

KÜRESEL KRİZİN İSTANBUL BORSASI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Hilmi SONGUR*

ÖZET

Küresel ekonomi ABD'de mortgage şirketlerinin, yatırım ve mevduat bankalarının batmaya başlamasıyla kendini gösteren şiddetli bir kriz döneminde bulunmaktadır. İMKB'de yaşanan krizden yüksek oranda etkilenmiş durumdadır. Finansmanlarının bir kısmını İMKB'den sağlayan şirketlerin kriz sürecinde bu kaynakları bulmaları güçleşecektir. Bu makalede, İstanbul borsasının krizden nasıl etkileneceği ve borsanın krize karşı direnme kapasitesi tartışılacaktır. Sonuç bölümünde ise, makaledeki analiz çerçevesinde gelecek araştırmalar için çıkarılan gündem sunulmaktadır.

Anahtar Kelimeler: İMKB, küresel kriz, finansallaşma, casino etkisi, finansman.

The Impact of Global Crisis on Istanbul Stock Exchange

Abstract

Global economy is in the midst of a financial crisis that has started with the bankruptcy of mortgage firms, investment banks and commercial banks. Istanbul Stock Exchange (ISE) has been deeply impacted from the ongoing crisis. The firms that raise a portion of their funds from ISE will be subject to difficulties during the crisis. In this article, we will discuss on what level ISE will be affected and resist to the crisis. In conclusion, the agenda will be presented based on the analysis made in the article.

* Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Banka ve Finans Programı Doktor. Adayı, hilmi.songur@khas.edu.tr

Key Words: ISE, global crisis, financialisation, casino effect, funding.

I. GİRİŞ

Bu makale yaşanan küresel ekonomik krizin İstanbul borsası ve şirketlerin finansmanı üzerindeki etkilerini açıklamayı hedeflemektedir. Konuya yakın zamanda popülerliği artan küreselleşme ve finansallaşma kavramları kullanılarak yaklaşılacaktır. Bu kavramların kullanıldığı teorik çerçeve bu kısımda irdelenecek daha sonraki bölümde İMKB'nin Tarihi ve Gelişimi anlatılacaktır. Üçüncü bölümde ise İMKB'de halka arz süreci ve koşulları anlatılacaktır. Devamında, İstanbul borsasını küresel krizin nasıl etkileyeceği ve borsanın krize karşı direnme kapasitesi tartışılacaktır. Sonuç bölümünde ise bu makaledeki analiz çerçevesinde gelecek araştırmalar için çıkarılan gündemi sunmaktadır.

Yaşanılan küresel ekonomik kriz ile ilgili net olarak bilinen husus, bu krizin ABD kaynaklı olduğudur. Krizin henüz kesinleşmemiş olan yanı derinliği ve kapsamıdır. ABD'de mortgage piyasalarının çöküşü ile başlayan bu krizi tetikleyen ve yaygınlaşmasına neden olan, küreselleşme sürecinin beraberinde getirdiği "finansallaşma" olgusu tartışılmaya başlanmıştır. Finansallaşma kavramı, firmaların mal ve hizmet piyasalarında ortaya çıkan işaretlere göre değil, finans piyasalarından gelen işaretlere göre yönetilmesi olarak da anlaşılabilir. Bu kavram özellikle son zamanlarda aşırı üretim sonucu düşen sermaye karlılığının getirdiği sorunlara bir çözüm perspektifi geliştirmek için akademik çevrelerde yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır, Ertürk ve diğerleri (2008). Buna göre üretken sermaye, kar oranlarını devam ettirebilmek için finansal spekülasyon rantına bel bağlamıştır.

Öte yandan, küreselleşme süreciyle entegre olmuş uluslararası finansal piyasalar bu krize çözüm getirmek yerine, yaygınlaşıp derinleşmesine neden olmaktadır. Batı kaynaklı sermaye, kâr oranlarını sürdürebilmek için finansal spekülasyonun sanal rantlarına bağımlı durumdadır. Bu süreç, borsaların iktisadi hayatın içinde önemli hale

gelişle uluslararası sermaye akımlarının serbestleşmesini “casino ekonomisi” olarak değerlendiren ünlü iktisatçı Keynes adeta haklı çıkmaktadır. Bu bağlamda İstanbul borsası küreselleşme çerçevesinde bu sanal rantların elde edildiği spekülâtif ortama eklelenmiştir.

Mortgage şirketlerinin, yatırım ve mevduat bankalarının batmaya başlamasıyla kendini gösteren ve ilgili çevrelerce “kapitalizmin 1929 büyük buhranından bu yana yaşanan en şiddetli krizi” olarak adlandırılmaya başlanan kriz, kar elde etme amacıyla birbiriyle yarışan finansal firmaların ürettikleri karmaşık finansal ürünlerin sürüklediği bir gelişme olarak devam ediyor. Başka bir deyişle, kar oranları azalan sermaye, birikmeye devam edebilmek için spekülasyona yönelmiş, kredi ve türev piyasalarında ki işlem hacminin 1990 yılındaki \$100 milyar seviyesinden Haziran 2008’de \$595 trilyon seviyesine tırmanmasına yol açmıştır¹. Bu sürecin bir parçası olarak, ABD’deki firmalarca irrasyonel ve açgözlü bir şekilde kredi notu düşük olan kişilere piyasa ortalamasının üzerinde faizle verilen ve finansal piyasalarda türevleri satılan mortgage kredileri (sub-prime) geri ödenememiştir. Bunun sonucun da finansal kıymetlerin değeri düşmüş ve zarar yazıp iflas eden kredi şirketleri gibi ağır ekonomik sorunlar ortaya çıktı.

