

T.C.
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

116901

FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE ŞİRKETLERİN HİSSE
- YAPILARININ PERFORMANSLARINA ETKİSİ
VE
İMKB'DE BİR UYGULAMA

116901

DANIŞMAN
Prof. Dr. Gültekin RODOPLU

HAZIRLAYAN
Mehmet GENÇTÜRK

Isparta, 2002

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	i
KISALTMALAR.....	iv
ŞEKİLLER.....	vi
TABLOLAR.....	vii
GİRİŞ.....	viii
1. FİNANSAL KRİZLER.....	1
1.1. FİNANSAL KRİZLER VE KRİZ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR.....	1
1.1.1. Kriz.....	2
1.1.2. İstikrarsızlık	3
1.1.3. Kaos	4
1.1.4. Belirsizlik	5
1.1.5. Durgunluk	5
1.2. FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ.....	5
1.2.1. Ekonomik Nedenler	6
1.2.1.1. Kamusal Nedenler.....	6
1.2.1.2. Devlet – Özel Sektör İlişkisinden Doğan Nedenler	7
1.2.2. Siyasal Nedenler.....	7
1.2.2.1. Siyasi Partiler	7
1.2.2.2. Bakanlık Sayısının Fazla Olması	8
1.2.2.3. Seçim Ekonomileri	8
1.2.2.4. Baskı Grupları.....	8
1.2.3. Uluslararası Kuruluşlar ve Spekülatif Saldırlardan Doğan Nedenler.....	8
1.2.3.1. Uluslararası Kuruluşlar	8
1.2.3.2. Spekülatif Saldırıları	9
1.3. FİNANSAL KRİZLERİN ETKİLERİ.....	9
1.3.1. Finansal Krizlerin Olumlu Etkileri.....	9
1.3.2. Finansal Krizlerin Olumsuz Etkileri.....	12
1.4. FİNANSAL KRİZLER VE TÜRKİYE'YE ETKİSİ.....	13
1.4.1. Körfez Savaşı Krizi ve Türkiye'ye Etkisi	13
1.4.2. Meksika Krizi ve Türkiye'ye Etkisi	14
1.4.3. Güneydoğu Asya Krizi ve Türkiye'ye Etkisi	16
1.4.4. Rusya Krizi ve Türkiye'ye Etkisi.....	20
1.4.5. Arjantin Krizi ve Türkiye'ye Etkisi.....	21
1.5. TÜRKİYE'DEKİ FİNANSAL KRİZLER VE ETKİLERİ.....	22
1.5.1. 1994 Yılına Kadar Olan Finansal Krizler ve Etkileri	22
1.5.2. 1994 Finansal Krizi	25
1.5.2.1. Krizin Nedenleri	25
1.5.2.2. Krizin Etkileri	29
1.5.3. Kasım 2000 Finansal Krizi.....	30
1.5.3.1. Krizin Nedenleri	30
1.5.3.2. Krizin Etkileri	31
1.5.4. Şubat 2001 Finansal Krizi	31
1.5.4.1. Krizin Nedenleri	32

