8.018.751	-5.905.162	-11.593.092	-23.202.614		
C. Emisyon Primi	511.263	512.287	512.287	512.287	3.620.087	3.621.228	5.746.228	2.735.706	2.735.706		
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	5.928.796	12.405.092	11.934.068	14.169.270	17.425.396	28.200.695	33.409.084	48.626.827	39.046.576		
1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı	5.191.106	6.898.250	7.879.091	11.805.842	11.993.488	16.287.651	23.752.873	37.384.666	32.738.050		
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	248.930	180.723	382.123	384.143	1.754.165	1.669.387	3.326.853	2.988.070	1.680.658		
3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı	488.760	5.326.119	3.672.854	1.979.285	3.677.744	10.243.657	6.329.358	8.254.091	4.627.868		
E. Yedekler	22.357.435	20.698.717	53.387.771	54.599.629	86.134.902	76.217.443	171.555.908	147.655.158	245.276.100		
1. Yasal Yedekler	5.558.097	5.114.937	13.911.604	10.340.684	18.515.994	19.514.038	31.592.085	31.147.427	34.833.643		
2. Statü Yedekleri	23.026	9.516	73.566	45.320	121.434	466.348	1.520.200	734.846	860.699		
3. Özel Yedekler	372.652	638.661	1.164.505	1.047.462	2.988.830	2.410.767	930.316	1.369.117	2.174.213		

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE BİLANÇOLARI (Milyon TL.)										
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003	
4. Olağanüstü Yedek	15.948.816	14.916.415	37.335.489	36.371.055	58.067.355	53.273.367	129.969.367	111.374.549	149.976.602	
5. Maliyet Artış Fonu	163.848	19.188	39.903	73.706	92.462	119.656	149.520	471.596	208.274	
6. Serm. Eldenecak İkt.Hiss.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0	62.320	0	142.499	0	0	0	0	
7. Geçmiş Yıl Karı	290.996	0	800.384	6.721.402	6.206.327	433.267	7.394.420	2.557.623	57.222.669	
F. Net Dönem Karı	27.412.481	75.587.250	113.615.723	126.918.667	194.572.387	231.031.991	60.369.539	116.240.072	31.974.997	
G. Dönem Zararı (-)	-3.190.365	-876.855	-734.835	-9.557.151	-10.913.737	-12.682.191	-13.015.779	-10.428.849	-15.513.874	
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-3.741.871	-6.168.942	-3.942.236	-3.948.487	-13.374.659	-12.818.447	-30.317.161	-18.206.065	-29.170.404	
1. Yılı Zararı	-3.556.897	-6.028.554	-3.727.297	-3.734.283	-11.563.609	-11.855.666	-25.283.518	-16.217.120	-23.825.342	
2. Yılı Zararı	-184.974	-140.388	-214.939	-214.204	-1.811.050	-962.781	-5.033.643	-1.988.945	-5.345.062	
PASİF TOPLAMI	262.342.531	454.821.671	671.141.638	669.094.810	877.438.309	949.963.220	921.001.222	996.672.520	982.680.597	

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE BİLANÇOLARI (USD.)										
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003	
3. Ara Mamüller	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Mamüller	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Emtia	15.038	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6. Diğer Stoklar	126.128.613	10.671	2.685	91.213	0	64.949	5.441	12.381	0	0
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8. Verilen Sipariş Avansları	716.139	14.960	833.841	126.759	2.591.507	51.310	576.852.7436	14.250	1.983	1.983
F. Diğer Dönen Varlıklar	34.155.907	59.187.659	33.241.479	92.797.826	75.677.245	87.080.744	17.009.541	25.189.969	34.265.325	34.265.325
II. DURAN VARLIKLAR	95.638.342	81.162.525	97.701.939	117.816.737	92.150.906	125.863.116	159.216.458	183.805.856	193.799.332	193.799.332
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	2.993.153	5.037.641	4.346.268	2.925.704	1.541.372	796.104	785.346	520.332	1.258.571	1.258.571
1. Alıcılar	1.981.592	8.213.452	7.083.919	7.462.488	3.866.897	3.592.424	3.203.369	2.630.748	2.952.312	2.952.312
2. Alacak Senetleri	66.172	87.131	0	55.403	0	0	0	8.037	0	0
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	2.898.583	4.911.471	4.318.594	2.793.043	1.534.841	764.852	721.768	413.996	759.485	759.485
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	7.751.796	69.697	215.678	112.746	103.015	167.687	197.648	216.527	130.053	130.053
5. Alacak Reeskontu (-)	-19.695	-16.112	0	-22.058	0	0	-51.196	-3.240	-749	-749
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	-9.685.295	-8.227.998	-7.271.923	-7.475.917	-3.963.382	-3.728.858	-3.286.242	-2.745.736	-2.582.530	-2.582.530
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	1.336.121	1.201.530	548.530	1.021.366	2.860.438	250.319	561.701	58.521	2.121.636	2.121.636
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. İşitiraklerden Alacaklar	728.871	564.353	437.320.128	156.223	438.152.9107	772	620.318.5047	0	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	433.199	460.158	468.252	509.172	2.828.724	192.236	241.671	0	1.918.056	1.918.056
4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	174.050	179.399	152.121	586.477	224.496	222.440	465.161	140.552	806.008	806.008
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0	-6.923	-6.379	-3.381	-2.859	0	0	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	-2.370	-65.358	-224.126	-189.839	-162.271	-145.751	-82.031	-602.428	-602.428
C. Finansal Duran Varlıklar	43.135.993	27.931.635	40.456.543	43.406.174	42.237.026	67.609.535	100.349.796	120.470.260	129.427.998	129.427.998
1. Bağlı Menkul Kıymetler	4.800.143	4.703.355	14.888.805	9.469.988	20.165.042	40.256.734	41.204.568	58.796.391	67.906.014	67.906.014
2. Bağlı Menkul Kıy. Değ. Düş. Karşılığı (-)	-4.976	-3.700	-3.362	-10.898	-185.614	-63.256	-119.786	-105.118	-104.158	-104.158
3. İşitirakler	5.350.797	4.378.441	8.075.791	8.753.516	8.625.311	11.376.983	29.893.799	25.315.513	28.894.038	28.894.038
4. İşitiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	-594.946.2882	0	-401.948.647	-139.555	-5.889	-5.185	-3.105	-3.044	-2.913	-2.913
5. İşitirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	-16.064	0	0	-4.400	0	-43.984	-439.021	-7.645	-341.210	-341.210