Uluslararası mali krizinin başlangıcı olarak kabul edilen Ağustos 2007 tarihinden bu yana ABD’de çok sayıda banka ve finans şirketi iflas etmiştir. Kredi piyasaları çalışamaz hale gelirken, dünya borsaları da yüksek oranlarda değer kaybetmeye başlamışlardır. Derinleşen kriz ve güven bunalımı karşısında, başta gelişmiş ülkelerin hükümetleri ve merkez bankaları olmak üzere, yönetimler çeşitli önlemleri birbiri ardına almaya başladılar. Bu bağlamda, gelişmiş ve gelişmekte olan dünyanın önde gelen ekonomilerinin yönetimleri yüz milyarlarca dolar tutarındaki yardım paketlerini hayata geçirmekteler. Aşağıdaki Tablonun tetkikinden de görüleceği üzere ülkelerin açıkladığı bu yardım paketlerinin toplamı \$4,695 milyar seviyesine ulaşmış bulunmaktadır.

¹ BIS, 2008.

Ne var ki, trilyon dolarları aşan kurtarma planları, faiz indirim kararları ve tüm dünyada bankalara devletler tarafından sağlanan sermaye desteğine rağmen dünya borsalarının büyük oranlarda değer kaybına uğramalarının önüne geçilememiştir

Tablo 1. Seçilmiş Ülkelerin Ekonomik Yardım Paketleri

Ülke	Paket (milyar \$)	Ülke	Paket (milyar \$)
ABD	850	Portekiz	30
Almanya	675	Rusya	86
İngiltere	691	İspanya	170
Çin	586	Hollanda	26
İrlanda	549	G.Kore	130
Fransa	461	Japonya	275
Norveç	52	Avusturya	114

Kaynak: Financial Times

Şirketlerin değer kayıplarının nerede ve ne zaman biteceği de henüz belli değildir. IMF kaynaklı tahminler, konut kredileri kaynaklı olduğu için krizin 2 ila 5 yıl arasında devam edeceğini bildirmektedir. Aynı şekilde, İMKB’de küresel durgunluk endişelerinin sürüklenmesi neticesinde büyük oranda değer kaybına uğramıştır. 2007 yılını 55.538 puandan kapamış olan İMKB Ulusal – 100 Endeksi, krizin henüz esintilerinin geldiği 2008 Kasım ayını ise %54 lük düşüşle 25.715 puandan kapatmıştır.

Öte yandan, başlangıçta krizin Türkiye’yi teğet geçeceği ve çok fazla hasar yaratmayacağı görüşü hükümet ve ekonomi idaresi otoriteleri arasında yaygınken, yavaş yavaş tedbir paketleri geliştirilmeye başlanmış, YTL %30 değer kaybederken faiz hadlerinde de indirim yapılmıştır. Merkez Bankası kredi piyasalarındaki tıkanmayı önlemek için likiditeyi arttırmış, iktisadi büyüme yılın üçüncü çeyreğini %0,5’le kapatarak hız kesmiş ve hükümet yirminci kez IMF ile stand-by anlaşması imzalama aşamasına gelmiştir. Bu durumda İMKB’nin nasıl etkileneceği ve hisse senetleri fiyatlarının hangi tür düzenlemelere nasıl yanıt vereceği önemli bir sorun olarak karşımı-

za çıkmaktadır. Bu sorulara cevap vermeye bundan sonraki bölümde İMKB'nin tarihsel oluşumunu inceleyerek başlayacağız.

II. İMKB'nin Tarihi ve Gelişimi

Modern zamanlarda, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın resmen kurulması 26 Aralık 1985 tarihinde olmuştur. Ancak bu Türkiye'deki ilk menkul kıymetler piyasası değildir. İlk borsa 1866 yılında Osmanlı İmparatorluğu zamanında kurulmuş olan Der-saadet Tahvilat Borsası'dır. 1929 yılında çıkartılan 1447 sayılı "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu" ile sermaye piyasalarının, o zamanki ismiyle "İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası" adı altında organize olması sağlanmıştır. Borsa kısa sürede gelişim göstermiş ve girişimcilerin fon ihtiyaçlarının karşılanmasına katkıda bulunmuştur. 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı ve İkinci Dünya Savaşı, Borsa'nın gelişimini olumsuz yönde etkilemiştir. Dahası, ileriki yıllarda gelişen endüstriye paralel olarak hisse senetlerini halka arz eden anonim şirketlerin sayısı da artmış ve çoğu bireysel olan yatırımcılardan yüksek oranda talep görmüştür.²

Türkiye 1980'de uzun yıllar takip ettiği ithal ikameci büyüme modelini bir yana bırakarak liberalizmi iktisadi politika olarak benimsemiştir. 24 Ocak kararları olarak bilinen ve finansal derinleşmeyi yaratacağı ileri sürülen politikalar uygulamaya konulduktan kısa bir süre sonra iflas etmiş ve bankerler krizi olarak bilinen krizde ülkeyi ciddi kayıplara uğratmıştır. Sermaye hareketliliğinin hukuki ve kurumsal alt-yapı olmadan serbest rekabetçi piyasa koşullarında büyük ölçüde artması kriz dinamiklerini de tetiklemiş, sermayenin maliyetini arttırmıştır. Artan sermaye hareketliliğinin sağlıklı bir şekilde işlemesi için mevzuat değişikliklerine gidilmiş ve kurumlar oluşturulmuştur.