1.5.4.2. Krizin Etkileri	36
2. İŞLETMELERDE HİSSE YAPISI VE YOĞUNLUĞU	37
2.1 TEMEL KAVRAMLAR	37
2.1.1. Hisse (Mülkiyet) Kavramı.....	37
2.1.2. Hisse Yoğunluğu (mülkiyet yoğunluğu) Kavramı	39
2.1.3. Hisse Yoğunluğunu Etkileyen Temel Etkenler	42
2.2. TÜRKİYE'DEKİ VE DÜNYADAKİ İŞLETMELERİN HİSSE YOĞUNLUĞU	45
2.2.1. Türkiye'deki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	45
2.2.1.1. Halka Açık Olmayan İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	49
2.2.1.2. Halka Açık İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	50
2.2.2. ABD'deki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	55
2.2.3. Avrupa'daki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	58
2.2.3.1. İngiltere'deki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	60
2.2.3.2. Almanya'daki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	62
2.2.3.3. Belçika'daki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	63
2.2.4. Asya'daki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	65
2.2.4.1. Kore'deki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	65
2.2.4.2. Çin'deki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	67
2.2.4.3. Güney Doğu Asya Ülkelerindeki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu	71
2.2.5. Türkiye İle ABD, Avrupa ve Asya Ülkelerindeki İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Karşılaştırması	73
2.3. HİSSE YOĞUNLUĞUNUN İŞLETME PERFORMANSINA ETKİLERİ	75
2.3.1. Hisse Yoğunluğunun İşletme Performansına Etkisi	76
2.3.1.1. Çoğunluk Hisselerin Bir Hissedara Ait Olmasının İşletme Performansına Etkisi	76
2.3.1.2. Hisselerin Kamuya Ait Olmasının İşletme Performansına Etkisi	78
2.3.1.3. Hisselerinin Bir Aileye Ait Olmasının İşletme Performansına Etkisi	80
2.3.2. Şirket Yönetiminin İşletme Performansına Etkisi	82
2.3.2.1. Şirket Yöneticilerinin Davranışlarının İşletme performansına Etkisi	83
2.3.2.2. Dışardan Yönetici Atanmasının İşletme Performansına Etkisi	85
2.3.2.3. Yöneticilere Hisse Verilmesinin İşletme Performansına Etkisi	90
2.3.3. Yasal Kaynağın İşletme Performansına Etkisi	91
2.3.4. Şirket Portföyünü Çeşitlendirmenin İşletme Performansına Etkisi	95
2.3.5. İçeriden Öğrenenler Ticaretinin İşletme Performansına Etkisi	96
2.3.6. Manipülasyonların İşletme Performansına Etkisi	99
3. UYGULAMADA KULLANILAN YÖNTEM VE MODELLERİN KURULMASI	102
3.1. UYGULAMADA KULLANILAN YÖNTEM	102
3.1.1. Uygulamanın Konusu	102
3.1.2. Uygulamanın Amacı	102
3.1.3. Uygulamanın Kapsamı	102
3.1.4. Uygulamada Kullanılan Veriler	103
3.1.4.1. Performans Ölçütleri	103
3.1.4.2. Hisse Yoğunluğu Ölçütleri	104
3.2. MODELİN KURULMASI	105
3.2.1. Kriz Dönemine Göre Modelin Kurulması	105
3.2.2. Krizsiz Döneme Göre Modelin Kurulması	106
4. UYGULAMA SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	107
4.1. VERİ SETİNİN HAZIRLANMASI	107

4.2. UYGULAMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLERİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLERİ	107
4.2.1. Kriz Dönemine Ait Tanımlayıcı İstatistiklerin Değerlendirilmesi	108
4.2.2. Krizsiz Döneme Ait Tanımlayıcı İstatistiklerin Değerlendirilmesi	109
4.3. UYGULAMA SONUÇLARI VE DEĞERLENDİRME.....	110
4.3.1. Kriz Dönemi İçin Hisse Yoğunluğunun Şirket Performansına Etkisinin Değerlendirilmesi ..	110
4.3.1.1. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Net Kar Marjına Etkisi.....	110
4.3.1.2. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi.....	111
4.3.1.3. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Öz Sermaye Karlılık Oranına Etkisi.....	111
4.3.1.4. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Piyasa Değeri Oranına Etkisi	112
4.3.1.5. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Satışların Büyüme Hızı Oranına Etkisi.....	113
4.3.1.6. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Aktif Büyüme Hızı Oranına Etkisi ..	113
4.3.2. Krizsiz Dönem İçin Hisse Yoğunluğunun Şirket Performansına Etkisinin Değerlendirilmesi.....	114
4.3.2.1. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Net Kar Marjına Etkisi.....	114
4.3.2.2. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi	115
4.3.2.3. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Öz Sermaye Karlılık Oranına Etkisi	115
4.3.2.4. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Piyasa Değeri Oranına Etkisi	116
4.3.2.5. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Satışların Büyüme Hızı Oranına Etkisi	117
4.3.2.6. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Aktif Büyüme Hızı Oranına Etkisi ..	117
4.3.3. Kriz Dönemi İle Krizsiz Dönem İçin Hisse Yoğunluklarının Şirket Performansına Etkisinin Karşılaştırılması	117
SONUÇ	119
KAYNAKÇA.....	123
EKLER.....	142

KISALTMALAR

a.g.e.	: Adı geçen eser
a.g.m.	: Adı geçen makale
a.g.t.	: Adı Geçen Tez
A.B.	: Avrupa Birliği
A.B.D.	: Amerika Birleşik Devletleri
A.Ş.	: Anonim Şirket
β	: Beta
Bkz.	: Bakınız
B.M.	: Birleşmiş Milletler
BO1	: Satışların Büyüme Hızı
BO3	: Aktif Büyüme Hızı
BR5	: Piyasa Değeri/Defter Değeri
C.O.B.	: Commission des Operation de Bourse (Borsa İşlemleri Komisyonu)
Çev.	: Çeviren
D	: Devlet
D.İ.E.	: Devlet İstatistik Enstitüsü
EBHP	: En Büyük Hissedarın Payı
EBÜHP	: En Büyük Üç Hissedarın Payı
E.S.İ.A.D.	: Ege Sanayicileri ve İş Adamları Derneği
F	: F İstatistiği
G.S.M.H.	: Gayri Safi Milli Hasıla
H	: Holding
HAO	: Halka Açıklık Oranı
İ.İ.B.F.	: İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İ.M.F.	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
İ.M.K.B.	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İ.T.İ.A.	: İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi
K.İ.T.	: Kamu İktisadi Kuruluşları
KR2	: Net Kar Marjı
KR3	: Aktiflerin Karlılığı
KR4	: Öz Sermaye Karlılığı