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE BİLANÇOLARI (USD.)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
6. Bağlı Ortaklıklar											
7. Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taah.(-)	10.854.812	18.003.545	15.455.908	15.893.641	7.171.099	9.641.553	15.895.680	21.137.560	15.928.990		
8. Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	-96.191	-95.428	-33.818	-313.243	-16.516	-49.187	-44.180	0	0		
	-63.659	-49.751	-340.110	-326.942	-775.118	-958.256	-800.807	-781.620	-747.892		
9. Diğer Finansal Duran Varlıklar	22.311.726	995.172	2.413.731	10.084.066	7.258.712	7.454.133	14.762.648	16.118.224	17.895.128		
D. Maddi Duran Varlıklar	36.936.714	36.679.972	41.887.758	54.860.007	35.821.245	46.699.888	47.235.425	53.944.606	53.674.660		
1. Arazi ve Arsalar	48.702	42.725	37.200	108.425	88.877	43.683	39.235	32.760	31.346		
2. Yerüstü ve Yeraltı Düzeyleri	0	15.447	0	13.267	7.032	8.507	0	0	0		
3. Binalar	16.337.751	17.123.405	16.448.662	21.077.171	12.201.935	27.175.719	28.979.179	35.400.183	35.950.506		
4. Makine, Teçhizat ve Cihazlar	14.065.989	15.897.856	17.539.811	22.680.128	13.713.806	16.947.151	16.557.207	18.403.490	17.911.285		
5. Taahhüt Araç ve Gereçleri	9.086.115	8.343.501	9.551.790	11.784.101	7.708.762	7.730.161	7.564.807	8.724.313	8.590.956		
6. Döşeme ve Demirbaşlar	17.518.334	18.997.452	22.406.743	26.452.516	18.186.597	19.547.704	21.048.387	24.963.918	23.832.270		
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	3.319.186	3.505.181	4.588.995	5.652.018	5.351.348	5.890.999	6.023.336	6.639.991	7.331.410		
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	-24.403.233	-27.979.418	-30.496.542	-39.768.181	-27.305.437	-32.707.257	-34.946.077	-42.374.124	-41.930.584		
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	714.583	562.987	392.529	2.750.024	989.289	303.273	456.250	577.031	538.491		
10. Verilen Sipariş Avansları	249.287	170.837	1.418.572	4.110.539	4.879.038	1.759.948	1.513.099	1.577.045	1.418.980		
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.903.528	8.247.220	8.814.621	11.751.022	8.638.821	7.758.580	6.940.413	6.766.427	5.961.970		
1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	1.689.583	1.796.979	1.759.504	2.006.338	1.112.131	1.107.043	979.738	722.151	762.696		
2. Haklar	1.303.791	1.480.675	1.464.989	2.073.887	1.225.399	972.089	1.193.655	987.641	1.048.659		
3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	72.995	15.408	750.840.727	276.469	366.697.8661	435.932	101.051	76.977	57.944		
4. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.820.386	4.960.199	5.590.678	7.295.840	5.512.432	5.765.131	4.615.625	4.934.549	3.975.982		
5. Verilen Avanslar	16.773	-6.042	-1300.705.822	98.488	788.493	-521.615	50.344	45.109	116.689		
F. Diğer Duran Varlıklar	3.332.832	2.064.527	1.848.219	3.852.465	1.052.004	2.748.690	3.343.777	2.045.709	1.354.496		
AKTİF TOPLAMI	624.318.860	838.067.361	1.079.057.893	991.245.696	688.982.346	656.727.724	571.885.987	606.845.001	572.506.890		
I. KISA VADELİ BORÇLAR	00.01.1900	00.01.1900	00.01.1900	00.01.1900	00.01.1900	00.01.1900	00.01.1900	00.01.1900	00.01.1900		
A. Finansal Borçlar	236.690.516	362.258.967	497.666.479	396.664.886	257.251.868	245.776.139	169.995.041	158.841.949	132.542.590		
1. Banka Kredileri	86.764.585	156.009.545	171.935.992	93.292.616	52.407.939	31.940.175	29.777.652	32.273.249	20.983.182		
2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	60.113.528	75.387.333	98.308.155	37.412.995	31.064.566	18.107.506	7.770.980	21.060.345	11.575.727		

