

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI

TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI

2001 krizi öncekilerden daha derindir.

Türkiye sermaye piyasası, kısa sayılabilecek tarihinde pek çok ekonomik krizle karşılaşmış olmasına rağmen 2001 yılındaki krizin etkisini boyut ve süre olarak önceki krizlerden daha yoğun olarak hissetmiştir. 2001 yılı ile ilgili tüm analizlerde krizin etkisi belirgin bir biçimde görüleceğinden sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeleri incelemeyen önce 2001 yılına kadar gelen süreci kısaca özetlemek faydalı olacaktır.

1999'da yeni ekonomik program.

1997 yılında Asya'da başlayıp 1998 yılında Rusya'ya sıçrayan kriz, gelişmekte olan tüm ülkelerden yabancı yatırımcıların çekilmesini tetiklemiştir. Türkiye'de bu kriz, yabancı yatırımcıların sermaye piyasasından çıkışı ve ekonomik durgunluk olarak kendini göstermiştir. 1999 yılı sonuna doğru bu olumsuz etkiler ortadan kalkarken Ağustos ayındaki deprem, kamu mali dengesi ve piyasalar üzerinde yeni bir olumsuz baskı yaratmıştır. Bununla beraber 1999 yılı sonunda IMF desteği altında kur çıpası ile sıkı maliye ve para politikaları kullanılarak üç yıl içinde enflasyonu %12'ye düşürmeyi hedefleyen ekonomi programı, piyasalara iyimserlik aşılamış, reel sektörle beraber sermaye piyasasında da canlanmaya yol açmıştır.

2000'de iyileşme ardından yeni kriz....

2000 yılı içinde tüm ekonomik göstergelerde görülen iyileşme, yıl sonuna doğru hızla gerileyen enflasyona ayak uydurmaya çalışan bankacılık sektöründe yaşanan likidite kriziyle kısa süreli bir kesintiye uğramış ve süreç IMF'in yeni destek paketi ile yeni bir çehreye kavuşmuştur. Özetle, ekonomi 1997 yılından itibaren her yıl içsel veya dışsal çeşitli şoklara maruz kalmıştır. Dolayısıyla, yüksek enflasyon altında istikrarlı büyümeyi uzun süredir sağlayamayan ekonomide aktörler yeni krizlere karşı daha duyarlı hale gelmişlerdir.

...ve Şubat 2001.

2001 yılına girildiğinde uygulanan ekonomik programın sürdürülebilirliği ve zayıf noktaları tartışılmaya başlanmıştır. 19 Şubat 2001'de ise piyasalardaki tedirginlik derin bir finansal krize dönüşmüştür. Sonuç olarak 21 Şubat 2001'de kur çıpası sistemi terk edilerek serbest dalgalı kur rejimine geçilmiştir.

Şubat 2001 krizine kadar geçen süreci kısaca özetledikten sonra yılın geri kalanında yaşanan önemli gelişmeleri de ana başlıklar halinde vermek piyasalarda oluşan hareketlerin daha kolay anlaşılmasını sağlayacaktır.

Sn. Kemal Derviş Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanı.

Mart ayında Sn. Kemal Derviş'in Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanı olarak atanması, ardından Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının açıklanması ve IMF'nin yeni kredi desteği beklentisi piyasalardaki olumsuz trendi tersine çevirdi. Nisan ayında ise IMF ve Dünya Bankası toplam 14 milyar \$'lık bir destekte bulunulacağı açıklamasını yaptılar.

Haziran ayında Hazine'nin borç takasını gerçekleştirdiği dönemde Arjantin krizi ile ilgili endişeler dünya piyasalarında olduğu gibi Türkiye'de de etkisini göstermeye başladı. Ardından IMF ve Dünya Bankası'nın gözden geçirme görüşmelerinin ertelenmesi olumsuz beklentileri artırırken, Temmuz ayında beş banka daha TMSF'na devredildi.

Borç takası ardından Arjantin kaygıları.

11 Eylül'de Amerika'ya yapılan terörist saldırı tüm dünyada şok yaratırken, bu saldırının ardından Amerika'nın Irak'a müdahale ihtimali Türkiye'de ek kaygılara yol açtı. Ancak, IMF ve Dünya Bankası'ndan ek kredi beklentileri ile piyasalara iyimserlik hakim olmaya başladı. Kasım ayında ise, IMF'den 10 milyar \$ tutarında ek kredi sağlanması ve S&P'nin Türkiye'nin notunu negatiften durağana çevirmesi piyasaları olumlu yönde etkiledi.

11 Eylül'ün ardından yeni IMF desteği.

MENKUL KIYMET STOKLARI

Menkul kıymet stokları, Türkiye'de çeşitli piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin toplam nominal değerini göstermektedir.

Menkul Kıymet Stoklarının GSMH'ya Oranı				
	1998	1999	2000	2001
Toplam Stok/GSMH	25,58%	34,62%	34,67%	74,35%
Hisse Senedi/GSMH	3,52%	4,85%	5,45%	5,86%
Tahvil-Bono/GSMH	21,70%	29,28%	28,91%	68,09%

Kaynak: TSPAKB

Hisse senetleri, İMKB'de işlem gören şirketlerin sermayeleri toplamını göstermektedir. 1.000 TL nominal değerli bir hisse senedi, stok verilerine piyasa değerinden değil, 1.000 TL olarak yansıtılmaktadır. Dolayısıyla hisse senetleri stoğundaki artış, yeni halka arzlarla, diğer bir deyişle işlem gören şirket sayısının artması ile, ve sermaye artırımları yoluyla gerçekleşmektedir. Hazine Bonosu-Devlet Tahvili için, hisse senetlerinde olduğu gibi, ihraç veya piyasa değerleri değil nominal değerler baz alınmaktadır. Burada da Hazine'nin ihraç ettiği iç borçlanma senetlerinin artması ile menkul kıymet stoğunda büyüme gerçekleşmektedir.

Stok rakamlarında menkul kıymetler nominal değerlerinden hesaplanmaktadır.

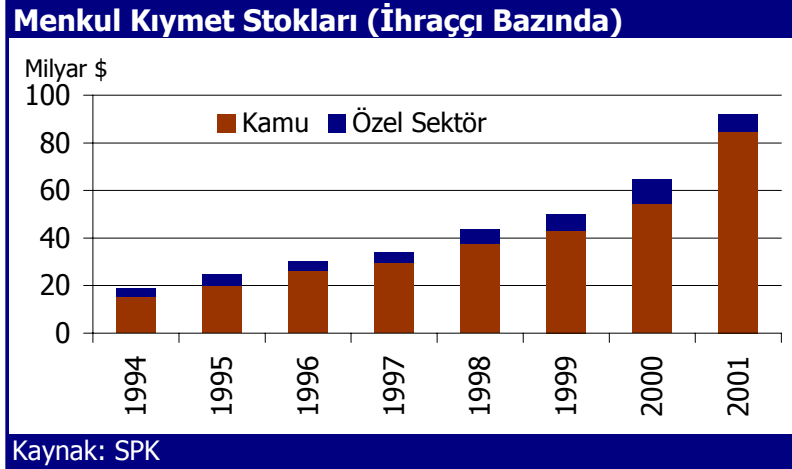
2001 yıl sonu itibarı ile toplam menkul kıymet stoğu 133,5 katrilyon TL (91,8 milyar \$) olarak gerçekleşmiştir. Yıllar itibarı ile kamunun toplam menkul kıymet stoğu içinde ortalama %85 olan payı ise 2001'de %92'ye çıkmıştır.

Kamu menkul kıymetlerinin payı %85'ten %92'ye çıkmıştır.

Kamunun ağırlığının bu derece artmasında iki önemli faktör vardır. Bir yandan bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması çerçevesinde kamu ve TMSF bankalarına verilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonoları kamu menkul kıymetlerinin hacim olarak artmasına neden olurken, öte yandan hisse senetleri piyasasında işlem gören şirket sayısı düşmüştür.

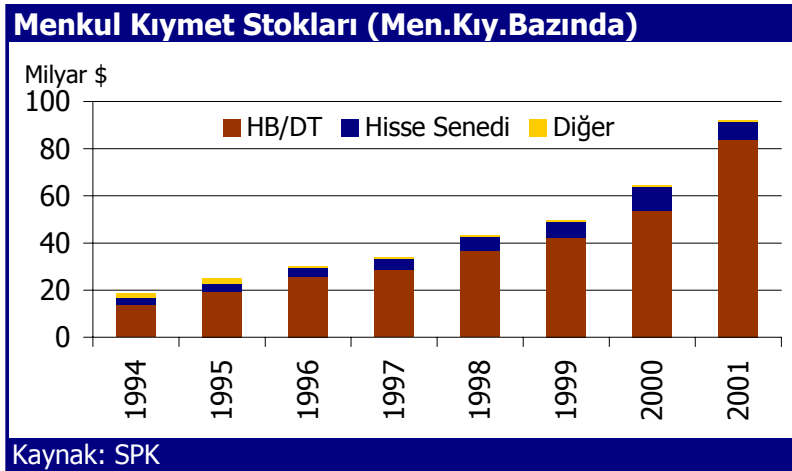
Artışın sebebi TMSF ve kamu bankalarına verilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarıdır.

Dolayısıyla, özel sektör menkul kıymetlerinin toplam içindeki payı %15'den %8'e gerilemiştir.



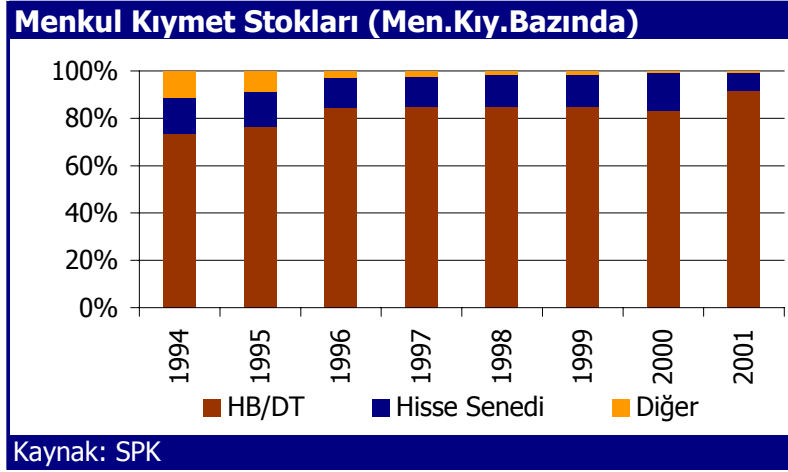
Kamu = Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili
Özel Sektör = Hisse Senedi

Kamu menkul kıymetleri Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilinden oluşmakta, küçük bir miktar da (\approx 500 milyon \$) Özelleştirme Tahvili bulunmaktadır. Özel sektör menkul kıymetlerinin ise hemen hemen tamamı hisse senetlerinden oluşmaktadır. Geçmiş yıllarda görülen diğer menkul kıymetler ise ağırlıklı olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerdir.