No.	: Numara
P	: Probability (Olasılık Değeri)
R^2	: Belirtme Katsayısı
ROA	: Net Kar/Toplam Aktifler
ROE	: Net Gelir/Ortalama Sermaye
s.	: Sayfa
s.s.	: Sayfa Sayısı
S.B.E.	: Sosyal Bilimler Enstitüsü
S.D.Ü.	: Süleyman Demirel Üniversitesi
S.P.K.	: Sermaye Piyasası Kurulu
S.P.S.S.	: Statistical Package for Social Sciences (Sosyal Bilimler İstatistik Paket Programı)
t	: t testi
T.C.M.B.	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
T.O.B.B.	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
T.T.K.	: Türk Ticaret Kanunu
v.b.	: ve benzeri
Y	:Yabancı
Y1	:Yönetici
yy.	:Yüzyıl
α	: Sabit

ŞEKİLLER

Şekil 1: Piramitsel Mülkiyet Yapısı (Hürriyet Gazetesi Örneği)	47
Şekil 2: Kompleks Mülkiyet Yapısı (Eczacıbaşı İlaç Sanayi Örneği)	48



TABLOLAR

Tablo 1: Hissedar Gruplarına Göre Hisse Payları (Doğrudan)	47
Tablo 2: İMKB' de İşlem Gören Şirketlerde Hisse Yapıları (2000 Yılı).....	51
Tablo 3: Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı	53
Tablo 4: Devletin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı.....	53
Tablo 5: Yabancıların Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı	54
Tablo 6: Yöneticilerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı.....	55
Tablo 7: ABD' deki İşletmelerin Hisse Yapısı (1990-1991)	56
Tablo 8: Almanya'daki İşletmelerinin Hisse Yapısı (1984-1993), (Borsaya Kayıtlı Şirketlerdeki Hisse Oranları)	63
Tablo 9: Kore'deki İşletmelerin Hisse Yapısı.....	66
Tablo 10: Çin'deki İşletmelerin Hisse Yapısı (289 Firma ve 1996 Yılı).....	70
Tablo 11: Güney Doğu Asya Ülkelerin'deki İşletmelerin Hisse Yapıları (1996), (A:Tüm şirketler, B: En büyük 20 firma, C: Normal büyüklükte 50 firma, D: En küçük 50 firma.)	72
Tablo 12: Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri (Kriz Dönemi)	108
Tablo 13: Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri (Krizsiz Dönem).....	109
Tablo 14: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Net Kar Marjına Etkisi	111
Tablo 15: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi.....	111
Tablo 16: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Öz Sermaye Karlılık Oranına Etkisi.....	112
Tablo 17: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Piyasa Değeri Oranına Etkisi	112
Tablo 18: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Satışların Büyüme Hızı Oranına Etkisi	113
Tablo 19: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Aktif Büyüme Hızı Oranına Etkisi.....	113
Tablo 20: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Net Kar Marjına Etkisi.....	114
Tablo 21: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi.....	115
Tablo 22: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Öz Sermaye Karlılık Oranına Etkisi ...	116
Tablo 23: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Piyasa Değeri Oranına Etkisi	116
Tablo 24: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Satışların Büyüme Hızı Oranına Etkisi	117
Tablo 25: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Aktif Büyüme Hızı Oranına Etkisi.....	117

GİRİŞ

Globalleşme hareketiyle birlikte, finans piyasaları globalleşme sürecine girmiş ve uluslararası sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarının gelişmesini sağlamıştır. Fakat, özellikle spekülatif amaçlı sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin oluşmasına neden olmuştur. Bu ülkelerde yaşanan finansal krizler, diğer ülke ekonomilerinde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de etkili olmuştur.

Gelişmekte olan ülkeler içerisinde yer alan Türkiye’de de finansal krizler yaşanmaktadır. Bu krizlerin bir kısmı global krizlerin etkisiyle meydana gelmiş olmasına rağmen, özellikle son dönemde yaşanan 1994 finansal krizi, Kasım 2000 finansal krizi ve Şubat 2001 finansal krizleri Türkiye’nin ekonomik ve siyasi politikalarından kaynaklanan ve olumsuz etkileri hala süren finansal krizlerdir.