Bu çerçevede, 1981 yılında çıkartılan Sermaye Piyasası Kanunu'nu 1982'de menkul kıymetler piyasasını düzenleyen ve denetleyen kuruluş olan Sermaye Piyasası Kurulunun kurulması izlemiştir. 1982 krizi sonrasında daha ciddiyetle ele alınan bu çalışmalar so-

² <http://www.imkb.gov.tr/genel/tarih.htm>

nucunda, 1984 yılında Resmi Gazete`de Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları yayınlanmıştır. Takip eden yıl bu esaslara ilişkin mevzuatın TBMM`de kabul edilmesinin ardından İMKB resmen kurulmuş ve 1986 yılında Karaköy - Tophane'de faaliyetlerine başlamıştır. Türkiye`de yaygın finansal anlayışın ve hukuki, kurumsal çerçevenin sığ olması yüzünden, İMKB'nin kurulması ve fonksiyonel hale gelmesi görüldüğü gibi bir hayli gecikmiştir.

İMKB verilerine göre, kuruluşundan 2007 yılı sonuna kadar geçen süre içerisinde İMKB'nin ekonomiye aktardığı kaynak tutarı \$37 milyar tutarını aşmıştır. Aynı süre içerisinde Borsa pazarlarında işlem gören şirket sayısı 1986 yılındaki 80 seviyesinden 2007 yılı sonunda 319'a çıkmış bulunmaktadır. Bu şirketlerin yanı sıra 8 Borsa Yatırım Fonu'nun katılma belgeleri de İMKB'de işlem görmektedir. 2007 sonu itibari ile İMKB`de ki şirketlerin senetlerden 292'si Ulusal Pazar'da, 14 tanesi İkinci Ulusal Pazar'da, 3 tanesi Yeni Ekonomi Pazarı'nda ve 10 tanesi de Gözaltı Pazarı'nda işlem görmektedir.

İMKB Hisse Senetleri Piyasasında gerçekleşen işlem hacmi tutarı kuruluşundan itibaren artmış, 1986 yılında \$13 milyon seviyesinde iken, kuruluşundan on yıl sonra 1996 yılında \$36,7 milyar seviyesine yükselmiştir. Artışına devam eden işlem hacmi tutarı 2007 yılında ise \$300,8 milyar olarak gerçekleşmiştir. Bu artışı, aynı dönem içinde ekonomiye aktarılan kaynak ile karşılaştırdığımızda, İMKB'nin beklenenden çok daha düşük oranda tasarruf – yatırım ekseninde arabuluculuk yaptığı ortaya çıkar. Bu veriler ışığında, İMKB'nin daha çok Keynesyen spekülatif motivasyona açık olarak işlediği ileri sürülebilir.

Ayrıca, bu işlem hacminin İMKB pazarlarındaki dağılımı tetkik ettiğimizde işlemlerin büyük bir kısmının ulusal pazar da gerçekleştiği görülmektedir. 2007 yılında gerçekleştirilen Hisse Senetleri Piyasası işlem hacminin %97'si Ulusal Pazar da gerçekleştirilmiştir. Ulusal Pazar'da gerçekleştirilen toplam işlem hacmi tutarı \$291,4 milyar olmuştur. 2007 yılında, İMKB'nin diğer pazarları olan İkinci Ulusal Pazar'da \$3,4 milyar, Yeni Ekonomi Pazarı'nda \$0.43 milyar ve Gözaltı Pazarı'nda ise \$0.13 milyar tutarında işlem gerçekleştirilmiştir. 2007 yılında gerçekleştirilen açığa satış işlemlerinin toplam hacmi ise \$13,57 milyar olmuştur. Başka bir deyişle, İMKB'de 2007

yılında gerçekleşen işlem hacminin yaklaşık %4,5'i sahip olunmayan hisse senetlerinin ödünç alınması ile gerçekleşmiştir. Açığa satış işlemlerinin spekülasyon amacıyla yapıldığı göz önünde alınırsa, bu işlemlerin tamamen bir "casino" mantığını yansıttığı öne sürülebilir. Öte yandan, İMKB Hisse Senetleri Piyasası günlük ortalama işlem hacmi, 2007 yılında \$1,2 milyar olarak gerçekleşmiştir.³