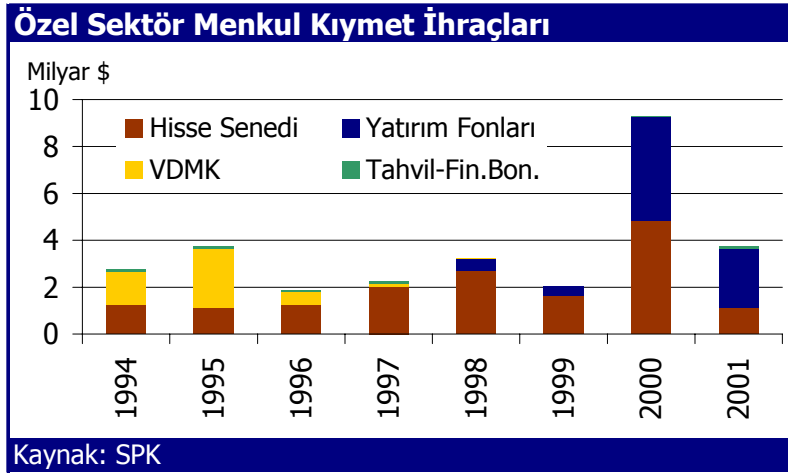
1997'den itibaren yatırım aracı çeşidi azalmıştır.

Hisse senetlerinin toplam içindeki payı 2000 yılındaki yoğun halka arzlarla beraber maksimum seviyesi olan %16'ya çıkmıştır. Verilerden kamunun özel sektörü piyasalardan dışlama etkisi oldukça çarpıcı bir biçimde görülmektedir. Bunun haricinde Türkiye'de menkul kıymet olarak sadece iki adet yatırım aracı kaldığı görülmektedir; kamu tahvil/bonoları ve hisse senetleri. 1997 yılına kadar sürmüş olan Özel Sektör Tahvili, Finansman Bonosu, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler gibi özel sektörün finansman ihtiyacının sağlanmasına yönelik yatırım araçları piyasası yok olmuştur.

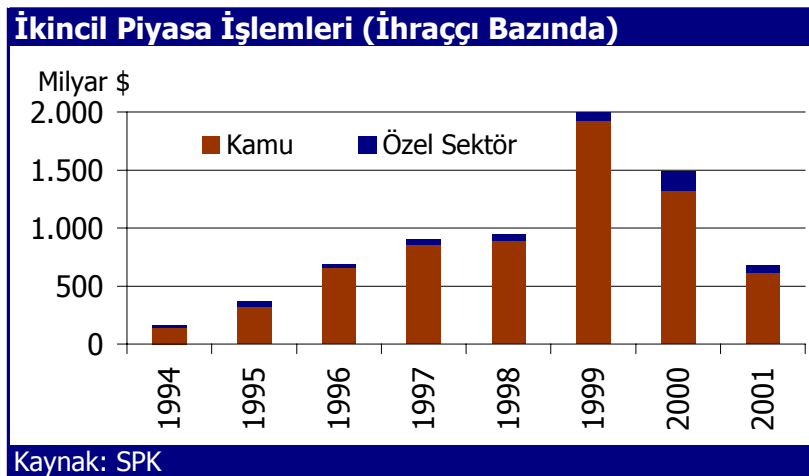


Yıllar itibarı ile özel sektörün menkul kıymet ihraçlarına bakıldığında, şu an piyasası kalmayan enstrümanların ihracının 1994 ve 1995 yılında nominal hisse senedi ihraçlarından çok daha fazla olduğu görülmektedir.

Özel sektörün ihraç ettiği menkul kıymet çeşidi azalmıştır.

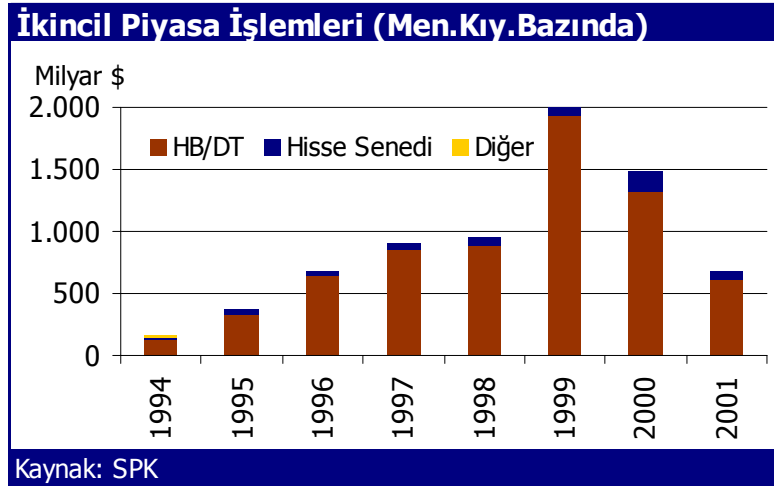


Bekleneceği üzere ikincil piyasa işlemlerinde de kamu menkul kıymetleri ön plana çıkmaktadır.



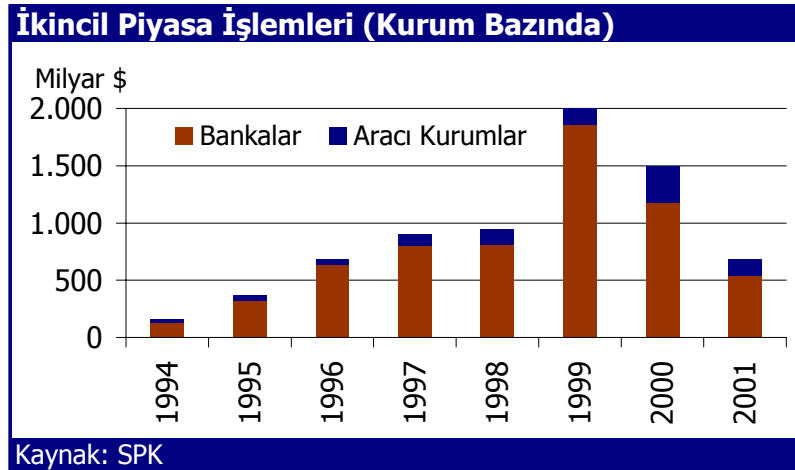
**İkincil piyasa işlemlerinde
kamu menkul kıymetlerinin
payı %91.**

1999'da yıllık 1.085 katrilyon TL'ye (2 trilyon \$) çıkan ikincil piyasa işlemlerinin %97'si kamu menkul kıymetlerinde, diğer bir deyişle Devlet Tahvili ve Hazine Bonolarında gerçekleşmiştir. İşlem hacmi 2000 yılında 1.005 katrilyon TL'ye (1,5 trilyon \$), 2001 yılında ise 990 katrilyon TL'ye (680 milyar \$) gerilemiştir. Kamu menkul kıymetlerinin payı ise %91 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi son üç yılda menkul kıymet işlem hacimleri Türk Lirası bazında hemen hemen aynı kalırken dolar bazında üçte bire gerilemiştir.



**Hisse senedi işlem hacmi
%60 düşmüştür.**

Hisse senetlerinin 2000 yılında 111,3 katrilyon TL (165 milyar \$) ile %11 olan hacim payı 2001 yılında 93,1 katrilyon TL (64 milyar \$) ile %9'a gerilemiştir. Hacimdeki %60 daralmaya rağmen işlem hacmindeki payın sadece 2 puan düşmüş olması Devlet Tahvili/Hazine Bonosu işlemlerinin de yarı yarıya gerilemesinden kaynaklanmıştır.

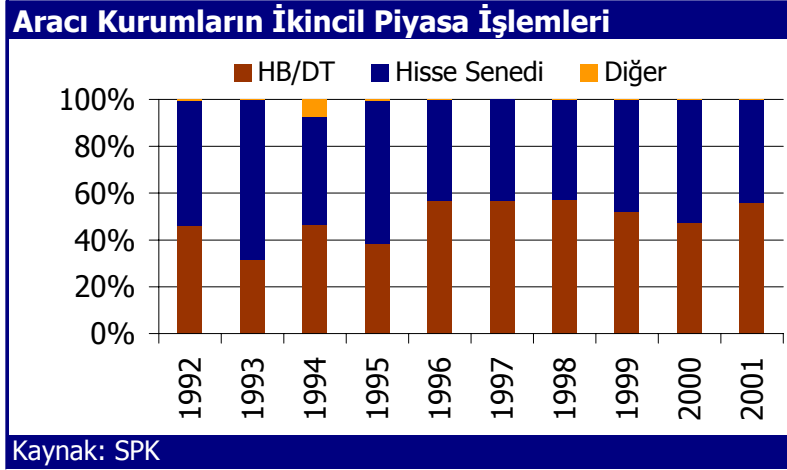


**SGMK piyasasında aracı
kurumların payı artmıştır.**

SGMK piyasasında ağırlıklı olarak bankaların aktif olması kurum bazındaki toplam işlem hacmi ayırımına da yansımaktadır. 1999 yılında toplam ikincil piyasa işlemlerinin %93'ü bankalar tarafından yapılmakta iken, 2001 yılında bu rakam %78'e inmiştir.

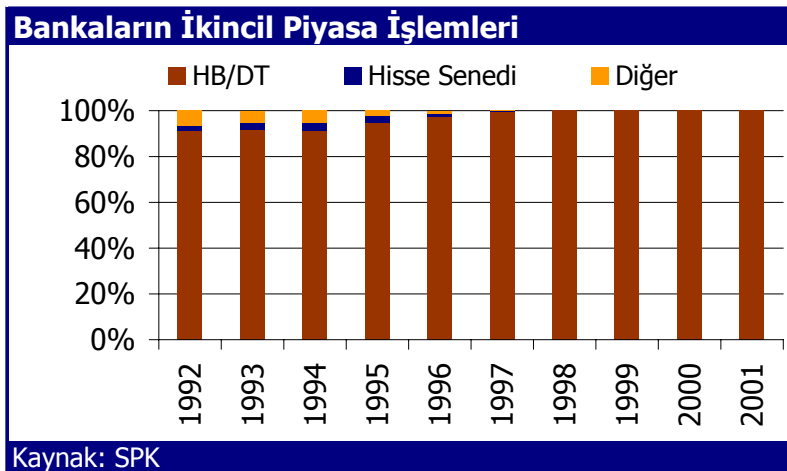
Bankaların pazar payı kaybetmelerinin en önemli sebebi 2001 yılında kamu ve TMSF bankalarının SGMK piyasalarında eskisi kadar aktif olmamalarıdır. Ayrıca, SGMK piyasasındaki yüksek volatilité ve dövizle yöneliş nedeniyle bankaların (ve yatırımcıların) bu piyasadaki işlemleri daralmıştır. Dolayısıyla, özellikle kamu bankalarının SGMK piyasalarından çekilmeleri, işlem hacimlerindeki %53 düşüğe rağmen aracı kurumların pazar payını artırmıştır.