Yaşanan finansal krizler; ülkenin gelişmesinde aktif rol oynayan sermaye piyasalarının etkinliğini azaltarak, yerli ve yabancı yatırımcıların piyasayı terketmelerine neden olmaktadır. Bu durum sermaye piyasasının elemanlarından biri olan ve fon talep eden şirketlerin performansını da olumsuz olarak etkilemektedir.

Şirketlerin performanslarını etkileyen unsurlardan bir diğeri de şirketlerin hisse yapılarıdır. Şirketlerin yönetimini ve kontrolünü hisse yapıları belirler. Bir şirketi yönetmek ve kontrol etmek önemlidir. Çünkü yönetimde bulunan ve kontrol yetkisine sahip olan taraflar maddi veya gayri maddi bir çok özel menfaatlerden faydalanabilirler. Anonim şirketler çoğunluk ilkesine göre yönetildiği için hisselerin büyük bir kısmını elinde bulunduran hissedarlar şirketin yönetimini ve kontrolünü de elde etmiş olurlar. Bu durum; şirketin hisselerinin küçük bir kısmına sahip olan azınlık hissedarların, çoğunluğun baskısından kurtulmalarını ve haklarını korumalarını zorlaştırmaktadır.

Azınlık hissedarlarının, haklarını korumaları ve şirketi denetleyebilmeleri için kendilerine yasalar tarafından sağlanan bir takım azınlık haklarından faydalanmaları mümkün olmaktadır. Türkiye’de halka açık şirketlerde küçük yatırımcının korunması amacıyla şirket sermayesinin yirmide birine sahip olanlar azınlık olarak kabul edilmiştir. Fakat, şirket hisselerinin büyük bir kısmına belirli bir grup sahip olduğu zaman azınlık haklarının çok az değeri olmaktadır.

Şirket hisselerinin büyük bir kısmına sahip olan hissedar yönetim ve kontrol yetkisini elinde tuttuğu için şirketin kaynaklarını kendine veya sahip olduğu diğer şirketlerin çıkarları doğrultusunda kullanabilirler. Bu durum şirketin performansını olumsuz etkileyerek şirketten gelir elde etmeyi bekleyen azınlık hissedarların, bu beklentilerinin gerçekleşmesini engellemektedir.

Eğer; şirket hisselerinin büyük bir kısmı belirli bir grup elinde toplanmaz ve küçük oranlarda bir çok hissedar arasında dağılırsa, şirketin yönetim ve kontrolü şirket dışından atanan yöneticilere bırakılır. Bu durumda şirketin hissesine sahip olmayan yöneticiler tarafından idare edilen şirketlerde de temsil (agency) sorunları yaşanabilir. Çünkü bu şirketlerde hissedarlar kontrollerini kaybetmekte ve kontrolü elinde tutan yöneticiler kendi menfaatlerini, hissedarların menfaatlerinden daha üstün tutabilirler. Yöneticiler kendi çıkarlarından (maaş, ikramiye, rüçhan hakkı, prestij vs.) sonra geriye kalan bir çıkar elde edeceklerse hissedarların menfaatlerini düşünürler. Eğer kendi çıkarlarından sonra geriye kalan fayda az olursa yöneticiler hissedarların menfaatleri yerine kendi menfaatlerini ön planda tutabilirler.

Türkiye’de sermayenin tabana yayılması için çalışmalar yapılmasına rağmen şirketlerin büyük bir kısmında hisselerin belirli kişiler elinde yoğunlaştığı görülmektedir. Şirketlerin halka açılmaları teşvik edilmesine rağmen İMKB’de işlem gören halka açık şirket sayısı azdır. Türkiye’de halka açılma için gerekli olan minimum halka açıklık oranı %5 ile %15 arasında değişmektedir. Bu durum; İMKB’de işlem gören şirketlerin halka açıklık oranlarının, halka açılma için gerekli olan minimum oranlarda oluşmasına sebep olmaktadır.