Ulusal Pazar'da kotasyon kriterleri İMKB kotasyon yönetmeliğinin 13'üncü maddesinde düzenlenmiştir. Bu maddeye göre şirket halka arzdan önceki son iki yılda vergi öncesi kar etmiş olmalı, yine bağımsız olarak denetlenmiş bilançosunda özsermayesi 14 milyon YTL olmalıdır. Dahası, şirketin halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değeri en az 21 milyon YTL olmalı ve nominal değerinin ödenmiş olması gerekmektedir. Katı bir yapı sergileyen bu kuralların, firmaların borsanın en geniş tabanlı finansman imkânını elde edebilecekleri Ulusal Pazar'a kotalanmasını zorlaştırıcı bir yapıda olduğu öne sürülebilir. Öte yandan, firmaların Ulusal Pazar'da işlem görme şartları bu kadar katı iken, İMKB'deki işlem hacminin %97'sinin bu pazarda gerçekleşmesi küçük ve orta ölçekli firmaların finansman bulması amacıyla oluşturulan İkinci Ulusal Pazar'ın yeterince etkin olmadığını ortaya koymaktadır.

2005 yılından itibaren İMKB Ulusal Pazar'da işlem gören Borsa Yatırım Fonları (BYF) önemli gelişmeler kaydetmiştir. BYF'nin bir kısmı bazı sektörel ve genel endeksleri yansıtırken, diğer bir kısmı da devlet iç borçlanma senetleri fiyatlarına dayalı durumdadır. BYF'nin 2005 yılında \$1,67 milyar olan işlem hacmi, 2007 yılında \$5,45 milyara yükselmiştir. Bazı sektörel ve genel endeksleri gösteren BYF'nin yanında, işlem görmeye başlayan devlet iç borçlanma senetleri fiyatlarına dayalı BYF alternatif yatırım olanakları durumundadır. BYF'lerdeki işlem hacmindeki yüksek artış dikkat çekicidir.

İMKB de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri (kapitalizasyon değeri) ilk hesaplandığı 1986 yılından 2007 yılı sonuna kadar büyük oranda artmış bulunmaktadır. 1986 yılı sonunda \$938 milyon seviyesindeki kapitalizasyon değeri 2007 yılı sonunda

³ İMKB 2007 Faaliyet Raporu

\$290 milyar seviyesine yükselmiştir. Başka bir deyişle, borsanın kapitalizasyon değeri yirmi bir yıllık süreç içerisinde 309 kat artmış bulunmaktadır. Dahası, İMKB endeksi 2002 yılından 2007 yılının sonuna kadar geçen sürede ABD Doları bazında 7,6 kat artış gerçekleştirmiştir. Aynı dönem de Türkiye'nin sabit fiyatlarla hesaplanan Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (GSYİH)' sı ise kümülatif olarak % 48 artmış bulunmaktadır. Dolayısıyla İMKB' deki şirket değerlerindeki artış GSYİH çok üzerinde gerçekleşmiştir.

Türkiye özellikle 2003 yılından itibaren gerek özelleştirmeler, gerekse özel kesimin sermaye açılımları sonucunda ciddi miktarda yabancı sermaye çekmeyi başarmıştır. Bu doğrultuda, yabancı yatırımcıların da İMKB hisse senetleri piyasasına olan ilgisi oldukça yoğun olmuştur. 2007 yılı sonu itibari ile yabancı yatırımcıların halka açık hisse senetleri içerisindeki payları %72 seviyelerine ulaşmıştır. Yine yabancı yatırımcıların 2007 yılı işlem hacmi içerisindeki payları da %24 olmuştur. İMKB böylece devletin özelleştirmeler yoluyla bütçe finansmanına yardımcı olan bir özellik arz etmeye başlamıştır. Öte yandan bu gelişmeler İMKB'yi kendi inisiyatifinin erişemeyeceği dış piyasalardaki dalgalanmalara açmış, böylece borsa sıcak paranın yoğunluklu olarak dalgalandığı bir "casino" haline dönüşmüştür. Bir noktada devlet bütçe finansmanının belli bir bölümünü bu "casino"dan yapmıştır.

Bu şekilde işlem hacmi artmış, yabancılara açılmış ve derinleşmeye başlamış olan İMKB'nin içinde yaşanan krizden nasıl etkileneceği ve bu krize nasıl karşı durabileceği onun faaliyetlerini düzenleyen kurallarla ilgilidir. Bir sonraki bölüm İMKB'nin işleyişini düzenleyen kuralları, halka arz sürecini ve koşullarını incelemektedir.

III. İMKB'de Halka Arz Süreci ve Koşulları

İMKB pazarlarında işlem görebilmek için, şirket hisse senetlerinin Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınarak halka arz edilmesi ve İMKB kotuna alınması gerekmektedir. Bir şirketin halka açılarak borsa'da işlem görmesi ile ilgili olarak, şirket içinde ve dışında yapılacak bir dizi işlem olduğu için bir çalışma grubunun oluşturulması zorunludur. Çalışma grubu İMKB ve SPK' ya başvurmadan önce

yapılması gereken işlemlerin listesini çıkarmalıdır. Öncelikle, şirket hisse senetlerinin halka arzı için bir aracı kuruluşla aracılık sözleşmesi yapılması gerekmektedir. Aracı kuruluşlar: En iyi Gayret Aracılığı ya da Aracılık Yüklenimi yöntemlerden birini kullanarak halka arza aracılık ederler.