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE BİLANÇOLARI (USD.)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler	0	0	8.848	3.707	0	0	0	0	0		
5. Diğer Finansal Borçlar	12.492.425	14.804.974	15.354.866	13.267.595	1.868.605	7.548.934	18.651.528	11.044.917	9.378.918		
B. Ticari Borçlar	61.344.167	57.799.874	131.190.075	132.861.666	82.221.572	92.888.689	81.394.816	60.895.744	52.068.245		
1. Satıcılar	10.370.002	13.672.744	20.814.843	16.928.129	12.636.551	19.034.365	10.027.629	17.693.324	20.269.875		
2. Borç Senetleri	7.16.727	274.609	908.877	308.872	48.402	580.199	394.627	424.021	360.034		
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	2.462.554	51.958	337.568	506.059	1.119.405	2.511.517	1.766.304	5.806.850	1.709.219		
4. Diğer Ticari Borçlar	47.795.012	43.804.527	109.130.305	115.124.701	68.068.636	67.175.193	69.193.444	36.972.234	29.614.130		
5. Borç Reeskontu (-)	-128.508.3983	-3.963	-1517.758091	-6.096	348.578	3.587.415	12.812	-684	114.986		
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	28.114.906	32.735.299	56.217.019	40.535.194	39.601.291	29.874.197	36.726.368	24.257.899	32.835.821		
1. Ortaklara Borçlar	1.466.759	1.200.273	1.658.414	416.412	1.113.882	1.245.835	8.065.630	2.710.089	2.267.266		
2. İştiraklere Borçlar	992.466	25.428	0	0	0	0	135.511	2.297	0		
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	6.885	540.316	13.637	1.101.588	517.052	8.125	5.780.112	1.800.562	547.899		
4. Ödenecek Giderler	4.030.628	4.107.761	9.490.839	7.676.952	2.016.015	2.832.137	1.202.742	2.086.186	1.174.728		
5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	15.237.260	21.506.091	20.924.110	24.391.439	19.508.409	9.476.873	11.914.020	6.979.399	20.780.564		
6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	140.510	28.528	71.278	1.190.045	0	4.202.198	386.845.2737	125.776	109.991		
7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	6.240.482	5.326.903	24.059.030	5.762.655	16.445.933	12.109.029	9.627.274	10.543.610	7.955.373		
8. Borç Reeskontu (-)	-83.292.48035	0	-291.0108205	-3.896	0	0	692	9.981	0		
D. Alınan Sipariş Avansları	5.477.656	8.604.200	24.939.983	2.958.365	1.030.090	3.092.331	398.333	1.247.138	105.919		
E. Borç ve Gider Karşılıkları	54.989.203	107.110.049	113.383.411	127.017.046	81.990.975	87.980.747	21.697.873	40.167.920	26.549.423		
1. Vergi Karşılıkları	46.161.966	90.042.222	89.928.805	113.013.784	73.588.910	80.422.338	16.826.858	33.550.749	21.951.735		
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	8.827.237	17.067.827	23.454.606	14.003.262	8.402.065	7.558.410	4.871.013	6.617.171	4.597.688		
II. UZUN VADELİ BORÇLAR	100.206.772	129.597.609	97.264.965	112.684.584	21.581.723	14.201.425	14.687.068	12.789.751	12.669.546		
A. Finansal Borçlar UV	88.447.980	118.018.056	80.313.110	92.724.228	9.569.380	1.520.000	2.462.180	151.404	154.532		
1. Banka Kredileri	88.447.980	115.418.056	78.013.110	90.786.748	8.281.935	720.000	1.972.659	151.353	154.532		
2. Çıkarılmış Tahviller	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
4. Diğer Finansal Borçlar	0	2.600.000	2.300.000	1.937.480	1.287.445	800.000	489.521	51.145.16459	0		

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE BİLANÇOLARI (USD.)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
B. Ticari Borçlar											
1. Satıcılar	127.668	13.855	44.816	126.139	67.312	28.150	321.883	376.787	30.422		
2. Borç Senetleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	15.818	13.834	14.433	14.609	10.772	9.554	8.314	8.807	8.285		
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0	30.382	0	9.060	0	6.077	0	0		
5. Borç Reeskontu (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	1.685.321	1.773.663	938.401	1.116.835	762.485	159.611	62.290	25.255	77.706		
1. Ortaklara Borçlar	999.353	30.031	26.127	730.551	102.259	28.500	18.225	9.879	64.447		
2. İştiraklere Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
4. Ertelenen ve Taksitli Bağlanan Devlet Alacakları	349.631	50.306	1.973	2.209	199.589	109.103	36.745	14.287	12.216		
5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar	336.423	1.693.326	910.301	384.075	460.637	22.008	7.320	1.089	1.042		
6. Borç Reeskontu (-)	-85.672.265	0	0	0	0	0	0	0	0		
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0	0	0	91.743	0	0	25.000	0		
E. Borç ve Gider Karşılıkları	9.945.803	9.792.035	15.968.638	18.717.382	11.090.803	12.493.664	11.840.715	12.211.306	12.406.886		
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	6.487.535	7.941.226	10.164.042	13.144.608	9.261.378	11.147.530	10.815.413	11.900.641	12.004.170		
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	3.458.268	1.850.810	5.804.597	5.572.774	1.829.425	1.346.134	1.025.302	310.664	402.716		
III. ÖZ SERMAYE	287.421.572	346.210.786	484.126.450	481.896.226	410.148.755	396.750.160	387.203.877	435.213.300	427.294.755		
A. Sermaye	189.887.281	175.620.505	215.189.315	220.621.356	198.181.339	185.516.247	249.453.021	267.755.655	280.977.534		
B. Sermaye Taahhütleri (-)	-19.736.141	-17.648.128	-12.061.591	-9.381.623	-5.903.236	-5.543.516	-3.666.748	-7.058.698	-13.517.776		
C. Emisyon Primi	1.216.696	943.955	823.652	758.939	2.842.566	2.503.424	3.568.060	1.665.692	1.593.814		
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	14.109.261	22.857.976	19.187.530	20.991.387	13.682.774	19.495.679	20.745.018	29.607.465	22.748.423		
1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı	12.353.717	12.710.912	12.667.960	17.490.033	9.417.530	11.259.964	14.749.096	22.762.439	19.073.094		
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	592.400	333.005	614.375	569.097	1.377.406	1.154.079	2.065.774	1.819.349	979.147		
3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı	1.163.144	9.814.059	5.905.195	2.932.257	2.887.839	7.081.636	3.930.148	5.025.677	2.696.183		
E. Yedekler	53.205.892	38.140.045	85.836.569	80.887.860	67.634.871	52.690.575	106.525.830	89.902.945	142.897.151		
1. Yasal Yedekler	13.227.077	9.424.929	22.367.002	15.319.441	14.539.134	13.490.427	19.616.772	18.964.765	20.293.980		
2. Statü Yedekleri	54.797	17.534	118.279	67.140	95.352	322.395	943.952	447.426	501.441		
3. Özel Yedekler	886.832	1.176.815	1.872.285	1.551.786	2.346.890	1.666.609	577.670	833.616	1.266.690		