Bu çalışmanın temel amacı, İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse yoğunluklarını belirleyerek, şirketlerin performanslarını belirleyen kriterler ile hisse yoğunlukları arasında ilişki olup olmadığının incelenmesi ve hisse yoğunluğu ile performans arasındaki ilişkinin, 1994 finansal krizinin yaşandığı kriz dönemindeki ve krizsiz dönemdeki etkilerinin belirlenmesidir. Bu amaçla çalışmamız dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde genel olarak kriz kavramı tanımlanarak, krizlerin nedenleri, krizlerin olumlu ve olumsuz sonuçlarının neler olduğu açıklanarak Türkiye’yi etkileyen

global krizler ve Türkiye’de yaşanan finansal krizler ile bu krizlerin nedenleri ve etkileri açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışmamızın ikinci bölümünde, hisse kavramı açıklanarak hisse yoğunluğu hakkında ve hisse yoğunluğuna etki eden hususlar hakkında açıklayıcı bilgiler verilmektedir. Ayrıca, bu bölümde ABD’deki, Avrupa Birliği Ülkelerindeki, Asya Ülkelerindeki ve Türkiye’deki işletmelerin hisse yapıları hakkında ayrıntılı bilgiler verilerek şirketlerin performanslarının hisse yoğunluğundan ne şekilde etkilendiği belirtilmektedir.

Üçüncü bölümde, 1993 ve 1997 yılları arasında İMKB’de sürekli olarak işlem gören 112 şirketin hisse yapılarının şirket performansına olan etkisinin belirlenmesi ve özellikle 1994 finansal krizinin yaşandığı dönemde ne şekilde etkilendiğinin belirlenmesi amacıyla regresyon analizinde kullanılacak bir model önerilmektedir. Şirket performansını etkileyen en anlamlı bağımsız değişkenlerin belirlenebilmesi amacıyla önerilen model, backward yöntemi ile regresyon analizine tabi tutulacaktır. Dolayısıyla finansal krizin yaşandığı ve krizin yaşanmadığı dönemlerde, şirketlerin performansına etki eden en anlamlı bağımsız değişkenler belirlenmeye çalışılacaktır.

Çalışmamızın dördüncü bölümünde, önerilen regresyon modeli ile şirket performansına etki eden en anlamlı değişkenlerin belirlenmesine ve kriz dönemleri ile krizsiz dönemlerdeki farklılıklar belirtmeye çalışılacaktır. Bunun için 1993 yılı, 1994 yılı, 1995 yılı, 1996 yılı ve 1997 yılında İMKB’de işlem gören 112 şirketin hisse yapıları ve performans ölçütleri değerlendirmeye alınarak yıllar itibariyle belirtilen ölçütlerdeki değişimler belirtmeye çalışılarak bu ölçütlerin şirket performansına olan etkileri dönemler itibariyle incelenmeye çalışılacaktır. Daha sonra bu dönemler itibariyle elde edilen bulgular karşılaştırılarak kriz dönemlerindeki etkisi belirtmeye çalışılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL KRİZLER

18. yy'a kadar uzanan finansal krizler, bir birimin normal işleyiş sistemini bozan, aniden ortaya çıkarak birimin sürekliliğini tehlikeye sokan ve acil olarak önlenmesi gereken olumsuz durumdur. Türkiye, gerek global krizleri gerekse siyasi ve ekonomik istikrarsızlık nedeniyle ortaya çıkan finansal krizleri yaşamaktadır. Çalışmanın bu bölümünde finansal kriz ile ilgili temel kavramlar açıklanarak, finansal krizlerin nedenleri ve etkileri açıklanmaya çalışılacaktır. Ayrıca bu bölümde, Türkiye'nin global olarak etkilendiği global krizler ile Türkiye'de yaşanan finansal krizler ve etkileri hakkında bilgiler verilecektir.

1.1. FİNANSAL KRİZLER VE KRİZ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

1990'lı yıllarda finans piyasalarının globalleşmesi ve bu piyasalarda oluşturulan yeniden yapılanma hareketi uluslararası sermaye hareketlerinin hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Sermaye önündeki pürüzlerin kaldırılması bir taraftan kalkınmada sermaye yetersizliği çeken ve özellikle gelişmekte olan ülkeler için bir fırsat sunarken; diğer taraftan da kısa sürede ulusal sınırları aşan spekülasyon amaçlı kısa vadeli sermaye hareketleri, ekonomik krizlerin hızlı bir şekilde dünyaya yayılmasına yol açmıştır. Küreselleşme ile mobilitesi hızla değişen uluslararası sermaye, gittiği ülkelere fırsat ve riski aynı sepette getirmektedir.¹ Globalleşme ile başlayan değişim süreci içerisinde işletmeler hem iç hem de dış çevrelerden gelen krizler ve bunalımların etkisi içerisinde girebilmekte ve krizden en az etki ile kurtulacak ve hemen tepki verebilecek önlemleri almak zorunda kalmaktadırlar.

Kriz ile ilgili olarak diğer kavramlarda olduğu gibi tek bir tanım bulunmamakta ve kriz kavramı ile aynı anlamda kullanılan fakat farklı manalara da gelen; kaos, belirsizlik, durgunluk ve istikrarsızlık kavramlarının tanımları aşağıda açıklanmıştır.