Halka arz için SPK'ya başvuran şirketler, mali tablolarını Sermaye Piyasası mevzuatına uygun olarak hazırlamak ve yetkili bağımsız denetim şirketinin denetiminden geçirmek zorundadırlar. Dahası, şirket esas sözleşmesinde sermaye piyasası mevzuatı açısından gerekli değişiklikleri yapmakla yükümlüdür. Daha sonra, halka arz sürecinin uzunluğunun belirlenmesi amacıyla zaman çizelgesi hazırlanmaktadır. Devamında, halka arz fiyatı belirlenmektedir. Genellikle aracı kurumlar tarafından belirlenen fiyat, halka arzın başarısında ve devamında İMKB'de işlem görmeye başladıktan sonraki hisse senedinin fiyat performansı açısından önem arz etmektedir.

Şirket ve/veya aracı kuruluş Borsa ve SPK yetkilileri ile ihracın ilk aşamalarında görüşmelere başlarlar ve gerekli belge ve prosedür ile ilgili bilgileri alırlar. Gerekli belgelerin tamamlanmasının ardından şirket hisse senetlerinin halka arz edilip işlem görmesi için çeşitli işlemlerin tamamlanması gerekmektedir. Bu çerçevede, şirketler tarafından gerekli evraklar hazırlandıktan sonra SPK'ya kayda alınması için, İMKB'ye de ilgili pazarda işlem görmesi için müracaat edilir. Mümkün olduğunca çok sayıda yatırımcıyı çekmek için tanıtım faaliyetlerine gerekli özenin gösterilmesi gerekir. Bu doğrultuda şirketi tanıtmak amacıyla ulusal ve/veya uluslararası finans kuruluşları ve yatırımcılar için fuarlar yapılabilmektedir.

Şirket'in halka arz ve borsa'da işlem görme başvurusundaki eksik bilgi ve belgeler tamamlandıktan sonra, şirket merkez ve üretim tesisleri Borsa ve SPK uzmanlarınca ziyaret edilerek incelemelerde bulunmaktadır. Şirketin faaliyet alanına göre incelemeler çeşitli farklılıklar gösterse de temelde niteleyici ve niceleyici incelemeler yapılmaktadır. Halka Arz ve İMKB'de İşlem Görme Rehberinde incelemelerde şirketin niteleyici değerleri genel olarak;

- Hammadde temini

- Üretim süreci
- Süregelen ve proje halindeki yatırımlar
- Yönetim ve çalışanların durumu
- Lisans, know-how vb. anlaşmalar,
- Şirket ve sektör hakkında genel bilgiler
- Alınması gereken izinler, ruhsatlar ve raporlar
- Şirketin faaliyeti ile ilgili sözleşmeler
- Gayrimenkuller ve kiralama işlemleri gibi başlıklar altında incelenmektedir.

Niceliksel incelemelerde, şirketin finansal durumunun anlaşılması amacıyla yönelik olarak mali tabloları üzerinde durulmaktadır. Bu incelemelerde, şirketin bağımsız denetimden geçmiş mali tablo ve dipnotları incelenmekte, finansal durumunun tespiti için statik ve dinamik mali analizin yanı sıra önemli rasyoların analizi de yapılmaktadır.

İşlem görmek üzere başvuran bir şirketin hisse senetleri uzmanlarca yapılan incelemeler sonucu IMKB Hisse Senetleri Pazarlarının birinde işlem görür. Bu pazarlar: Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, ve Yeni Ekonomi Pazarı'dır. Hisse senetlerinin halka arzı Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri 1, No: 26 sayılı tebliğ ile düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre hisse senetleri; "Mevcut Hissedarların Hisselerinin Halka Arzı", "Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz" veya her iki yöntemin birlikte uygulanması yoluyla halka arz edilebilirler.

Mevcut hissedarların sahip olduğu hisse senetlerinden bir kısmını borsa'da veya borsa dışında halka arz etmeleri yönteminde, ortaklıklardaki mevcut hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinden bir kısmını doğrudan borsa'da veya borsa dışında halka arz edebilirler. Sermaye artırımı yoluyla hisse senetlerinin halka arzı yöntemi, SPK'nın Seri: I, No: 26 sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına" ilişkin esaslar tebliği'nin 6. maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre; halka açık olmayan ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında, ortakların yeni pay alma haklarını

kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilirler.

Belirtilen her iki yöntemin birlikte kullanılması imkânı da mevcuttur. Bu sayede hem ortak hem de şirket halka arz yoluyla kaynak elde edebilecektir. Halka arz işlemi daha önce izah name ve sirkülerde ilan edilen tarih ve yerde başlar ve çeşitli satış yöntemlerinden biri kullanılır. Bu yöntemler;

- Talep Toplama Yöntemi,
- Talep Toplanmaksızın Satış Yöntemi
- Borsa'da Satış Yöntemi'dir.

Sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklif alma yoluyla talep toplama olarak ikiye ayrılır. Talep toplamaksızın satış yönteminde sermaye piyasası araçlarının bizzat ihraççı tarafından ya da aracı kuruluş vasıtasıyla belirli bir fiyat tespit edilerek, yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışdır. Borsa'da satış yöntemi dışındaki yöntemler şirketlerin borsa dışında halka arz edilmesine ilişkin prosedürlerdir. Şirketler diledikleri takdirde hisse senetlerini borsa'da birincil piyasada da halka arz edebilirler.

Borsa Yönetim Kurulu halka arz sonuçlarının incelenmesinden sonra şirket hisse senetlerinin işlem görebileceği pazar hakkında karar vermekte ve şirket hisse senetlerini Borsa kotuna veya kaydına almaktadır. Borsa Yönetim Kurulu'nun kararından sonra halka arz sonuçları, halka arz izahnamesi ve borsa'ca gerekli görülen diğer bilgiler Borsa Günlük Bülteni'nde ilan edilmektedir. Bu ilanı izleyen ikinci iş gününden itibaren şirket hisse senetleri ilgili pazarda işlem görmeye başlar.

Yukarıdaki açıklamalardan da görüldüğü gibi İMKB'de şirketlerin kotalanması için geçen inceleme süresi ve mevzuatı bir hayli uzundur. Öte yandan İMKB'ye giren şirketlerin karşılaştıkları güçlükler sonucu borsayı terk etmelerinin koşulları da tam anlamıyla açık değildir. Yaşanan kriz sürecinin bir arınma ve çürük elmalardan kurtulma krizi olduğu düşünüldüğünde İMKB mevzuatının daha uygun olması gerekmektedir. Aynı zamanda bu mevzuat şeffaflığı ve İMKB'deki adil rekabet ortamını da garanti altına almalıdır. Bor-

sa'da işlem gören yerli ve yabancı firmaların öncelikleri sürdürülebilir ekonomik büyüme gereksinmesiyle uyumlu hale getirilmelidir. Ancak bu tür çabalarla Keynesin bahsettiği "casino" ekonomiyeye yararlı bir hale getirilebilir.

Bu durumda İMKB'nin makro-ekonomik dengelere yaptığı katkının ne olduğu sorusu önem kazanmaktadır. Dünya genelinde borsaların tasarruf – yatırım ekseninde uzun süreli firma finansmanı sağlaması beklenmektedir. Bu olguya İMKB özelinde bakmak bir sonraki bölümün amacını oluşturmaktadır.

IV. İMKB'nin Şirketlerin Finansmanındaki Rolü

Firmaların finansal ihtiyaçlarının büyüme olgusu ile ilgili olduğu akademik çevrelerde kabul edilmektedir. Günümüz ekonomilerinin iktisadi büyümede, finans sektörünün kaynaklarını verimli ve etkin yatırımlara yönlendirmesinin önemli bir rol oynadığı McKinnon (1973), Shaw (1973) ve Fry (1997) gibi araştırmacıların çalışmalarında öne sürülmüştür. Bilindiği gibi firmalar finansman gereksinimlerini bankacılık sektöründen veya sermaye piyasalarından karşılamaktadırlar. Bu çerçevede, finansal sistemin kurumsal yapısının banka tabanlı (bank-based) mı yoksa piyasa tabanlı (market-based) mı olması gerektiği tartışılmaktadır.

Banka tabanlı finansal sistemi savunan ve Stiglitz'in (1985, 1994,1996) ve birlikte çalıştığı akademisyenlerin Stiglitz ve Weiss (1981), Stiglitz ve Uy (1996) çalışmalarında banka tabanlı finansal sistemin göreceli olarak "bastırılmış" (i.e. finansal fiyat ve akımlar üzerindeki devlet kontrolleri) olduğu ve kalkınmayı desteklemede liberal piyasa bazlı sisteme göre daha etkin olduğu öne sürülmektedir. Banka tabanlı sistemin yararlarının teorik analizi genellikle sahip-temsilci (principal-agent) çerçevesi içinde asimetrik bilgi yaklaşımı ile ele alınmaktadır. Aybar ve Lapavistas (2001) asimetrik bilginin varlığında, regüle edilmemiş bankacılık faaliyetlerinin etkin olmayan yüksek faiz oranlarına neden olarak, verimli yatırımları azaltmakta ve artan oranda yüksek riskli borç alanları (borrowers) çekerek borç verenlerin (lenders) getirilerini azaltmakta olduğunu ileri sürmektedirler.

Öte yandan, banka tabanlı finansal sisteme karşı olan görüş ise Levine (1992), Bencivenge ve diğerleri (1995), Levine ve Zervos (1996) liberalleştirilmiş ve piyasa tabanlı sistemin ekonomik kalkınmayı desteklemede daha başarılı olacağını öne sürmektedir. Finansal liberalleşme özellikle borsanın ekonomik kalkınmadaki rolünü artırılması ile tamamlanmaktadır. Dahası, piyasa tabanlı görüş, gelişmiş bir finansal yapının iktisadi kalkınmanın etkin bir nedeni olduğunu ve serbestçe işleyen bir hisse senedi piyasası yine serbestçe işleyen bankacılık sistemini tamamlaması gerektiğini öngörmektedir. Yine, Atje ve Jovanovich (1993) finansal gelişimin ve borsanın gelişiminin cari ve gelecekteki ekonomik kalkınmaya ve sermaye birikimine katkı sağladığını ön görmektedir.