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE BİLANÇOLARI (USD.)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
4. Olağanüstü Yedek	37.954.756	27.485.411	60.027.797	53.882.725	45.595.664	36.828.896	80.703.106	67.812.734	87.375.937		
5. Maliyet Artış Fonu	389.923	35.356	64.156	109.193	72.603	82.720	92.843	287.141	121.340		
6. Serm.Eklenecak İst.His.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0	100.198	0	111.893	0	0	0	0		
7.Geçmiş Yıl Karı	692.508	0	1.286.853	9.957.574	4.873.334	299.526	4.591.487	1.557.262	33.337.762		
F. Net Dönem Karı	65.235.815	139.279.219	182.670.745	188.026.541	152.782.182	159.716.829	37.485.828	70.775.210	18.628.541		
G. Dönem Zararı (-)	-7.592.383	-1.615.718	-1.181.464	-14.158.658	-8.569.688	-8.767.441	-8.082.011	-6.349.824	-9.038.338		
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-8.904.849	-11.367.068	-6.338.306	-5.849.576	-10.502.053	-8.861.637	-18.825.121	-11.085.145	-16.994.593		
1. Yılı Zararı	-8.464.651	-11.108.385	-5.992.728	-5.532.238	-9.079.980	-8.196.048	-15.699.534	-9.874.134	-13.880.576		
2. Yılı Zararı	-440.198	-258.683	-345.578	-317.337	-1.422.073	-665.589	-3.125.587	-1.211.011	-3.114.018		
PASİF TOPLAMI	624.318.860	838.067.361	1.079.057.893	991.245.696	688.982.346	656.727.724	571.885.987	606.845.001	572.506.890		

ARACI KURUMLARIN KONSOLIDE GELİR TABLOLARI (Milyon TL.)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
A. Brüt Satışlar	32.880.897.080	73.257.969.825	72.923.806.431	154.962.479.464	90.633.829.990	169.185.175.249	50.513.213.591	103.147.911.036	28.371.906.928		
1. Hisse Senetleri ve Geçici İmruhaber Satışları	1.515.205.770	4.927.452.413	10.202.227.316	19.653.570.230	7.748.182.063	11.769.218.751	4.439.288.900	10.021.244.960	2.072.525.696		
2. Özel Kesim Tahvil Satışları	0	0	115.927	0	0	554.495.564	654.656	113.625.503	49.937.636		
3. Finansman Bonusu Satışları	0	0	0	0	0	3.820.151	0	0	82.458.927		
4. Diğer Özel Kesim Senet ve Bono Satışları	0	0	356.996	1.894.478	525.421.712	4.635.509	1.554.055	33.739.254	148.913.340		
5. Devlet Tahvil Satışları	21.779.914.921	51.694.525.060	55.203.840.297	121.193.066.896	71.226.096.773	128.489.848.657	31.861.491.139	61.424.080.754	21.909.097.105		
6. Hazine Bonusu Satışları	9.168.875.413	15.585.930.790	6.133.551.450	10.590.505.093	7.738.529.343	20.426.890.071	10.343.956.122	27.086.438.128	3.874.746.879		
7. Diğer Kamu Kesimi Senet ve Bono Satışları	301.178.307	670.735.659	774.866.009	2.445.587.898	2.264.841.092	5.202.618.393	3.119.699.223	3.148.741.226	20.489.443		
8. Diğer Menkul Kıymet Satışları	63.087.676	220.740.063	362.471.334	633.031.473	920.486.492	2.097.720.062	560.012.850	863.764.919	116.261.582		
9. Aracılık Komisyonları	45.820.450	136.132.913	212.750.627	376.516.277	179.727.993	340.915.902	147.160.966	377.150.175	81.005.298		
10. Diğer Hizmet Satışları	6.814.543	22.452.927	33.626.475	68.307.119	30.544.522	295.012.189	39.395.680	79.126.117	16.471.022		
B. Satışlardan İndirimler (-)	-104.877	-168.486	-74.546	-108.659	-224.111	-81.093	-14.218.860	-74.066.112	-16.779.701		
1. Satış İskontoları (-)	-104.876	-168.486	-74.546	-2.410	-40.149	-81.093	-4.484.256	-30.414.695	-6.347.123		
2. Diğer İndirimler (-)	-1	0	0	-106.249	-183.962	0	-9.734.604	-43.651.417	-10.432.578		
C. Net Satışlar	32.880.792.203	73.257.801.339	72.923.731.885	154.962.370.805	90.633.605.879	169.185.094.156	50.498.994.731	103.073.844.924	28.355.127.227		
D. Satışların Maliyeti (-)	-32.817.294.426	-73.062.922.249	-72.660.379.164	-154.498.897.767	-90.329.436.733	-168.639.641.457	-50.286.488.505	-102.615.028.608	-28.263.216.088		
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	63.497.777	194.879.090	263.352.721	463.473.038	304.169.146	545.452.699	212.506.226	458.816.316	91.911.139		
E. Faaliyet Giderleri (-)	-58.315.286	-157.000.087	-162.492.414	-368.833.491	-201.344.401	-452.559.378	-225.517.023	-458.491.134	-106.731.299		
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-322.206	-869.036	-1.944.139	-1.764.848	-906.930	-1.981.158	-1.106.193	-3.549.091	-386.074		
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-6.395.314	-16.178.037	-28.049.285	-61.913.590	-27.681.530	-60.639.884	-25.250.744	-49.229.367	-8.065.558		
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	-51.597.766	-139.953.014	-132.498.990	-305.155.053	-172.755.941	-389.938.336	-199.160.086	-405.712.676	-98.279.667		
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	5.182.491	37.879.003	100.860.307	94.639.547	102.824.745	92.893.321	-13.010.797	325.182	-14.820.160		
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	59.888.675	156.149.616	129.268.158	216.384.751	298.252.120	431.711.460	149.125.916	277.392.705	80.982.332		
1. İşiraklerden Temettül Gelirleri	1.213.638	1.452.432	2.176.625	2.848.402	4.328.630	4.217.463	9.876.135	8.777.973	460.575		