¹ İsmail AYDOĞUŞ, "Global Büyüme ve Kriz", Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, Cilt:2, Sayı:1, Temmuz 2000, s.29.

1.1.1. Kriz

Kriz, genel anlamda düzgün olmayan, reform gerektiren istikrarsız bir durumdur. Krizi, bir birimin normal işleyiş sistemini bozan ve aniden ortaya çıkan herhangi bir acil durum olarak açıklamak mümkündür.²

Genellikle kriz; **buhran**, **bunalım** kelimeleri ile eş anlamlı olarak kullanılmıştır.

Başka bir tanıma göre kriz, bir örgütün üst düzey hedeflerini ve işleyiş düzenini etkileyebilecek olan, sürekliliğini tehlikeye sokan ve acil olarak önlem alınmasını gerektiren, örgütün krizi sezme ve önleme elemanlarının etkisiz kalmasına yol açan, örgütte gerilim meydana getiren bir durumdur.³

Ticaret alanında kriz; ekonominin yavaşlaması, ihracatın zorlaşması veya azalması, kredi maliyetlerinin artışı ve kredi kaynaklarının kurumaya başlaması, stokların artmaya başlaması nedeniyle üretimin azaltılması zorunluluğu ve bunların bir sonucu olarak işgücünün azaltılması demektir.⁴

İşletme alanında kriz; işletmenin faaliyetlerini engelleyici, bozucu ve yıkıcı faaliyetlerin bütünüdür.⁵

Finans alanında kriz ise; açık ya da gizli bir şekilde spekülasyon saldırıları sonucunda ülke parasının değerinin hızla düşmesi, ülkenin uluslararası rezervlerinde hızlı bir gerilemenin oluşması veya bu iki durumun aynı anda gelişmesidir.⁶

Kriz ile ilgili gözlemler ilk ticari krizlerin yaşanmaya başladığı 18.yy.a kadar uzanmaktadır. Kriz hakkında iki farklı görüş bulunmaktadır. Birinci görüşe göre kriz bir 'anormalliktir.' Kapitalizmin genel eğilimi dengeye ulaşmaktır ve kapitalizm esas olarak istikrarlıdır. Krizler ise ya dışsal ya da tesadüfi olguların etkisi ile ortaya çıkarlar.

² Melek VERGİLİEL TÜZ, *Kriz ve İşletme Yönetimi*, Alfa Yayınları, 2001, s.3.

³ Hasan TUTAR, *Kriz ve Stres Ortamında Yönetim*, Hayat Yayınları, 2000, s.16.

⁴ Atilla KARAOSMANOĞLU, "Krizin Tarifindeki Kriz", *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*, Sayı:23, Mart,1999, s.21.

⁵ M. Şerif ŞİMŞEK, Enver AYDOĞAN, "Kriz Ortamlarında Stratejik İnsan Kaynakları Yönetimi Stratejisi", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt:14, Sayı:1, 2000, s.116.

⁶ Kamuran MALATYALI, "Türkiye'de Ekonomik Kriz Koşullarına Etki Eden Unsurlar Hakkında Bir Araştırma", *İMKB Dergisi*, Yıl:4, Sayı:15, Temmuz-Ağustos-Eylül 2000, s.s.58-59.

Dolayısıyla kriz bir anormalliktir. İkinci görüşe göre kriz, ‘normal bir varoluş’ tarzıdır. Krizler toparlanma veya istikrar dönemleri kadar kapitalizmin normal varoluşlarıdır.⁷

Krizler; düzenleme krizleri ve teknoloji krizleri olarak başlıca iki gruba ayrılabilir. Düzenleme krizleri, üretim ile tüketim arasındaki dengeyi sağlayan mevcut kurumların işlevlerini kaybetmeleri sonucu oluşan krizlerdir. Teknoloji krizleri ise, ülkelerin içinden geçmekte oldukları dönemin teknolojik değişmelerin ve gelişme yönünün belirsiz olmasından kaynaklanan krizlerdir.⁸

Kriz, büyümenin oldukça uzun bir süre sıfıra veya eksiye inmesi ve gerek makro dengesizliklerin oluşması gerekse mikro ekonominin yapısal uyumsuzluğunun kötüleşmesi gibi çeşitli sebepleri de beraberinde getirir. Krizin çeşitli boyutları zaman içerisinde birbirlerinin etkisini artırmaktadırlar. Örneğin, süregelen yüksek enflasyon ekonomideki mikro çarpıklıkları artırmakta buna karşılık işgücü ve mal piyasalarıyla mali piyasalardaki düzensiz yapılar, ekonomideki makro dengesizliğin boyutlarını daha da büyötmektedir.⁹