Kriz sürecinde firmaların finansman gereksiniminin sermaye piyasalarından karşılanması pek olası gözükmemektedir. İMKB'de Şubat 2001 krizinden bu yana halka arzlarda önemli bir azalış gözlenmektedir. İMKB verilerine göre; 1990'lı yıllarda yılda ortalama 25 şirket halka açılırken 2001'den bu yana ortalama 6'ya inmiştir. Dahası, 2007 yılında borsa pazarlarına yeni alınan şirket sayısı 9 iken, 2008 yılının tamamında sadece 2 şirket borsa pazarlarına alınmıştır. Yine yapılan en iyimser tahminler İMKB'deki halka arzların ancak 2009 yılının ikinci yarısında dünya piyasalarındaki olası düzelmeye paralel gerçekleşebileceği yönündedir. Başka bir deyişle, 2009 yılında şirketlerin finansman ihtiyaçlarını borsadan karşılamaları imkânları nerede ise yoktur.

Yaşamakta olduğumuz ekonomik kriz ve küresel durgunluk süreci son yıllarda işlem hacmi ve kapitilizasyon değeri büyük oranlarda ve sürekli artmış olan İMKB'deki trendi tersine çevirmiş durumda. 2002–2007 yılları arasında \$34,4 milyar seviyesinden \$289,9 milyar seviyesine yükselen borsa şirketlerinin toplam kapitilizasyon değeri küresel krizin etkisiyle Kasım 2008 sonunda \$91,9 milyar seviyesine inmiştir. Başka bir deyişle, 2002–2007 döneminde dolar bazında yaklaşık olarak %754 artış göstermiş olan kapitilizasyon değeri küresel kriz ile Kasım 2008 sonunda elde ettiği artışın yine yaklaşık %68 ini kaybetmiş bulunmaktadır.

Fiyat/kazanç (F/K) oranı bir şirketin hisse fiyatının hisse başına düşen kâra oranını olarak tanımlanmaktadır. İMKB'de 2008 yılı

dokuz aylık bilânçolarına göre F/K 4,8 ile borsa tarihinin en düşük seviyesine inmiş bulunmaktadır. Aynı oranının, geçmişte ortalamasının 13–15 aralığında olduğu ve gelişen piyasalar ortalamasının da halen 7,5 civarında olduğu göz önüne alındığında, İMKB'deki şirket değerlemelerinin spekülâtif olduğu görüşü destek kazanmaktadır.

Öte yandan, İMKB'de 2002–2007 döneminde ortalama günlük işlem hacmi \$281 milyon seviyesinden 2007 yılında yaklaşık \$1,2 milyar seviyesine çıkmıştır. Bu artış %325'lik bir artışı ifade etmektedir. Geçen 5 yıllık süreçte sürekli artış gösteren bu değer Kasım 2008 itibarıyla \$1,08 milyar seviyesine geriledi. Özellikle ekonomik krizin şiddetinin arttığı Ekim ve Kasım aylarında bu değer sırasıyla; \$1,01 milyar ve \$768 milyon seviyelerine inmiş bulunmakta. 2007 yılının aynı aylarında bu rakamların sırasıyla; \$1,7 milyar ve \$1,39 milyar olması krizin işlem hacmin ciddi miktarlarda düşmesine yol açtığına açık göstergesi durumunda.

TÜİK'in verilerine göre Türkiye'nin GSYİH'sı 2002–2007 döneminde sabit fiyatlarla kümülatif olarak %48 artış gösterirken İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam kapiteleşme değerlerindeki artış %754 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde, Türkiye'nin GSYİH ise dolar bazında ise 2002 yılındaki yaklaşık \$213 milyar seviyesinden 2007 yılında yaklaşık olarak \$659 milyar seviyesine ulaşmıştır. Bu artış yaklaşık % 185 düzeyindedir ve kapiteleşme değerindeki %756'lık artışın oldukça altında kalmış durumdadır. Dolayısıyla, İMKB'de gerçekleşen değer artışının büyümeden kaynaklanmadığı diğer spekülâtif nedenlerinin olduğu açıktır.

Nitekim sermaye piyasaların krizden büyük oranda etkilendiği bu dönemde, 2001 krizi sonrası yapılan reformlarla oldukça sağlam bir yapıya kavuşmuş olan bankacılık sektörü yaşanan krize rağmen şirketleri finanse etmeye devam ediyor. Bu bağlamda, BDDK verilerine göre bankacılık sektörü toplam kredi hacmi 2007 sonundaki 285,6 milyar YTL seviyesinden yaklaşık olarak %33'lük bir artış ile 2008 yılı Eylül döneminde 361 milyar YTL'ye yükselmiştir. Dahası, bankacılık sektörü Türkiye ekonomisinin nerede ise tamamını oluşturan KOBİ'lere Eylül 2008 döneminde 95,2 milyar YTL nakdi kredi, 31,0 milyar YTL gayri nakdi kredi kullandırmıştır. Aynı

değerlerin 2007 yılı sonunda, sırasıyla, 80,7 milyar YTL ve 26,5 milyar YTL olduğu görülmektedir. KOBİ'lere kullandırılan nakdi ve gayri nakdi kredi hacmi yaklaşık %17 oranında artış göstermiştir.