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE GELİR TABLOLARI (Milyon TL.)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	243.650	0	7.653.660	7.208.440	793.149	923.331	3.238.797	4.031.918	1.069		
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	39.501.714	92.306.650	72.627.387	150.098.483	175.060.553	266.270.452	96.792.509	196.606.242	56.110.422		
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	18.929.673	62.390.534	46.810.486	56.229.426	118.069.788	160.300.214	39.218.475	67.976.572	24.410.266		
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	-7.113.087	-22.067.193	-34.557.879	-56.845.272	-32.057.346	-76.839.146	-60.301.645	-102.807.990	-36.459.777		
H. Finansman Giderleri (-)	-18.704.555	-54.495.554	-31.858.488	-59.710.932	-109.656.030	-129.472.034	-13.956.382	-26.202.030	-4.532.720		
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-11.973.888	-34.151.747	-20.476.144	-44.184.635	-39.246.490	-74.024.130	-13.849.175	-26.070.417	-4.493.502		
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-6.730.667	-20.343.807	-11.382.344	-15.526.297	-70.409.540	-55.447.904	-107.207	-131.613	-39.218		
FAALİYET KARI (ZARARI)	39.253.524	117.465.872	163.712.098	194.468.094	259.363.489	318.293.601	61.857.092	148.707.867	25.169.675		
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	1.744.793	3.827.206	4.033.898	5.917.640	16.522.763	27.781.828	14.275.934	19.632.116	4.270.523		
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	166.435	2.162.689	2.840.309	3.063.023	6.988.477	11.232.689	7.975.838	10.165.977	894.019		
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	231.600	317.100	444.815	1.026.480	1.190.174	1.983.409	2.025.559	2.196.422	373.657		
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	1.346.758	1.347.417	748.774	1.828.137	8.344.112	14.565.730	4.274.537	7.269.717	3.002.847		
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	-4.281.647	-3.988.495	-5.718.699	-11.673.168	-5.698.941	-12.476.136	-2.855.816	-6.173.467	-2.472.010		
1. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	-651.469	-1.104.197	-974.646	-750.240	-995.858	-1.665.125	-509.316	-1.750.653	-725.796		
2. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	-3.630.178	-2.884.298	-4.744.053	-10.922.928	-4.703.083	-10.811.011	-2.346.500	-4.422.814	-1.746.215		
DÖNEM KARI (ZARARI)	36.716.670	117.304.583	162.027.297	188.712.566	270.187.311	333.599.293	73.277.210	162.166.516	26.968.187		
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-12.494.553	-42.594.188	-49.146.408	-71.351.051	-86.528.661	-115.249.492	-25.923.450	-56.355.293	-10.507.064		
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	24.222.117	74.710.395	112.880.889	117.361.515	183.658.650	218.349.801	47.353.760	105.811.223	16.461.123		

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE GELİR TABLOLARI (USD)											
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003		
A. Brüt Satışlar	78.249.470.688	134.987.221.049	117.246.501.328	229.572.683.220	71.167.520.455	116.960.944.099	31.365.646.768	62.803.772.465	16.529.391.400		
1. Hisse Senetleri ve Geçici İlimhaber Satışları	3.605.864.195	9.079.464.114	16.403.085.866	29.116.227.800	6.084.029.611	8.136.285.785	2.756.529.582	6.101.645.510	1.207.447.511		
2. Özel Kesim Tahvil Satışları	0	0	186.386.8032	0	0	383.333.777,6	406.502	69.183.274	29.093.523		
3. Finansman Bonosu Satışları	0	0	0	0	0	264.094.374	0	0	480.403.378		
4. Diğer Özel Kesim Senet ve Bono Satışları	0	0	573.976.2368	2.806.617	412.571.779	3.204.616	964.974	20.542.854	86.756.484		
5. Devlet Tahvil Satışları	51.831.518.163	95.253.803.756	88.756.435.675	179.544.220.325	55.928.174.938	88.827.487.302	19.784.056.597	37.399.341.904	12.764.176.980		
6. Hazine Bonosu Satışları	21.819.953.578	28.719.079.847	9.861.490.828	15.689.544.200	6.076.450.100	14.121.499.382	6.422.970.364	16.492.146.860	2.257.416.391		
7. Diğer Kamu Kesimi Senet ve Bono Satışları	716.739.663	1.235.916.623	1.245.825.376	3.623.071.712	1.778.399.134	3.596.669.496	1.937.144.301	1.917.177.241	11.937.091		
8. Diğer Menkul Kıymet Satışları	150.135.115	406.741.925	582.779.449	937.818.847	722.784.652	1.450.193.958	347.734.068	525.921.416	67.733.663		
9. Aracılık Komisyonları	109.042.827	250.842.382	342.059.307	557.798.586	141.126.063	235.681.677	91.378.048	229.635.807	47.193.454		
10. Diğer Hizmet Satışları	16.217.148	41.372.403	54.064.465	101.195.132	23.984.178	203.947.563	24.462.332	48.177.599	9.595.970		
B. Satışlardan İndirimler (-)	-249.585	-310.457	-119.855	-160.975	-175.976	-56.061	-8.829.051	-45.096.708	-9.775.806		
1. Satış İskontoları (-)	-249.582	-310.457	-119.855	-3.570	-31.526	-56.061	-2.784.451	-18.518.626	-3.697.816		
2. Diğer İndirimler (-)	-2	0	0	-157.405	-144.451	0	-604.599.597	-26.578.082	-6.077.990		
C. Net Satışlar	78.249.221.103	134.986.910.592	117.246.381.473	229.572.522.244	71.167.344.478	116.960.888.038	31.356.817.717	62.758.675.757	16.519.615.595		
D. Satışların Maliyeti (-)	-78.098.110.037	-134.627.820.832	-116.822.964.394	-228.885.899.590	-70.928.504.700	-116.583.806.166	-31.224.864.219	-62.479.315.804	-16.466.068.430		
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	151.111.067	359.089.760	423.417.080	686.622.654	238.839.779	377.081.872	131.953.498	279.359.952	53.547.165		
E. Faaliyet Giderleri (-)	-138.777.852	-289.292.831	-261.254.424	-546.416.749	-158.099.705	-312.862.945	-140.032.415	-279.161.958	-62.181.348		
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-766.781	-1.601.310	-3.125.776	-2.614.574	-712.140	-1.369.612	-686.879	-2.160.939	-224.926		
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-15.219.473	-29.810.112	-45.097.489	-91.723.293	-21.736.098	-41.921.510	-15.679.183	-29.974.334	-4.698.971		
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	-122.791.597	-257.881.408	-213.031.159	-452.078.881	-135.651.467	-269.571.822	-123.666.353	-247.026.686	-57.257.451		
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	12.333.215	69.796.929	162.162.656	140.205.905	80.740.074	64.218.928	-8.078.917	197.994	-8.634.183		
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	142.522.180	287.725.728	207.836.645	320.568.102	234.193.610	298.450.381	92.598.163	168.896.376	47.180.074		
1. İşiraklerden Temettü Gelirleri	2.888.198	2.676.293	3.499.566	4.219.830	3.398.928	2.915.613	6.132.482	5.344.653	268.330		