1.1.2. İstikrarsızlık

İstikrarsızlık ile genellikle kriz ifade edilmektedir. Fakat istikrarsızlık krizlerin bir nedeni olarak ortaya çıkar. İstikrarsızlık; istikrarlı durumun ortadan kalkması, fiyat istikrarının bozulması, işsizliğin artması, ödemeler dengesinin bozulması, faiz oranları ve döviz kurlarının kararsız hale gelmesi durumudur.¹⁰

İstikrar ise; istikrarlı, dengeli, kararlı demektir.¹¹ Ekonomik istikrar ise; bir ekonomideki fiyatlar genel düzeyi, istihdam hacmi, döviz kurları ve faiz oranları gibi unsurların kararlı bir dengede olduğu, iç veya dış faktörler nedeniyle ekonomide önemli değişikliklerin gerçekleşmesinin beklenmediği bir durum olarak açıklanmıştır. İstikrar dendiği zaman makro anlamda sadece ekonomik değil siyasi istikrarda kastedilmektedir.

⁷ Ergin YILDIZOĞLU, “Kriz Üzerine Bir Araştırma Projesi Önerisi-1”, *İktisat Dergisi*, Yıl:30, Sayı:346, Şubat, 1994, s.s.57-58.

⁸ Kurtar TANYILMAZ, “Kriz ve “Post-Fordizm” Teorileri: İstikrarlı Bir Kapitalizm Mümkün (mü) dür (?) Karşılaştırmalı ve Eleştirisel Bir Değerlendirme”, *İktisat Dergisi*, Temmuz, 2000, Yıl:36, Sayı:403, s.74.

⁹ Michael BRUNO, *Kriz, İstikrar Programları ve Ekonomik Reform*, (Çev: Zülfü DİCLELİ), Türk Henkel Dergisi Yayınları, İstanbul, 1994, s.227.

¹⁰ Gazi ERÇEL, “ 99 İlkbaharında Türkiye Ekonomisinde İstikrar Arayışları”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:14, Sayı:157, Nisan, 1999, s.s. 8-9.

¹¹ *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*, Dünya Yayıncılık, Genişletilmiş Altıncı Baskı, Globus Dünya Basınevi, s.168.

Örneğin; AB Ülkelerinde istikrar, enflasyonu en düşük seviyeye indirmek ve bu düşük seviye çerçevesinde oluşturulan ekonomik ortamda büyümeyi ve istihdamı uzun dönemde sağlamaktır.¹²

Türkiye’de istikrarsızlığın nedeni siyasi istikrarsızlıktır ve istikrar arayışı ile ilgili karar ve programların başarısız olmasına neden olmaktadır.¹³

Siyasi istikrarsızlık sebebiyle gerçekleştirilen seçim ekonomisi politikaları ekonomik, sosyal ve siyasi dengelerin daha da bozularak olumsuzlaşmasına sebep olmaktadır. Siyasi istikrarsızlığın göstergelerinden birisi de hükümetlerin ortalama görevde kalma süreleridir. Türkiye’de ortalama olarak bir hükümetin görevde kalma süresi yaklaşık olarak 1.3 yıldır.¹⁴

1.1.3. Kaos

Eski yunan kozmolojisinde “khaos”, evrende nesneler var olmadan önceki boşluğu, Tartaros’un cehennemini veya yeraltı dünyasını ifade etmek için kullanılmıştır. Kaos sözlük anlamı olarak;¹⁵

- Uçurum, dipsiz derinlik, genel karışıklık, büyük düzensizlik, kargaşa,
- Dünyanın oluşumundan önce maddenin, nesnelerin genel karışıklığı,
- Fiziksel etkileşimler sonucunda ortaya çıkan ve bazı doğa olaylarının önceden tahmin edilmesini engelleyen karmaşa, düzensizlik anlamında kullanılmaktadır.

Ekonomi biliminde kaos, parasal birimlerin aşırı dalgalanma gösterdiği ve rakiplerin kimler olabileceğinin kestirilemediği bir ortam olarak anlatılmaktadır. Yani ekonomik buhran dönemlerindeki panik ve düzensizlik anlamında kullanılmaktadır.¹⁶

¹² Gazi ERÇEL, “ 99 İlkbaharında..., a.g.m., s.s.10-11.

¹³ A.g.m., s.11.

¹⁴ Nebiye Rahmi YAMAK, “Türkiye’de Genel Milletvekili Seçimleri ve Ekonomi”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:14, Şubat, 1999, Sayı:155, s.48.

¹⁵ AnaBritannica, Genel Kültür Ansiklopedisi, Cilt: 13, Ana Yayıncılık A.Ş., 1992, s.237.