TMSF ve kamu bankaları SGMK işlemlerini minimuma indirmiştir.



Menkul kıymetlerin ikincil piyasalardaki işlem hacimlerinin daralmasının iki önemli olumsuz sonucu vardır. Birincisi, piyasanın azalan likiditesi risk primlerini artırmaktadır. Menkul kıymetleri elden çıkarmak zorlaştıkça likidite riski artmaktadır. İkincisi, azalan işlem hacimleri aracı kuruluşların komisyon gelirlerini de azaltmaktadır. Aracı kuruluşlar riskleri daha da artan piyasalarda daha düşük gelirlerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durumdan kamu kesimi de olumsuz etkilenmektedir. Menkul kıymet ihraçlarında önemli bir ağırlığı bulunan kamu kesimi, yeni menkul kıymet ihraçlarında daha yüksek risk primi önermek yanında aracı kuruluşların gelirlerinin azalması sonucunda da vergi kaybı ile karşılaşmaktadır.

Likidite riski artmış, aracı kuruluşların gelirleri azalmıştır.



Kurumlar bazında işlem hacimleri incelendiğinde ise genel kanının aksine aracı kurumların işlem hacimleri içinde hisse

Aracı kurumların toplam işlem hacimlerinin %56'sı SGMK'larda.

Özel sektör piyasalardan dışlanmış, menkul kıymet çeşidi azalmış, işlem hacmi düşmüştür.

senetlerinin değil SGMK'lerin payının ağırlıklı olduğu görülmektedir. 1996-1998 yılları arasında aracı kurumların toplam işlem hacimlerinin %57'si SGMK'lerde iken, 2000 yılında bu oran %47'ye gerilemiş, ancak 2001'de yeniden %56'ya yükselmiştir. Bankalar ise sadece Hazine Bonosu-Devlet Tahvili işlemleri ile sınırlı kalmaktadırlar.

Sonuç olarak, Türkiye'nin menkul kıymet stokları hem mutlak değer, hem de GSMH'ya oran olarak artmış gibi görünmektedir. Fakat bu artış kamu bankalarının yeniden yapılandırılması sonucunda ihraç edilen Hazine Bonosu-Devlet Tahvillerinden kaynaklanmaktadır. Hisse senetlerinin payı ise önemli ölçüde gerilemiştir. Geçmiş yıllarda daha çeşitli yatırım araçlarına sahip olan sermaye piyasasında sadece iki adet enstrüman kalmıştır; kamu borçlanma senetleri ve hisse senetleri. Bu menkul kıymetlerde de işlem hacimleri önemli ölçüde gerilemiş, ikincil piyasaların likiditesi azalmıştır.

TAHVİL-BONO PİYASASI

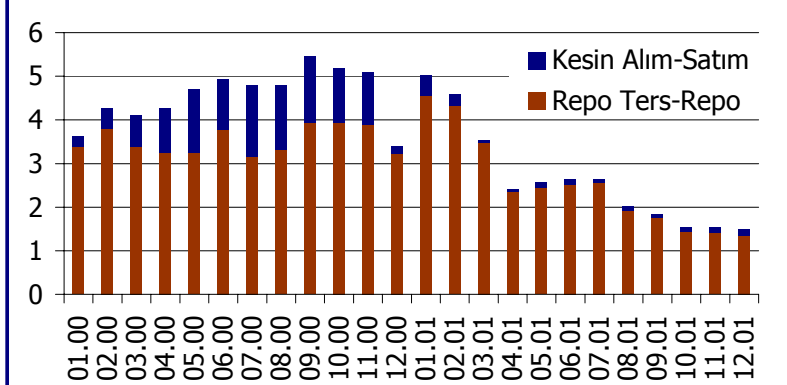
SGMK işlem hacmi üçte bire gerilemiştir

Sabit getirili menkul kıymetlerin (SGMK) işlem hacimleri 2001 yılında oldukça daralmıştır. Daralmanın önemli bir kısmı 2001 yılında kamu bankalarının piyasalarda çok aktif olmamalarından kaynaklanmaktadır. Repo-ters repo ve kesin alım-satım işlemleri 2000 yılı boyunca günlük olarak ortalama 5 milyar \$ işlem hacmine sahipken, 2001 yılı sonuna doğru rakam, devalüasyonun da etkisi ile 1,5 milyar \$ seviyelerine kadar gerilemiştir.

Kesin alım-satım hacmi onda bire kadar inmiştir.

Esas daralma kesin alım-satım işlemlerinde gerçekleşmiştir. 2000 yılında günlük ortalama 1,5 milyar \$ civarında olan kesin alım-satım hacmi 2001 yılında 100 milyon \$ seviyelerine gerilemiştir. Toplam hacim içindeki payı da %20'lerden %5'lere gerilemiştir.

SGMK İşlem Hacmi (Günlük Ort.-Milyar \$)

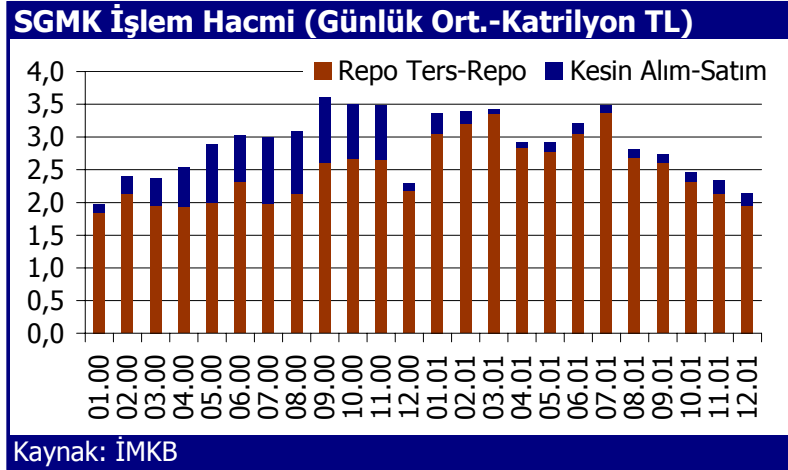


Kaynak: İMKB

İMKB Tahvil-Bono Piyasası'ndaki işlem hacimleri üzerinde devalüasyonun etkisini görebilmek için TL bazında işlem hacimlerini de vermek gerekmektedir. 2001 yılının Temmuz

ayına kadar 3-3,5 katrilyon TL civarında gerçekleşen günlük işlem hacimleri Temmuz ayında bankacılık sektöründe yapılan düzenlemelerle beraber 2 katrilyon TL civarına gerilemiştir. Sabit getirili menkul kıymetlerin ikincil piyasasında yaşanan bu daralma Hazine'nin birincil piyasa ihraçlarını olumsuz etkilemesi yanında özellikle yabancı yatırımcıların likidite riski kaygılarını artırmıştır.

İşlem hacmi TL bazında da gerilemiştir.



İMKB Tahvil-Bono Piyasası'ndaki işlemler dikkate alındığında 2001 yılına %80 seviyelerinden başlayan bileşik oranların Şubat ayına kadar %60 seviyelerine gerilediği görülmektedir. Fakat 19 Şubat'ta başlayan kriz, bono bileşik faizlerinin %54,800 gibi bir orana çıkmasına sebep olmuştur. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile beraber IMF ve Dünya Bankası'ndan ek kredi sağlandığı açıklamalarının ardından oranlar %130 seviyelerinden yıl sonuna kadar %70 seviyelerine gerilemiştir.

2001'de yüksek volatilité.



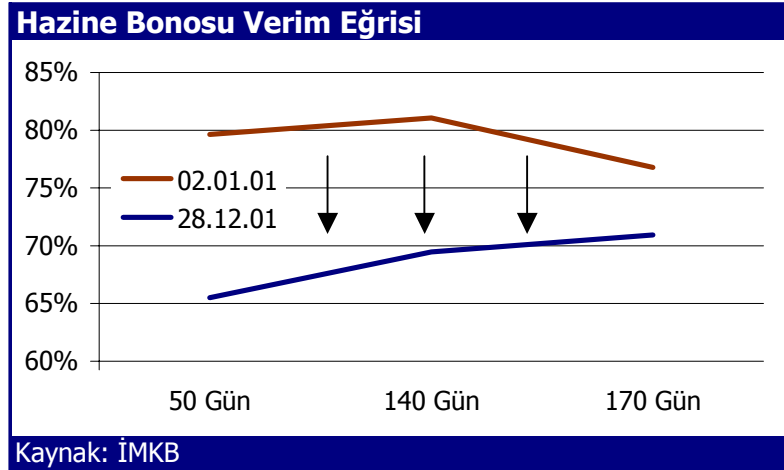
2001 yılbaşında piyasada gerçekleşen işlemler baz alındığında vadesine 50 gün kalan bonoya %80 bileşik getiri ile yatırım yapılabilmekte, 140 günlük bono %81'den ve 170 günlük bono ise %77'den işlem görmektedir. Kasım 2000 krizinin ardından verim eğrisi yataylaşmış, uzun vadeli bononun getirisi daha düşük hale gelmiştir.

Kasım 2000'in ardından verim eğrisi yataylaşmıştır.

Bu yapıdan çıkarılabilecek sonuç, Kasım 2000 krizinin ardından piyasanın kısa vadeli risk algılamasının arttığı, fakat uzun vadede, uygulanmakta olan dezenflasyon programının başarılı olacağına inanmaya devam ettiğidir.

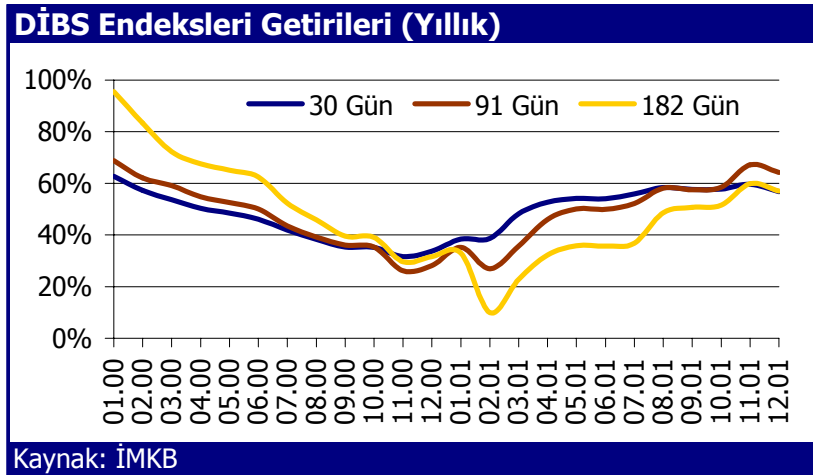
2001 sonunda ise verim eğrisi daha düzgün bir yapıya kavuşmuştur.