ARACI KURUMLARIN KONSOLİDE GELİR TABLOLARI (USD)										
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003	
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	579.835	0	12305513.13	10.679.107	622.797	638.316	2.011.097	2.454.918	623	
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	94.005.592	170.086.862	116.769.920	222.366.805	137.461.095	184.077.851	60.102.287	119.707.841	32.689.771	
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	45.048.555	114.962.574	75.261.646	83.302.360	92.710.791	110.818.601	24.352.298	41.388.964	14.221.351	
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	-16.927.619	-40.661.638	-55.561.971	-84.214.719	-25.172.078	-53.120.370	-37.443.670	-62.596.804	-21.241.361	
H. Finansman Giderleri (-)	-44.512.822	-100.415.059	-51.221.905	-88.460.116	-86.104.137	-89.506.491	-8.666.068	-15.953.656	-2.640.750	
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-28.495.281	-62.928.981	-32.921.434	-65.458.331	-30.817.139	-51.174.295	-8.599.499	-15.873.521	-2.617.901	
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-16.017.541	-37.486.078	-18.300.471	-23.001.785	-55.286.998	-38.332.195	-66.569	-80.135	-22.848	
FAALİYET KARI (ZARARI)	93.414.954	216.445.960	263.215.425	288.099.173	203.657.469	220.042.448	38.409.508	90.543.909	14.663.780	
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	4.152.232	7.052.119	6.485.679	8.766.822	12.974.008	19.206.108	8.864.491	11.953.426	2.487.994	
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	396.080	3.985.032	4.566.633	4.537.785	5.487.494	7.765.373	4.952.512	6.189.769	520.853	
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	551.158	584.297	715.171	1.520.702	934.549	1.371.169	1.257.749	1.337.338	217.691	
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	3.204.995	2.482.789	1.203.875	2.708.335	6.551.966	10.069.567	2.654.229	4.426.320	1.749.450	
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	-10.189.400	-7.349.314	-9.194.493	-17.293.480	-4.474.924	-8.624.991	-1.773.289	-3.758.845	-1.440.186	
1. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	-1.550.356	-2.034.625	-1.567.031	-1.111.460	-781.968	-1.151.133	-316.254	-1.065.922	-422.847	
2. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	-8.639.044	-5.314.690	-7.627.463	-16.182.020	-3.692.956	-7.473.858	-1.457.034	-2.692.923	-1.017.340	
DÖNEM KARI (ZARARI)	87.377.786	216.148.765	260.506.611	279.572.515	212.156.553	230.623.565	45.500.710	98.738.490	15.711.588	
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-29.734.352	-78.485.264	-79.017.329	-105.704.634	-67.944.059	-79.674.176	-16.096.893	-34.313.104	-6.121.385	
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	57.643.434	137.663.501	181.489.282	173.867.881	144.212.495	150.949.389	29.403.817	64.425.386	9.590.203	

ARACILIK SEKTÖRÜNÜN GELİR YAPISI (MİLYON TL.)

	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003
Aracılık Komisyonları	45.820.450	136.132.913	212.750.627	376.516.277	179.727.993	340.915.902	147.160.966	377.150.175	81.005.298
Satış Karı	17.677.327	58.746.177	50.602.094	86.956.761	124.441.153	204.536.797	65.345.260	81.666.141	10.905.841
İştiraklerden Temettü Gelirleri	1.213.638	1.452.432	2.176.625	2.848.402	4.328.630	4.217.463	9.876.135	8.777.973	460.575
Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	243.650	0	7.653.660	7.208.440	793.149	923.331	3.238.797	4.031.918	1.069
Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	39.501.714	92.306.650	72.627.387	150.098.483	175.060.553	266.270.452	96.792.509	196.606.242	56.110.422
Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	18.929.673	62.390.534	46.810.486	56.229.426	118.069.788	160.300.214	39.218.475	67.976.572	24.410.266
Konusu Kalmayan Karşılıklar	166.435	2.162.689	2.840.309	3.063.023	6.988.477	11.232.689	7.975.838	10.165.977	894.019
Önceki Dönem Gelir ve Karları	231.600	317.100	444.815	1.026.480	1.190.174	1.983.409	2.025.559	2.196.422	373.657
Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	1.346.758	1.347.417	748.774	1.828.137	8.344.112	14.565.730	4.274.537	7.269.717	3.002.847
Toplam Gelir	125.131.245	354.855.912	396.654.777	685.775.429	618.944.029	1.004.945.987	375.908.076	755.841.137	177.163.994