Bu veriler, firmaların finansman ihtiyaçlarının ve ülkenin ekonomik kalkınmasının piyasa tabanlı değil ancak banka tabanlı finansal yapı ile karşılayabilecekleri yaklaşımını destekler niteliktedir.

V. Sonuç

Dünya ekonomisinin mortgage şirketlerinin, yatırım ve mevduat bankalarının batmaya başlamasıyla kendini gösteren ve 1929 büyük buhranından bu yana yaşanan en şiddetli kriz olarak adlandırılmaya başlanan bir düzlemde bulunduğu açıkça ortadadır. Etkilerinin önümüzdeki birkaç yıl hissedileceği tahmin edilen krizden İMKB'de büyük ölçüde etkilenmiş durumdadır.

Halen, İMKB'de şirketlerin kotalanması için geçen inceleme süresi ve mevzuatı oldukça uzun bir süreçtir. Mevcut kriz sürecinin bir arınma süreci olduğu göz önünde bulundurulduğunda İMKB mevzuatının daha uygun bir hale getirilmesi gerekmektedir. Dahası, İMKB'de işlem gören yerli ve yabancı firmaların öncelikleri sürdürülebilir ekonomik büyüme gereksinimiyle uyumlu hale getirilmeli ve Keynesin bahsettiği "casino" ekonomiye yararlı bir hale getirilmelidir. Öte yandan yaşanan kriz süreci, 2001 krizi sonrası büyük ölçüde reforme edilmiş bankacılık sektörü göreceli olarak daha az etkilenmiştir. Bu bağlamda, firmaların finansman ihtiyaçlarının ve ülke kalkınmasının finansmanın piyasa tabanlı bir finansal yapı yerine banka tabanlı bir yapı ile karşılanabileceği görüşü öne çıkmaktadır. Yaşanılan süreçte firmaların finansman ihtiyaçlarını borsadan karşılamaları olasılığının çok düşük olduğu da açıktır. Bu nedenle, adeta firmaların tek finans kaynağı halinde olan bankacılık sektörünün, halen aşırı regüle ve esnek olmayan yapısının firmaların finansman ihtiyaçlarını daha etkin ve ucuz karşılayacak şekilde düzenlenmesi büyük önem taşımaktadır.

KAYNAKÇA

Atje, R. ve B Jovanovich. 1993. Stock markets and development. *European Economic Review* 37: 632-40.

- Aybar, S ve C.Lapavistas. 2001. Financial system design and the post-Washington consensus. *Development Policy in the Twenty-first Century: Beyond the post-Washington consensus*. London: 28-46.
- Bencivenga, V., B.D. Smith ve R.M.Starr. 1995. Equity Markets, Transaction Costs, and Capital Accumulation: An Illustration, World Bank, Policy Research Working Papers No.1456, Washington, DC.
- BIS, Table 19. Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives by risk category and instrument <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf> (15 Kasım 2008).
- Erturk, İ. ve diğerleri. 2008. *Financialization at Work: Key Texts and Commentary*. Routledge.
- Financial Times*. *Government interventions*. http://www.ft.com/cms/s/0/54f2b80e-9947-11dd-9d48-000077b07658.html?nclink_check=1 (14 Kasım 2008).
- Fry, M. 1978. Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 10, No 4, ss 464-74.
- İMKB. Faaliyet Raporu 2007. <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar.htm> (19 Ekim 2008)
- İMKB. Halka Arz ve İMKB'de İşlem Görme Rehberi. <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar.htm> (21 Ekim 2008).
- İMKB. Yıllık Rapor 2007. <http://www.imkb.gov.tr/veri.htm> (20 Ekim 2008).
- Levine, R. 1992. *Financial Structures and Economic Development*, Washington, DC: World Bank, WPS: 849.
- Levine, R. ve S. Zervos. 1996. Stock market development and long-run growth. *The World Bank Economic Review* 10 (2): 323-39.
- McKinnon, R. I. 1973. *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings.
- Pagano, M. 1993. Financial Markets and Growth: An Overview. *European Economic Review*, vol 37, ss 613-22.
- Shaw, E.P. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Singh, A. ve diğerleri. 1992. *Corporate Financial Structures in Developing Countries*. Technical Paper No.1, International Finance Corporation
- Stiglitz, J. 1985. Credit markets and the control of capital. *Journal of Money, Credits and Banking*. 17 (2): 133-52.
- 1994. The role of the state in financial Markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*: 19-52.
- 1996. Some lessons from the East Asian miracle *World Bank Observer* 11(2), (August): 151-76.
- Stiglitz, J. ve M. Uy. 1996. Financial Markets, public policy, and the East Asian miracle. *World Bank Observer* 11 (2) (August): 249.
- Stiglitz, J. ve A.Weiss. 1981. Credit rating in markets with imperfect information. *American Economic Review* 71, June: 393-410.
- Yeldan, E. Kapitalizmin Yeniden Finansallaşma Süreci ve 2007 Krizi. *Cumhuriyet*, 2 Ekim 2008.