2001'in yıl sonuna gelindiğinde verim eğrisinin daha düzgün bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Vadesine 50 gün kalan bono %65, 140 günlük bono %69,5 ve 170 günlük bono ise %71 bileşik getiri ile işlem görmektedir. Genel faiz seviyesi yılbaşına göre düşmüş, vade ile getiri doğru orantılı hale gelmiştir.



DİBS endeksleri...

Sabit getirili menkul kıymetlerin ortalama getirilerini görebilmek için İMKB tarafından hesaplanan Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) Performans endekslerine bakmak faydalı olacaktır. DİBS endekslerini incelerken vadesine 30 gün, 91 gün ve 182 gün kalan tahvil-bono getirilerini dikkate alan üç endeksin karşılaştırmasına bakılmıştır. 2001 yılı başından itibaren hesaplanmaya başlanan 273, 365 ve 456 günlük endeksler önceki yıllarla karşılaştırma imkanı sağlamayacağı için kullanılmamıştır.



....gerçekleşmiş getirinin göstergesidir.

DİBS Performans endeksleri, yapılan yatırımın aynı vadede bir yıl boyunca tekrarlanması durumunda gerçekleşen getirileri göstermektedir. Öyle ki, 2001 yılı başında 3 aylık bonoya yatırım

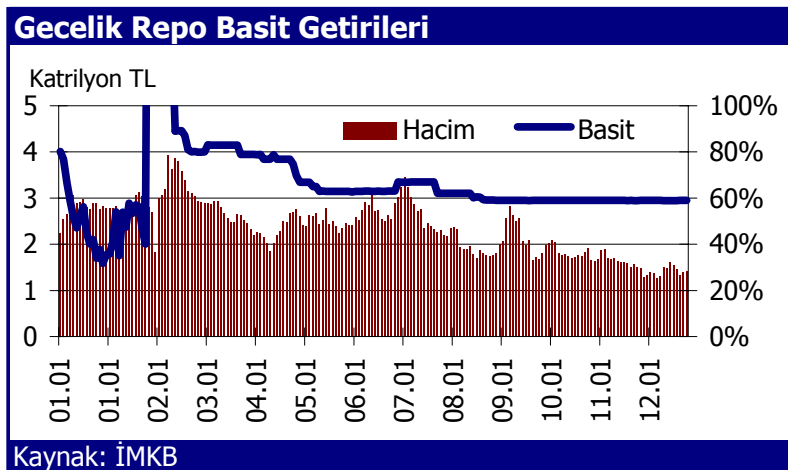
yapan bir yatırımcı, yatırımını her üç ayda bir aynı vadede yenilediğinde, sene sonunda %64 oranında getiri elde etmiştir. Aynı yatırımcının vadesini 6 aya çıkarması durumunda getirisi %57 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2001 yılının Şubat ayına kadar düzenli olarak düşen getirilerin ardından Şubat ayındaki hızlı faiz yükselişi tahvil-bono fiyatlarını düşürdüğünden, SGMK yatırımcısı kayba uğramıştır. Dolayısıyla bu dönemde DİBS endekslerindeki getiri düşüşü, yeniden yatırım getirileri yüksek olmasına rağmen, ikincil piyasada fiyatların hızla düşmesinden kaynaklanmaktadır.

Bu gelişmelerin ardından piyasadaki genel faiz oranlarının yükselmesi sonucunda yatırımcıların elde ettiği getiriler de düzenli olarak artmaya başlamıştır.

2001 yılına %80'ler seviyesinde başlayan gecelik repo oranları Şubat ayında %40'lara kadar gerilemiş, 21 Şubat'ta ise ortalama %4,475'e fırlamıştır. Dalgalı kur sistemine geçiş ve Merkez Bankası'nın etkin müdahalelerinin ardından oranlar yavaş yavaş düşmüş ve Mayıs ayından itibaren %60'lar seviyesinde sabitlemiştir.

Repo işlemlerindeki stopaj oranının %17,6'dan %22'ye çıkarılması ve vadesi dolan işlemlerden 1 milyon TL Özel İşlem Vergisi alınması gecelik repo işlemlerinin cazibesini yitirmesine sebep olmuştur. Bununla beraber öncelikle TMSF ve kamu bankalarında başlayan yeniden yapılandırma çalışmaları ile gecelik borçlanma piyasalarından çekilmeleri repo piyasasının daralmasına sebep olmuştur. Yılın ilk iki ayında günlük ortalama 3 katrilyon TL ($\approx 4,5$ milyar \$); civarında gerçekleşen gecelik repo işlemleri yıl sonuna doğru 1,5 katrilyon TL'ye (≈ 1 milyar \$) inmiştir.



İMKB dışında gerçekleştirilen SGMK işlemlerinin İMKB'ye tescil ettirilmesi ile oluşan tescil işlemleri, tezgahüstü piyasaların gelişimi hakkında bilgi verebilmektedir. SGMK piyasalarında görülen işlem hacmi daralması tescil işlemlerinde daha da

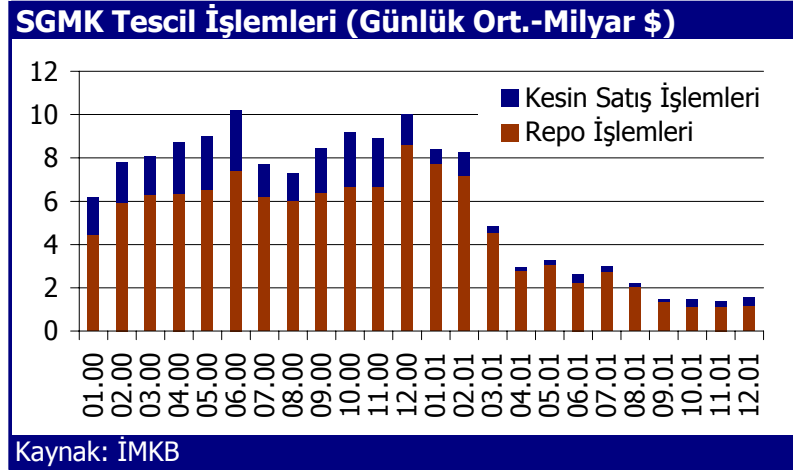
Hızlı faiz yükselişi bono fiyatlarını dip seviyelere çekmiştir.

Yıla %80'lerde başlayan repo oranları, yılı %60'larda kapatmıştır.

Repo hacmi dörtte bire gerilemiştir.

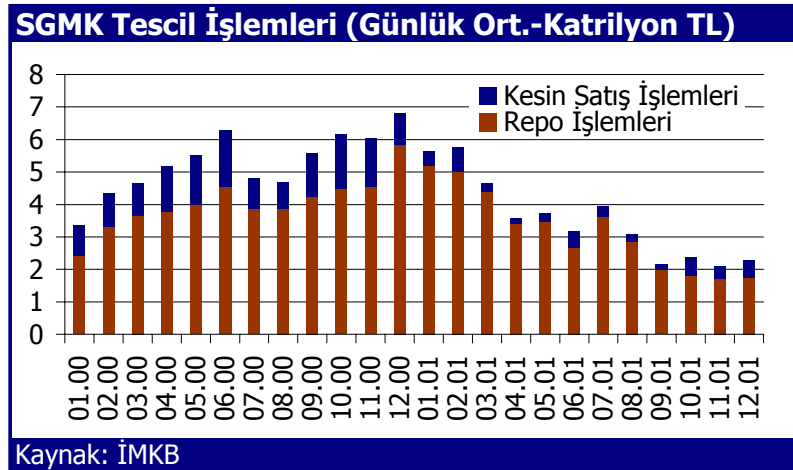
Tescil işlemleri beşte bire inmiştir.

dramatik olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılının ilk iki ayında günlük olarak ortalama 8,5 milyar \$ olan tezgahüstü SGMK işlem hacmi, 2001 yılı sonuna doğru 1,5 milyar \$ seviyesine gerilemiştir.



Daralma kesin alım-satın işlemlerinde daha belirgin.

TL bazında bakıldığında ise 5,5 katrilyon TL'den 2 katrilyon TL seviyelerine bir gerileme görülmektedir. Burada da öncelikli daralma kesin alım-satım işlemlerinde gözlenmektedir. 2000 yılında toplam tescil işlemlerinin %25'i kesin alım-satım işlemlerinden kaynaklanmakta iken, 2001 yılında bu oran, daralan toplam işlem hacmi ile beraber, %5'lere kadar inmiştir. Yatırımcıların Hazine bonolarına yönelmelerini teşvik etmek için vergi beyanına tabi gelirin üst sınırınının 50 milyar TL'ye çıkarılması 2001 yıl sonuna doğru kesin alım-satım işlemlerinde bir canlanma meydana getirmiştir.

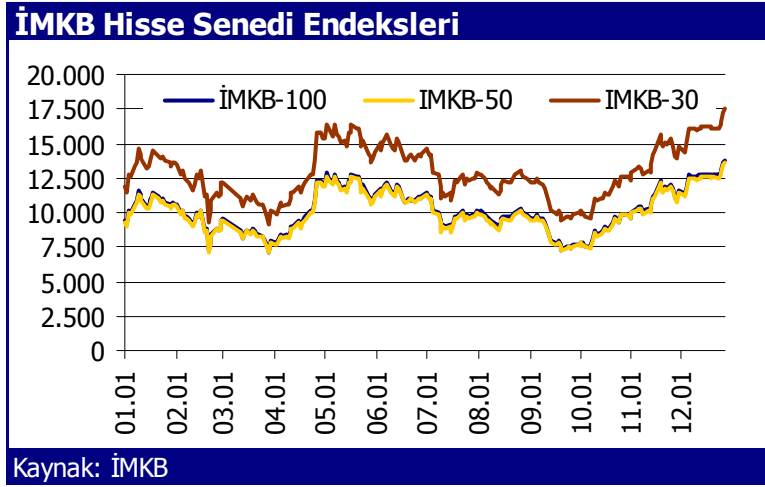


HİSSE SENETLERİ PİYASASI

Son iki yılda yatırımcı zarardadır.