ARACILIK SEKTÖRÜNÜN GELİR YAPISI (ORANLAR)

	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003
Aracılık Komisyonları	0,3662	0,3836	0,5364	0,5490	0,2904	0,3392	0,3915	0,4990	0,4572
Satış Karı	0,1413	0,1655	0,1276	0,1268	0,2011	0,2035	0,1738	0,1080	0,0616
İştiraklerden Temettü Gelirleri	0,0097	0,0041	0,0055	0,0042	0,0070	0,0042	0,0263	0,0116	0,0026
Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0,0019	0,0000	0,0193	0,0105	0,0013	0,0009	0,0086	0,0053	0,0000
Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	0,3157	0,2601	0,1831	0,2189	0,2828	0,2650	0,2575	0,2601	0,3167
Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	0,1513	0,1758	0,1180	0,0820	0,1908	0,1595	0,1043	0,0899	0,1378
Konusu Kalmayan Karşılıklar	0,0013	0,0061	0,0072	0,0045	0,0113	0,0112	0,0212	0,0134	0,0050
Önceki Dönem Gelir ve Karları	0,0019	0,0009	0,0011	0,0015	0,0019	0,0020	0,0054	0,0029	0,0021
Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	0,0108	0,0038	0,0019	0,0027	0,0135	0,0145	0,0114	0,0096	0,0169
Toplam Gelir	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000

Kaynak: TSPAKB

ARACI KURUMLARIN GİDER YAPILARI (MİLYON TL.)										
	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003	
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-322.206	-869.036	-1.944.139	-1.764.848	-906.930	-1.981.158	-1.106.193	-3.549.091	-386.074	
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-6.395.314	-16.178.037	-28.049.285	-61.913.590	-27.681.530	-60.639.884	-25.250.744	-49.229.367	-8.065.558	
Genel Yönetim Giderleri (-)	-51.597.766	-139.953.014	-132.498.990	-305.155.053	-172.755.941	-389.938.336	-199.160.086	-405.712.676	-98.279.667	
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	-7.113.087	-22.067.193	-34.557.879	-56.845.272	-32.057.346	-76.839.146	-60.301.645	-102.807.990	-36.459.777	
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	-11.973.888	-34.151.747	-20.476.144	-44.184.635	-39.246.490	-74.024.130	-13.849.175	-26.070.417	-4.493.502	
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-6.730.667	-20.343.807	-11.382.344	-15.526.297	-70.409.540	-55.447.904	-107.207	-131.613	-39.218	
Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	-651.469	-1.104.197	-974.646	-750.240	-995.858	-1.665.125	-509.316	-1.750.653	-725.796	
Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	-3.630.178	-2.884.298	-4.744.053	-10.922.928	-4.703.083	-10.811.011	-2.346.500	-4.422.814	-1.746.215	
Ödenecek Vergi ve Yasal Yük.	-12.494.553	-42.594.188	-49.146.408	-71.351.051	-86.528.661	-115.249.492	-25.923.450	-56.355.293	-10.507.064	
Toplam Gider	-100.909.128	-280.145.517	-283.773.888	-568.413.914	-435.285.379	-786.596.186	-328.554.316	-650.029.914	-160.702.871	

ARACI KURUMLARIN GİDER YAPILARI (ORANLAR)

	30.06.1999	31.12.1999	30.06.2000	31.12.2000	30.06.2001	31.12.2001	30.06.2002	31.12.2002	31.03.2003	
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0,0032	0,0031	0,0069	0,0031	0,0021	0,0025	0,0034	0,0055	0,0024	
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0,0634	0,0577	0,0988	0,1089	0,0636	0,0771	0,0769	0,0757	0,0502	
Genel Yönetim Giderleri (-)	0,5113	0,4996	0,4669	0,5369	0,3969	0,4957	0,6062	0,6241	0,6116	
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	0,0705	0,0788	0,1218	0,1000	0,0736	0,0977	0,1835	0,1582	0,2269	
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	0,1187	0,1219	0,0722	0,0777	0,0902	0,0941	0,0422	0,0401	0,0280	
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0,0667	0,0726	0,0401	0,0273	0,1618	0,0705	0,0003	0,0002	0,0002	
Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	0,0065	0,0039	0,0034	0,0013	0,0023	0,0021	0,0016	0,0027	0,0045	
Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	0,0360	0,0103	0,0167	0,0192	0,0108	0,0137	0,0071	0,0068	0,0109	
Ödenecek Vergi ve Yasal Yük.	0,1238	0,1520	0,1732	0,1255	0,1988	0,1465	0,0789	0,0867	0,0654	
Toplam Gider	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	

Kaynak: TSPAKB

ÖZET

Ani ve beklenmedik şekilde ortaya çıkan durum olarak ifade edebileceğimiz kriz kavramı ile son dönemde finansal alanda sıkça karşılaşılmaktadır. İç içe geçmiş mali yapılar ulusal krizlerin ülke içinde yayılmasına neden olurken, finansal liberalizasyon uluslararası finansal krizlere yol açmaktadır.

Ülkemizde de çeşitli nedenlerle 1994, 1998, Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında finansal krizler yaşanmıştır. Söz konusu krizlerden gerek bankalar gerek aracı kurumlar oldukça olumsuz etkilenmiştir. Bankacılık sektörünün krizler karşısında gösterdiği tepkiler ve etkilenme derecesine ilişkin olarak ülkemizde pek çok çalışma bulunurken, aracılık sektörüne ilişkin yeterli çalışma bulunmamaktadır.

Bu noktadan hareketle, tezde aracılık sektörünün krizler karşısındaki tepkileri, krizlerden etkilenme dereceleri temel olarak mali yapılar üzerinden incelenmiş, krizlerin aracı kurumların ve sektörün faaliyet yapısına olan etkileri değerlendirilmiştir.