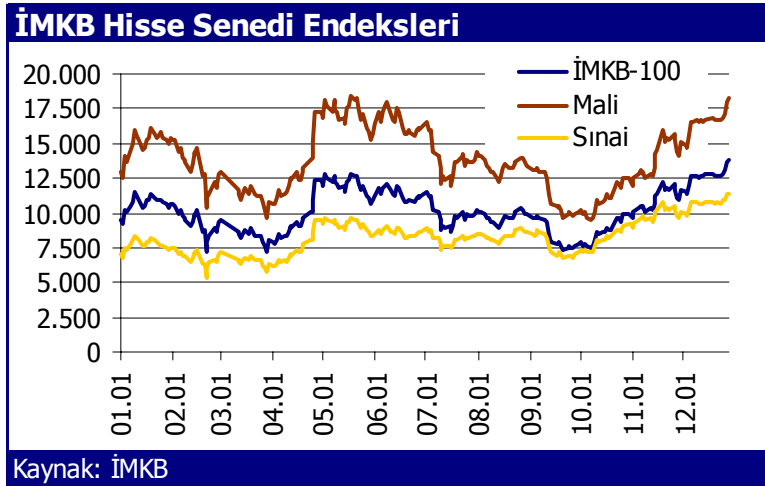
2001 yılına bakıldığında İMKB-100 Endeksi'nin nominal getirisinin %45,59, TÜFE'den arındırılmış reel getirisinin -%13,61, dolar bazında getirisinin ise -%32,57 olduğu görülmektedir. 2000 yılındaki nominal %46, dolar bazında %57'lik kayıp da göz önüne alındığında son iki yılda hisse

senetlerinin yatırımcısını önemli ölçüde zarara uğrattığı görülmektedir.



Mali ve Sınai endeksler arasında anlamlı bir fark görülmektedir. 2001 yılında Mali endeks %41,44, Sınai endeks ise %63,26 getiri sağlamıştır. Bu rakamlar TÜFE'den arındırılmış reel olarak %16,1 ve %3,1 kayıplara denk gelmektedir. Dolar bazındaki zarar ise sırası ile %34,5 ve %24,4'tür. Burada, endeksler arasındaki getiri farkının 22 puan gibi yüksek bir oranda olması yatırımcı tercihlerinin mali sektör hisselerinden ziyade sanayi sektörü hisselerine yöneldiğini göstermektedir.

Yatırımcı, sanayi sektörü hisselerini tercih etmiştir.



2000 yılında da benzer bir tablo görülmektedir. Mali endeks %47,5 kayıpla yılı bitirirken, Sınai endeksteki kayıp %38,5 olarak gerçekleşmiştir. Özetle, son iki yıldır Sınai endeks, Mali endeksten daha iyi performans göstermiştir.

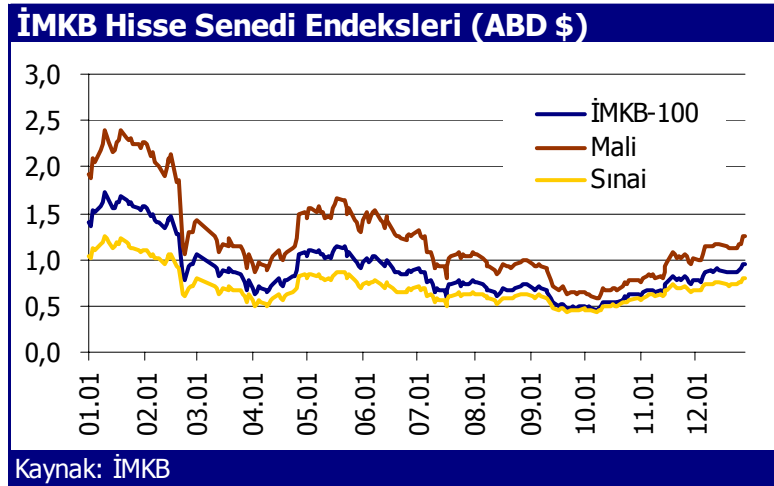
Son iki yılda Sınai Endeks, Mali Endeksin üzerinde getiri sağlamıştır.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin, diğer tüm krizler gibi, finans sektöründe başlamış olması yatırımcıların mali sektör hisselerinden kaçınmalarının temel sebebidir. Krizle beraber artan sayıda bankanın, halka açık hisselerinin dahi, TMSF'na devredilmesi yatırımcının mali sektöre karşı risk algılamasını artıran unsurların başında gelmektedir.

Krizler, mali sektörden kaçışın temel sebebidir.

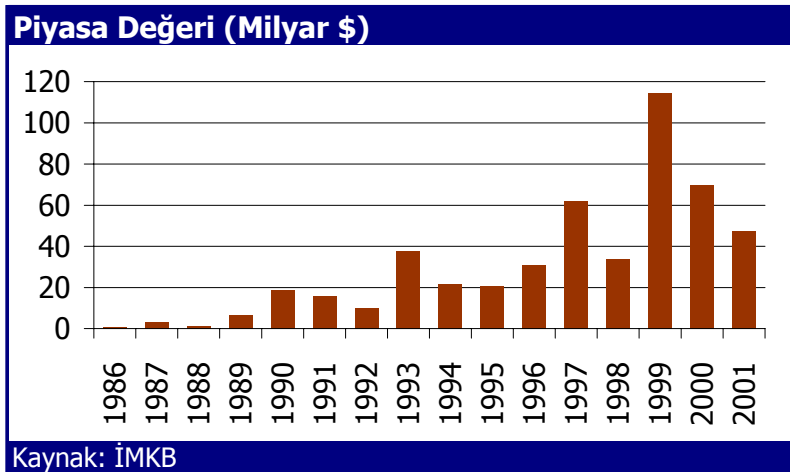
2002'de de benzer durum beklenmektedir.

Mali endeks, bankalar dışında holding şirketleri, sigorta vb. sektörlerden hisseleri de içermesine rağmen bankalar endeks içinde önemli bir ağırlığa sahiptir. Dolayısıyla Mali endeksi ağırlıklı olarak bankacılık sektöründeki gelişmeler etkilemektedir. Bankacılık sektöründe süren yeniden yapılanma çalışmaları ve bunun bir parçası olan bağımsız mali denetim konusunda getirilen düzenlemeler dolayısıyla, bankaların mali tablolarının Temmuz 2002'ye kadar açıklanmayacak olması mali sektör hisseleri üzerindeki baskının 2002 yılında da devam etmesine yol açmaktadır.



Piyasa değeri, halka arzlara rağmen iki yılda yarıdan fazla gerilemiştir.

Hisse senedi fiyatlarındaki düşüş ve devalüasyon etkisi, yeni halka arzlara rağmen, toplam piyasa değerinde de gerilemeye yol açmıştır. 1999 yılı sonunda 114,3 milyar \$ olan piyasa değeri 2000 yılında %39 düşüşle 69,5 milyar \$'a, 2001 yılında ise %31 düşüşle 47,7 milyar \$'a gerilemiştir.



İşlem hacmi de benzer seyirdedir.

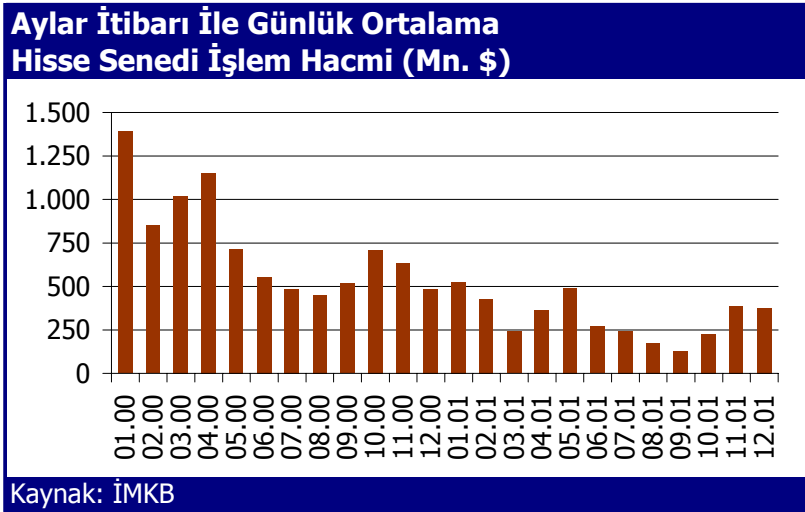
Hisse senedi işlem hacmi dolar bazında 1999 yılına kadar düzenli bir artış göstermiş, 2000 yılında iki kat artmış ve 2001'de 1999 seviyelerinin de altına inmiştir. Hisse senetlerinde günlük ortalama işlem hacmi 1999'da 356 milyon \$, 2000'de

740 milyon \$, 2001'de ise %56 düşüşle 324 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir.



Aylık bazda hesaplanan ortalama günlük işlem hacmi grafiği daha çarpıcı sonuçlar göstermektedir. Ocak 2000'de günlük ortalama işlem hacmi 1,4 milyar \$ iken bu rakam düzenli olarak azalarak Eylül 2001'de 130 milyon \$'a kadar inmiştir.

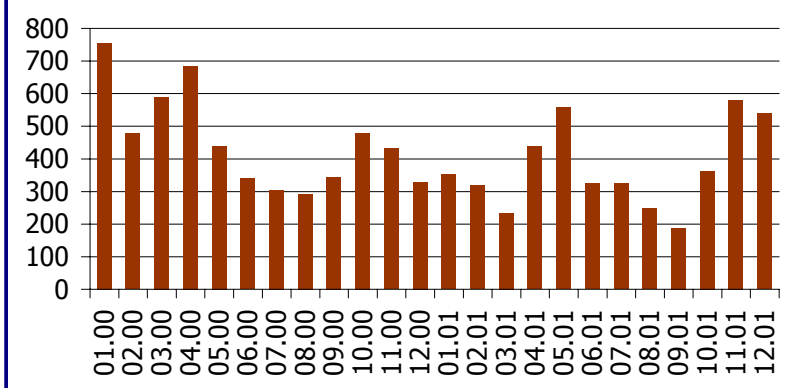
İşlem hacmi onda bire kadar gerilemiştir.



İMKB pazarlarında işlem gören şirket sayısı 2000 yılındaki yoğun halka arzların ardından 2001 yılında düşmüştür. 2000 yılında 35 adet halka arzla beraber hisse sırası işleme açılan 1 şirkete karşın 6 şirket Borsa kotundan çıkarıldığı için toplam şirket sayısı 30 adet artışla 315'e çıkmıştır. 2001 yılında ise 1 adet halka arza karşın 6 adet şirket kottan çıkarılmış ve toplam işlem gören şirket sayısı 310'a inmiştir.

İşlem gören şirket sayısı azalmıştır.

Aylar İtibarı İle Günlük Ortalama Hisse Senedi İşlem Hacmi (Trln. TL)

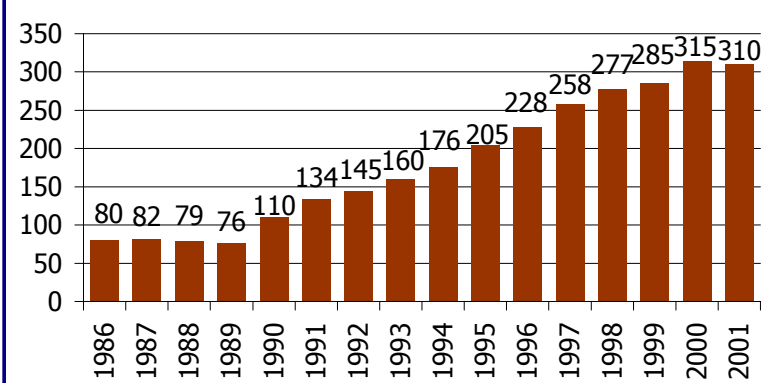


Kaynak: İMKB

İşlem sırası kapalı hisselerin...

İMKB'de çeşitli sebeplerle işlem sırası kapanan hisseler piyasalarda eksikliği hissedilen yatırımcı güvenini sarsan temel sorunlardandır. Aşağıda, işlem sırası kapananlar arasında yatırımcı tasarruflarının en önemli kısmını oluşturan TMSF'ye devredilen bankalar ve halka açık iştirakleri üzerinde durulmaktadır.

Halka Açık Şirket Sayısı



Kaynak : İMKB

...bazılarının tüzel kişiliği ortadan kalkmıştır.

1998-2001 yılları arasında işlem sırası kapanan ve 2001 yıl sonu itibarı ile hala işlem görmeyen 31 tane hisse senedi bulunmaktadır. Bunlardan TMSF'ye devredilen bazılarının tüzel kişiliği ortadan kalkmış, bazılarının da iflas vb. hukuki süreçler içinde bulunması sebebi ile yakın bir tarihte işlem sıralarının açılması beklenmemektedir.

İşlem Sırası Kapalı Hisse Senetleri

	TMSF Bankaları	TMSF İştirakleri	TMSF Toplam	Diğer	Genel Toplam
Hisse Sayısı	4	12	16	15	31
Hesap Sayısı	35.241	163.321	198.562	80.958	279.520
Halka Açık Piyasa Değeri (milyon \$)	109,4	556,6	666,0	145,4	811,4

Toplam 31 hissenin 4'ü TMSF'ye devredilen banka, 12'si ise bu bankaların iştirakidir. Bu hisse senetlerine sahip olan hesap sayısı 198,562'dir. Fakat bu rakam yatırımcı sayısı olarak algılanmamalıdır. Çünkü hem hesap sayıları birebir yatırımcı sayılarına denk gelmemekte, hem de birden fazla kapalı hisse senedi bulunan hesap sayısı mükerrer sayılmaktadır. Tahtası kapalı hisse senetlerini bulunduran toplam hesap sayısının %71'inin TMSF bağlantılı olduğunu söylemek daha doğru bir yorum olacaktır.

Tahtası kapalı hisse senetlerini bulunduran toplam hesap sayısının %71'i TMSF bağlantılıdır.

Halka Açık Piyasa Değeri bölümü, işlem sırasının kapalı olduğu tarihte hisse senedinin halka açık kısmının dolar bazındaki piyasa değerini vermektedir. Diğer bir deyişle, kapanış tarihi itibarı ile yatırımcının elindeki hisse senetlerinin değeridir. Kapalı hisselerin halka açık kısımlarının piyasa değeri İMKB'nin %7,3'üne denk gelmektedir. TMSF ile ilgili olan kısım ise 666 milyon \$ ile %6 gibi bir oranı temsil etmektedir.

TMSF bağlantılı kısım toplam piyasa değerinin %6'sına denk gelmektedir.

Toplam değer kaybı düşük gibi görülse de kapanan hisse sıralarından etkilenen yatırımcı kitlesinin büyüklüğü sorunun önemini artırmaktadır. Hisse senetlerinin işlem sıralarının kapanması nedeniyle İMKB'de yatırım yapma riskini yüksek bulup yatırımlarını alternatif alanlarda değerlendiren yatırımcılar ise piyasanın büyüme potansiyeline katılmayarak sorunun başka bir boyutunu oluşturmaktadır.

TMSF'nin etkilediği yatırımcı sayısı yüksektir.

2001 yılı, ekonominin bir göstergesi olan hisse senetleri piyasası açısından da kötü geçen bir yıl olmuştur. Dolar bazında, hisse senedi fiyatları ortalama %33, toplam piyasa değeri %31, işlem hacmi %56 düşmüş, yatırımcı sayısı %11 gerilemiş, halka arzlar durmuş, işlem gören şirket sayısı azalmıştır.

2001 yılı, hisse senetleri piyasası açısından kötü geçmiştir.

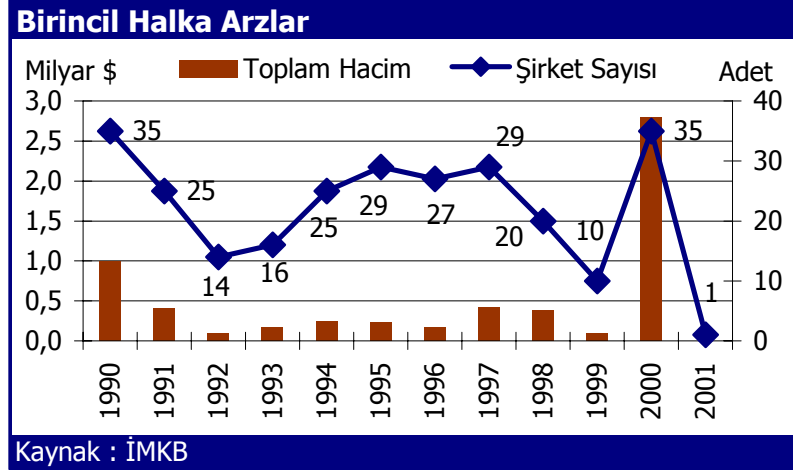
HALKA ARZLAR

Halka arz piyasasına bakıldığında, 2000 yılının sayıca ve halka arz büyüklüğü olarak rekor yılı olduğu görülmektedir. 1999'daki 90 milyon \$'lık 10 adet halka arzın ardından 2000 yılında toplam 2,8 milyar \$'lık 35 halka arz yapılmıştır. Bunun 1,78 milyar \$'ını Turkcell'in halka arzı oluşturmuştur.

2000, rekorlar yılı olmuştur.

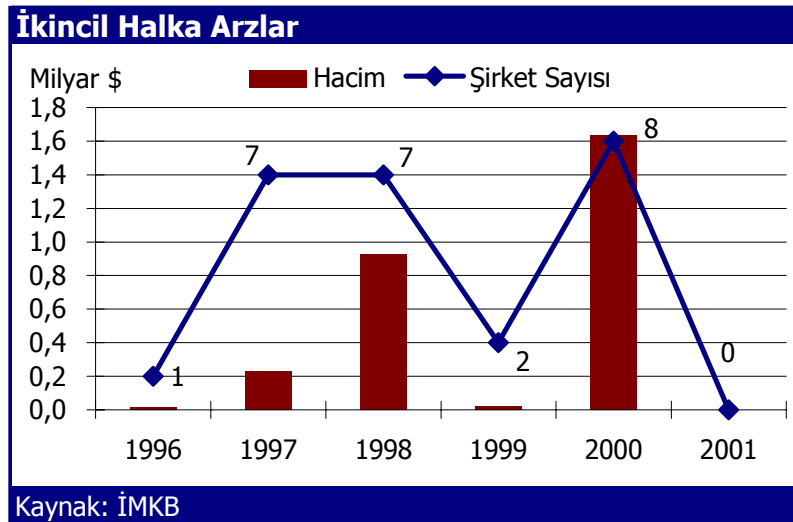
Ortalama halka arz boyutu da önemli bir gelişme kaydetmiştir. 2000 yılına kadar ortalama halka arz boyutu 10-15 milyon \$ arasında iken, 2000 yılında Turkcell haricindeki halka arzların ortalama büyüklüğü 30 milyon \$ olmuştur. 2001 yılında ise olumsuz piyasa koşullarından dolayı 240.000 \$'lık bir adet yatırım ortaklığının halka arzı yapılmıştır.

Ortalama arz hacmi büyümüştür.



İkincil arzlarda da ortalama hacim artmıştır.

İkincil halka arz piyasası da 2000 yılında canlanmıştır. Büyük ölçekli arzlarda özelleştirmelerin ağırlığı dikkati çekmektedir. 1998 yılında toplam 928 milyon \$'lık ikincil arzın 616 milyon \$'ı T. İş Bankası A.Ş.'nin özelleştirmesinden kaynaklanmıştır. 2000 yılındaki 1,64 milyar \$'lık halka arzın 1,14 milyar \$'ı da Tüpraş'ın özelleştirmesinden elde edilmiştir. Birincil arzlarda görülen boyut büyümesi ikincil arzlarda da söz konusudur. Özelleştirmeler hariç tutulursa, 2000 yılına kadar ortalama 28 milyon \$ olan ikincil arz büyüklüğü, 2001 yılında 71 milyon \$'a çıkmıştır. İkincil arzların ortalama büyüklüğü birincil arzların iki katından fazladır. Bu fark, özellikle bankaların ikincil arz boyutlarının hacimlerinin kaynaklanmaktadır.



YATIRIM FONLARI

Aylık ağırlıklı ortalama portföy değerinin en az %25'i hisse senetlerinden oluşan fonlar A tipi fonlardır.

Yatırım fonları iki ana gruba ayrılmaktadır. Aylık ağırlıklı ortalama bazında portföy değerinin en az %25'i hisse senetlerinden oluşan fonlar A tipi fonlardır. B tipi fonlar ise A tipi fonların tabi olduğu sınırlamalara tabi olmayan fonlardır. Portföylerinde çok daha az miktarda hisse senedi tutabildikleri gibi, hiç hisse senedi taşımayabilirler. Vergi mevzuatına göre A tipi fonlar kurumlar vergisinden muaf olup B tipi fonlar %11

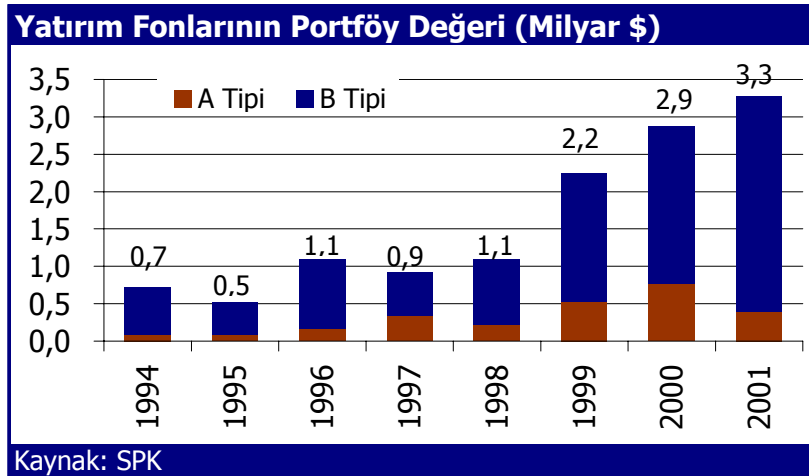
oranında stopaja tabidir. Bireyler için hem A hem de B tipi yatırım fonlarından elde edilen gelirler 31.12.2002 tarihine kadar gelir vergisinden muaf tutulmaktadır.