2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerine ilişkin veriler incelendiğinde,

- Kriz döneminde aracılık sektörünün kısa vadede olumsuz etkilenmediği Kriz sürecinde alacakların tahsil edilebildiği, sektörün daha likit bir mali bünye ile çalışmaya başladığı, daha kısa vadeli ve güvenilir plasmanlar gerçekleştirerek kendilerini karşı taraf, döviz kuru ve faiz riskinden korumayı başardıkları,

- Borçların pasif yapı içerisindeki payının kriz öncesinde arttığı, kriz sonrasında ise büyük ölçüde azaldığı, 30.06.1999 döneminde aktif toplama oranı %54 olan borçlar toplamının, 31.03.2003 döneminde %25'ler seviyesine kadar gerilediği,

- . Kriz öncesinde %46 seviyesinde olan öz sermayenin aktif toplama oranının, sürekli artış göstererek 2003 yılının ilk 3 ayında %75 olarak gerçekleştiği, bu tür bir sermaye yapısının sektörün karşı karşıya olduğu riski azaltırken, öz sermayenin vergilendirilmesi problemini ortaya çıkardığı,

- Güçlü sermaye yapısına ve yüksek likidite oranlarına bağlı olarak, sektörün kriz dönemini karlı kapattığı, krizin uzun sürmesi ve reel sektöre sıçraması sonrasında ise gelir ve kar rakamlarında nominal olarak dahi gerileme yaşandığı, bu gerilemenin faaliyet giderlerinin kısıtlanması ile karşılanmaya çalışıldığı, giderler kaleminin nominal olarak kriz öncesi dönemin altında kaldığı,

- Sektörün bir bütün olarak gerek kriz döneminde gerekse krizden sonraki dönemde sermaye yeterliliği yükümlülüklerini yerine getirdiği, ancak risk karşılıkları toplamının kriz döneminde pek artış göstermemiş olmasının, sermaye yeterliliği tablolarında risk ölçümünün yeterli ölçüde olmadığını gösterdiği, diğer taraftan kriz döneminde aracı kurumlar faaliyet giderlerinde kısıntıya gitmeleri ve artan karlılıkları dolayısıyla sermaye yeterliliği taban fazlalarının arttığı,

- Sektör için geçerli olan sonuçların söz konusu kriz döneminde öz sermayesi en düşük 20 aracı kurum için geçerli olmadığı, söz konusu aracı kurumların borç rakamlarında artış ve kar rakamlarında düşüşler olduğu, sonuçlarına ulaşılmıştır.

Yukarıda açıklanan tespitler çerçevesinde, aracılık sektörünün uzun süreli krizlerden en az hasarla çıkabilmesi için gelirlerini çeşitlendirmesi, sermaye yeterliliği tablolarının piyasadaki dalgalanmalara karşı daha hassas hale getirilmesi, öz sermaye ağırlıklı finansmanın beraberinde öz sermayenin vergilendirilmesini getirdiği için sektörde enflasyon muhasebesi uygulaması, küçük aracı kurumlarda yaşanan öz sermaye düşüklüğüne bağlı likidite krizlerinden korunmak amacıyla aracı kurumların birleşme vb. yollarla mali açıdan daha güçlü kurumlar haline getirilmesi gerekmektedir.

ABSTRACT

The concept of crisis, which may be defined as the sudden and unexpected rise of a condition has been very common in the financial field lately. While inter-related economical structures cause the crises extend within the country, the financial liberalisation causes international financial crisis.

Our country confronted economical crisis for various reasons in 1994, November 2000 and February 2001. These crisis affected the banks as well as the brokerage houses in a very negative way. There are many studies and investigations on the responses of the banking sector towards these crises and the degree of how much they have been affected from such crises. However there is no sufficient studies about the intermediation sector (sector).

From this point of view the responses of brokerage houses to the crisis, the degree of how much they have been affected from these crisis have been studied based basically on economical structures, and the effects of the crisis on the functional structure of intermediary institutes and the sector has been investigated.

If we investigate the data about November 2000 crisis and the February 2001 the following statements can be concluded:

- The sector was not affected negatively during the crisis period in short terms, the sector began to work in a more liquid economical way, succeeded to protect itself against the opposing part, foreign exchange rate and the interest risks by realising short term and reliable investment.
- The share of debts within the passive structure increased prior to the crisis, but decreased after crises greatly, whereas the proportion of total debts to active total was 54% in the period 30.06.1996, this rate decreased up to 25% in the period of 31.03.2003.
- The proportion of main capital to active totals was 46% prior the crises, with a continuing rise it reached up to 75% within the first three

months of the year 2003, while such a capital structure decreased the risk this sector confronted, it brought about the problem of taxing the main capital.

- Based on the strong capital structure and the high liquidity the sector closed the crisis period profitably, there was a decrease in the figures of income and profit, even nominally, as the crisis continued for a long time and spread on the reel sector, they tried to compensate this decrease by restricting activity costs, nominally the costs decreased to a level lower than the ones in the period prior to the crisis.

- The sector, wholly, has realised its capital sufficiency obligation during the crisis period as well as in the post crisis period. However, the non- increase in the total risk counterparts show that the risk evaluations on the capital sufficiency table is not on a sufficient level, on the other hand the base excess in capital sufficiency of the brokerage houses increased as a result of restrictions in the activity costs during the crisis period and the increase in profitability.

- The results are not only valid for 20 brokerage houses with the lowest main capital during the respective crisis period, there has been an increase in the debt figures and a decrease in the profit figures of the mentioned agents.

Within the frame of the findings explained above in order for the sector to overcome the long lasting crises with least hazards they have to extend their income variety, have to make their capital sufficiency tables more sensitive to the fluctuations in the market, as the main capital based finance brings about the taxing of main capital, inflation accounting has to be applied in the sector, the small brokerage houses have to become stronger institutes through ways such as unification to protect themselves against the main capital decrease resulting from liquidity crisis.