Bu iki ana grup dışında fonlar, içerdikleri sermaye piyasası araçları itibarı ile değişik alt sınıflara ayrılmışlardır. Bu uygulamanın amacı ise farklı portföy yapılarına sahip fonlar oluşturmak yolu ile farklı yatırımcı tercihlerine hitap edebilmektir.

Yatırım fonları 11 alt türe ayrılır.

Portföye alınacak menkul kıymetler göz önünde bulundurularak, 11 ayrı yatırım fonu türü tanımlanmıştır. Bunlar;

- ✓ Tahvil ve Bono Fonu,
- ✓ Hisse Senedi Fonu,
- ✓ Sektör Fonu,
- ✓ İştirak Fonu,
- ✓ Grup Fonu,
- ✓ Yabancı Menkul Kıymetler Fonu,
- ✓ Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu,
- ✓ Değişken Fon,
- ✓ Karma Fon,
- ✓ Likit Fon,
- ✓ Endeks Fon'dur.



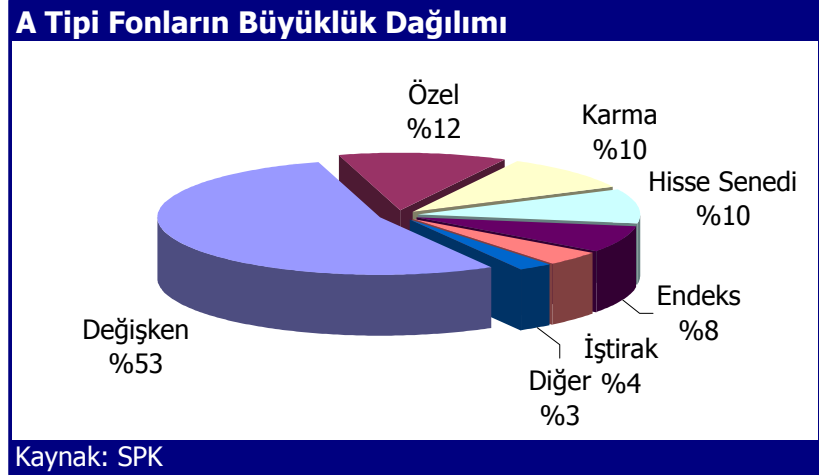
Türkiye'de yatırım fonlarının geçmişi 1980'li yıllara kadar gitmekle birlikte asıl büyüme süreci, bireylerin gelişen yatırım ihtiyaçları ile birlikte 1990'ların ortalarından itibaren başlamıştır. Bu kapsamda 1994 yılında 719 milyon \$ olan yatırım fonlarının toplam büyüklüğü, 2001 yılı sonunda 3.3 milyar \$ seviyesine ulaşmıştır. Bu süre içerisinde yatırımcılar çoğunlukla repo ve sabit getirili yatırım araçlarına yatırım yapan B tipi fonları tercih etmişlerdir.

Fon pazarı hızla büyümüştür.

2001 yıl sonu itibarıyla Türkiye'de çeşitli aracı kuruluşlarca kurulmuş olan 162 adet A tipi ve 115 adet B tipi yatırım fonu bulunmaktadır. Bu fonların toplam büyüklüğü 3.3 milyar \$'a

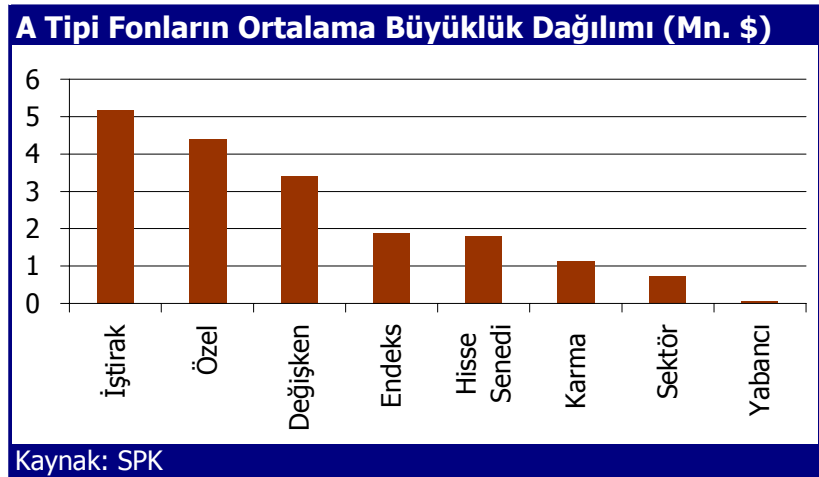
162 adet A tipi ve 115 adet B tipi yatırım fonu bulunmaktadır.

ulaşırken, A tipi fonların bu toplamdaki payı 391 milyon \$ ile %12 ve B tipi fonların da 2.9 milyar \$ ile %88'dir.



A Tipi Değişken fonlar sayıca ve portföy büyüklüğü olarak birinci sıradadır.

A tipi fonlar arasında Değişken fonlar 62 adet ile, Karma fonlar da 34 adet ile en yaygın fonlardır. Portföy büyüklüğü açısından ise Değişken fonlar %53 pay ile en büyük paya sahiptir. Bunu %12 pay ile Özel fonlar ve %10'ar pay ile de Karma ve Hisse Senedi fonları takip etmektedir. Endeks fonları ise %8 paya sahiptirler.



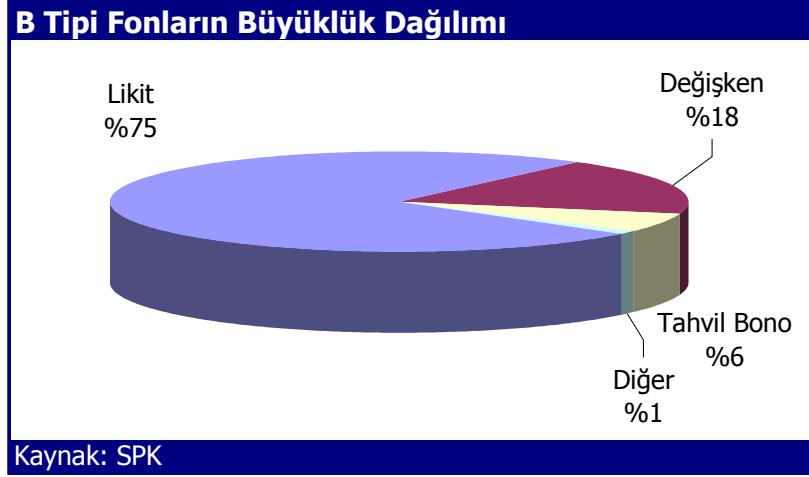
İştirak Fonları en yüksek ortalama portföy değerine sahip A Tipi fonlardır.

Fon pazarındaki büyüklüklerle fonların ortalama büyüklükleri arasında önemli farklar bulunmaktadır. Toplam üç tane olan İştirak fonları 5,2 milyon \$ ortalama portföy değeri ile en yüksek portföy değerine sahip olan A tipi fon kategorisidir. İkinci sırada ortalama 4,4 milyon \$ portföy değeri ile 11 tane Özel fon bulunmaktadır. Sayıca ve toplam portföy değeri olarak birinci sırada bulunan Değişken fonlar ortalama büyüklük sıralamasında üçüncü sıradadır.

B Tipinde adet olarak Değişken, portföy büyüklüğü olarak Likit fonlar birinci sıradadır.

B tipi fonlarda ise sayısal açıdan 46 adet ile Değişken fonlar, 38 adet ile Likit fonlar ve 24 adet ile de Tahvil Bono fonları en yaygın fonlardır. Ancak portföy büyüklüğü açısından Likit fonlar 2,2 milyar \$ büyüklük ve %75 pay ile ön plana çıkmaktadır.

Bunun başlıca nedeni ise vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan Likit fonların, kısa vadeli bir yatırım aracı olarak reponun alternatifi olarak görülmesidir. Likit fonları 533 milyon \$ büyüklük ve %18 pay ile Değişken fonlar ve 184 milyon \$'lık büyüklük ve %6 pay ile Tahvil ve Bono fonları izlemektedir.



Ortalama portföy büyüklüğünde de Likit fonlar 57 milyon \$ ile açık farkla birinci sıradadır. İkinci sıradaki Değişken fonların ortalama portföy değeri 12 milyon \$ civarındadır.

Ortalama büyüklükte de Likit fonlar birinci sıradadır.



Genel olarak A tipi fonların ortalama büyüklüğü 2,4 milyon \$, B tipi fonların ise 25 milyon \$'dır. Aradaki fark on kat gibi görünse de Likit fonların ortalama üzerinde önemli etkisi vardır. Likit fonlar hariç tutulursa B tipi fonların ortalama büyüklüğü 5,2 milyon \$ ile A tipi fonların iki katından fazladır.

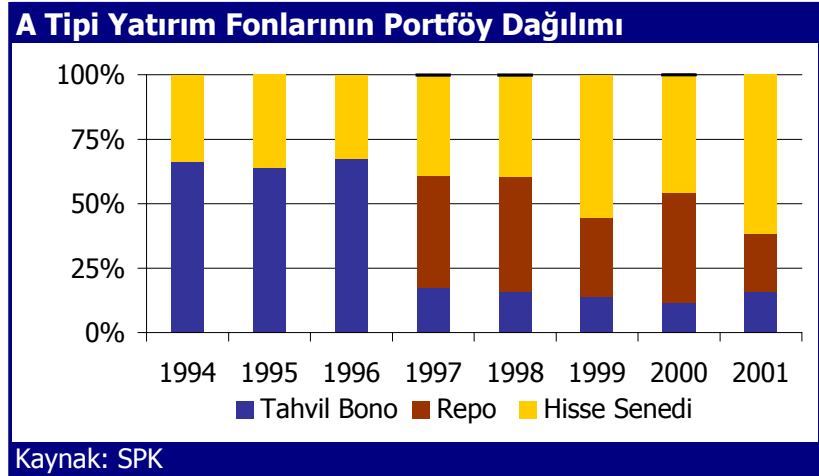
Yatırımcı tercihlerinin B tipi fonlardan yana olduğu çok açık biçimde görülmektedir. B tipi fonlarda da en kısa vadeli yatırım aracı olan Likit fonlar tercih edilmektedir.

Yatırımcı tercihi B Tipi Likit fonlardan yanadır.

Fon portföylerine bakıldığında ise A tipi fonların başlangıçta tahvil bono ağırlıklı olup son yıllarda gelişen piyasa şartları ile

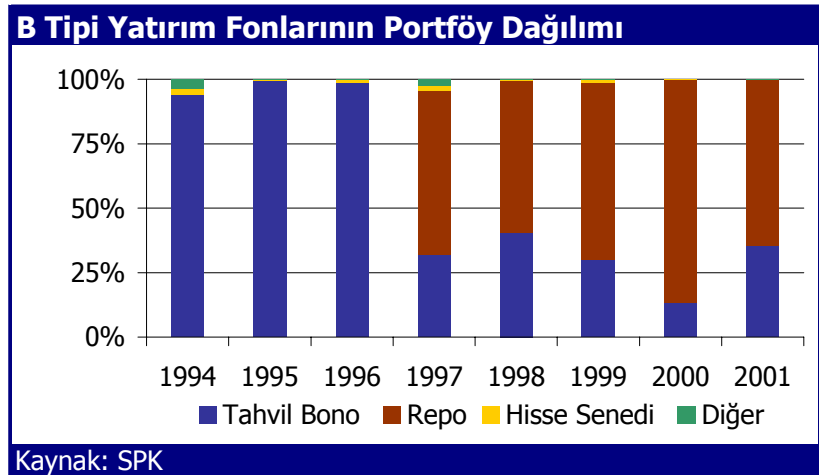
**A Tipi fon portföylerinde
hisse senedi payı
artmaktadır.**

birlikte hisse senedi ağırlıklı bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Bunda fon çeşitlerinin artmasının, Hisse fon ve Endeks fon gibi hisse senedi ağırlıklı yatırım yapan fonların kurulmasının etkisi vardır.



**B Tipi fonlar repo
ağırlıklıdır.**

B tipi fonlarda 1994-1996 yıllarında tahvil ve bono, 1997 yılından itibaren ise repo, portföy dağılımının önemli bir bölümünü oluşturmuştur. Likit fonların toplam içindeki ağırlığı bu dağılımı yaratan en önemli sebeptir. Likit fonların portföy büyüklüğü açısından %75 paya sahip olup, portföylerinin de %70'ler oranında repoya yatırım yapması sonucu toplam B tipi fonların içindeki repo oranı da %60'ların üzerinde gerçekleşmektedir.

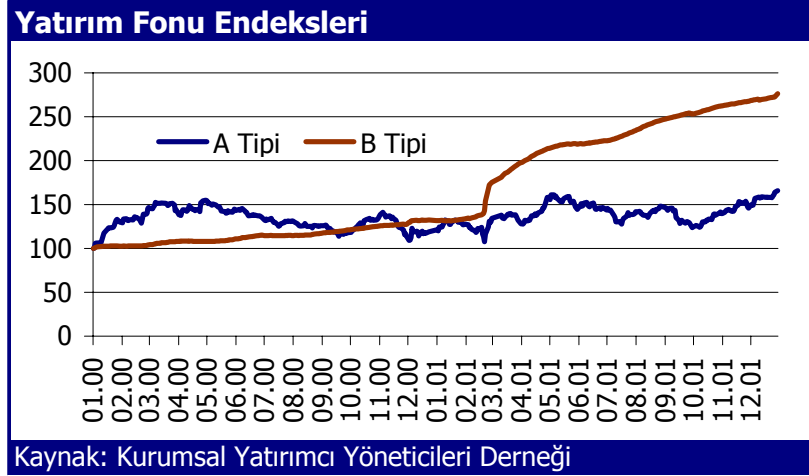


**A Tipi fonlar ortalama %65
getiri sağlamıştır.**

2001 yılı getirilerine bakıldığında, A tipi fonların yılbaşına göre ortalama getirisi %65 olmuştur. 162 adet A tipi fondan 70 tanesi bu ortalamanın üzerinde getiri sağlamıştır. En yüksek getiri %159, en düşük getiri ise -%6 olmuştur.

**B Tipi fonlar ortalama %93
getiri sağlamıştır.**

B tipi fonların yılbaşına göre ortalama getirisi %93 olmuştur. 115 adet B tipi fondan 64 tanesi bu ortalamanın üzerinde bir getiri sağlamıştır. En yüksek getiri %132, en düşük getiri ise -%2.5 olmuştur.



Yukarıdaki getiriler tüm fonların getirilerinin ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Bunun haricinde, fon getirileri konusunda gösterge olabilecek fon endeksleri mevcuttur. Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (KYD), 2000 yılı başından itibaren A ve B tipi fonlar için iki ayrı endeks hesaplamaktadır. Endekslerin içeriği üç ayda bir değiştirilmekte, portföy büyüklüğü ve katılımcı sayısına göre sıralanan ilk 50 fon endekse dahil edilmektedir. Hesaplama piyasa değeri ağırlıklı olarak yapılmaktadır.

Son iki yılda KYD endekslerinin getirileri aşağıdaki tabloda belirtildiği şekilde gerçekleşmiştir. Fonların ortalama getirileri ile endekslerin getirileri arasındaki fark yukarıda açıklanan metodoloji farkından kaynaklanmaktadır.

Fon Endeksleri Getirileri		
	A Tipi	B Tipi
2001	37,3%	108,4%
2000	21,0%	31,7%

Kaynak: KYD

2001 yılı sonu itibarı ile toplam yatırım fonu büyüklüğü 3.272 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. Aracı kurumlar tarafından yönetilen fon büyüklüğü 1.444 milyon \$, portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen fon büyüklüğü 1.828 milyon \$ olmuştur.

Portföy büyüklüklerinin yanı sıra fondaki yatırımcı sayısı da yatırımcı tercihlerinin bir göstergesidir. Örneğin, az sayıdaki büyük yatırımcılar belli bir fon tipini tercih ederken çok sayıdaki küçük yatırımcı başka bir fon tipini tercih ediyor olabilir. Dolayısıyla fon büyüklüklerinin yanı sıra müşteri sayılarını da dikkate almak, yatırım fonlarına olan yönelimin bir göstergesi olacaktır.

2001 yılı itibarı ile 64 aracı kurumun Portföy Yönetim Yetki Belgesi bulunmaktadır. Aşağıdaki veriler, fon yönetimi yapan

KYD, A ve B Tipi Fon Endeksleri yayınlamaktadır.

Endeks getirileri ortalama getiriden farklıdır.

Fonların %56'sı portföy yönetim şirketlerince yönetilmektedir.

Portföy büyüklüklerinin yanı sıra fondaki yatırımcı sayısı da önemlidir.

aracı kurumlardan sağlanan müşteri sayılarını göstermektedir. 1999 için 38, 2000 yılı için 45, 2001 yılı için 49 aracı kurum müşteri sayısı dağılımı vermiştir.

Müşteri Bazında Yatırım Fonu Tercihleri			
A Tipi Fonlar	1999	2000	2001
Değişken Fon	14.733	22.864	18.444
Karma Fon	6.827	9.583	8.581
Hisse Senedi Fonu	3.689	8.037	7.314
Sektör Fonu	3.202	5.458	4.954
Endeks Fon	2.016	3.746	3.827
Yabancı Menkul Kıymet Fonu	2	2	2
TOPLAM	30.469	49.690	43.122
B Tipi Fonlar	1999	2000	2001
Likit Fon	67.134	116.945	364.944
Değişken Fon	55.311	59.148	84.418
Tahvil-Bono Fonu	9.498	10.115	16.764
Yabancı Menkul Kıymet Fonu	1.617	1.891	2.065
TOPLAM	133.560	188.099	468.191
GENEL TOPLAM	164.029	237.789	511.313

Kaynak: TSPAKB

511.000 fon yatırımcısının tercihleri kategorize edilmiştir.

Türkiye’de toplam fon yatırımcısı sayısı hakkında kamuya açık bir bilgi olmamakla birlikte, bu çalışmada 511.000 yatırımcının tercihleri kategorize edilmiştir. Dolayısıyla bu kitlenin tercihlerinin toplam fon yatırımcısının ne kadarını temsil ettiği tespit edilemese de 1.250.000 civarındaki hisse senedi yatırımcısı ile kıyaslandığında önemli bir büyüklüğü temsil ettiği düşünülmelidir.

Yatırımcıların %92’si B Tipi fon tercih etmiştir.

2001 yılı verilerini baz alırsak, toplam müşteri sayısının %8,4’ü A Tipi, %91,6’sı B Tipi yatırım fonlarını tercih etmektedir. Portföy büyüklüğü olarak bakıldığında, A tipi fonlar toplam fon büyüklüğünün %12’sini, B tipi fonlar ise %88’ini oluşturmaktadır. Burada yatırımcı tercihinin açıkça B Tipi fonlardan yana olduğu görülürken A Tipi fon yatırımcısının ortalama fon büyüklüğünün, B Tipi fon yatırımcısına göre daha yüksek olduğu sonucu da çıkmaktadır.

B Tipi fonların müşteri sayısı 2,5 kat artmıştır.

2001 yılında dolar bazında A Tipi fonların büyüklüğü yarı yarıya azalırken, B Tipi fonlar %37 artmıştır. Müşteri sayılarında da aynı trend görülmektedir. A Tipi fonlardaki yatırımcı sayısı %13 düşerken, B Tipi fon yatırımcı sayısı 2,5 kat artmıştır.

A Tipi fonlarda Değişken fonlar ilk sırada.

A Tipi fonlar içindeki dağılıma bakıldığında yatırımcıların %43’ünün değişken fon tercih ettiği görülmektedir. Büyüklük bazında dağılımda ise değişken fonlar A Tipi fonların %54’ünü oluşturmaktadır. Müşteri bazında dağılım sıralaması ile büyüklük sıralaması paralellik göstermektedir.

B Tipi fonlar açık farkla yatırımcının birinci tercihi.

B Tipi yatırım fonlarında paralellik daha da belirgindir. Likit fon yatırımcısı toplam B Tipi fon yatırımcısının %78’ini oluştururken

likit fonların toplam B Tipi fonlar içindeki payı %75'dir. Her iki kategoride de yabancı menkul kıymet fonları ihmal edilebilecek kadar düşüktür.

Müşteri Bazında Yatırım Fonu Tercihleri			
A Tipi Fonlar	1999	2000	2001
Değişken Fon	48,35%	46,01%	42,77%
Karma Fon	22,41%	19,29%	19,90%
Hisse Senedi Fonu	12,11%	16,17%	16,96%
Sektör Fonu	10,51%	10,98%	11,49%
Endeks Fon	6,62%	7,54%	8,87%
Yabancı Menkul Kıymet Fonu	0,01%	0,00%	0,00%
TOPLAM	100,00%	100,00%	100,00%
B Tipi Fonlar	1999	2000	2001
Likit Fon	50,27%	62,17%	77,95%
Değişken Fon	41,41%	31,45%	18,03%
Tahvil-Bono Fonu	7,11%	5,38%	3,58%
Yabancı Menkul Kıymet Fonu	1,21%	1,01%	0,44%
TOPLAM	100,00%	100,00%	100,00%
A Tipi Fonlar	18,58%	20,90%	8,43%
B Tipi Fonlar	81,42%	79,10%	91,57%
Kaynak: TSPAKB			