¹⁶ E. Abdülgaffar AĞAOĞLU, “Kaos Kuramı”, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı:101-102, Ağustos- Eylül, 1994, s.s.5-14.

1994 krizi sonrası İMKB'deki yatırımcı kararlarının incelenmesi amacıyla fizikteki kaos teorisinin, ekonometri modelleri ile oluşturulan bir uygulamada kullanılmasıyla kaos bir teori olarak finans alanında kullanılmaya başlanmıştır.¹⁷

1.1.4. Belirsizlik

Belirsizlik, genellikle istikrarsızlık kavramı ile birlikte ele alınmış, bazen aynı anlamda kullanılmış ve bazen de istikrarsızlığın, belirsizliğin bir sonucu olarak ortaya çıktığı kabul edilmiştir. Dolayısıyla belirsizlik, ani değişimlerin yüksek oranda yaşandığı ortamlar olarak tanımlanabilir.¹⁸ Keynes'e göre belirsizlik; artan işsizlik oranı ve dengesiz gelir dağılımı ile birlikte krizi oluşturan üç ana unsurdan birisidir.¹⁹

1.1.5. Durgunluk

Durgunluk; ekonomide sermayenin marjinal etkinliğinin, ekonominin tüm kesimlerinde cari faiz oranının düşebileceği en alt sınırın altında kalmasıdır. Bu durumda gerçekleştirilecek bir yatırımın getirisi çok düşük seviyelerde kalabilecektir. Ekonomik anlamda durgunluk, durgunluğun ve enflasyonun aynı anda yaşandığı durum olarak açıklanmıştır. Ekonomik durgunluk firmaların tedarik, üretim ve satış aşamalarında kendini hissettirmektedir. Bu durum işletmelerin finansal sıkıntı yaşamasına ve bunun sonucunda da işletmelerin faaliyetlerine son vermeleri veya başka işletmelerle birleşmeleri söz konusu olmaktadır.²⁰ Kelime anlamı olarak durgunluk, sessizlik hareketsizlik anlamında kullanılmaktadır.²¹

1.2. FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ

Uluslararası rezervlerdeki gerilemenin yanı sıra son dönemlerde kamu kesimi borç stoku, bankacılık sektöründeki kötü yönetimler, uluslararası sermayenin hızlı hareketi,

¹⁷ Alper ÖZÜN, "Kaos Teorisi, Hisse Senedi Getirilerindeki Doğrusal Olmayan Davranışlar, Zayıf İşlem ve Gelişen Piyasalarda Piyasa Etkinliği: İMKB Örneği", İMKB Dergisi, Cilt:3, Sayı:9, Ocak-Şubat-Mart, 1999, s.41.

¹⁸ Rosenthal URIEL, "Crises and Crisis Management: Toward Comprehensive Government Decision Making", *Journal of Public Administration Research & Theory*, Volume: 7, Issue: 2, April, 1997, s. 277.

¹⁹ Gazi ERÇEL, "99 İlkbaharında...", a.g.m., s.s.9-11.

²⁰ Rona TURANLI, Tamer İŞGÜDEN, *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1987, s. 78.

²¹ *Türkçe Sözlük*, Türk Dil Kurumu Yayınları, Türk Tarih Dil Kurumu Basın Evi, Cilt:I., Ankara, 1998, s.644.

yapısal problemler, faiz oranlarındaki gelişmeler ve diğer ülkelerde ortaya çıkan krizler gibi unsurlar finansal krizlerin makro nedenleri olarak ortaya çıkmaktadır.²²

Finansal krizlerin mikro nedenleri ise; işletme içi zayıflıklar, değişimi görememe, uyum sağlayamama ve en önemlisi yönetimin yetersiz kalmasıdır.²³

Türkiye'deki finansal krizlerin nedenlerini ekonomik, siyasal, uluslararası kuruluşlar ve spekülasyon saldırılar başlıkları altında incelemek mümkündür.

1.2.1. Ekonomik Nedenler

Ekonomik nedenler, kamusal nedenler ve ekonomik kalkınmada devlet özel sektör ilişkisi altında açıklanabilir.

1.2.1.1. Kamusal Nedenler

Ekonomik nedenler arasında yer alan kamusal nedenleri aşağıdaki gibi maddeler halinde özetlemek mümkündür.²⁴

- Siyasi karar alıcıların davranışlarından kaynaklanan kamunun gelir ve gider dengesizlikleri ile konsolide bütçe, K.İ.T., yerel yönetimler, döner sermaye, sosyal güvenlik kuruluşları ve fon açıklarından kaynaklanan kamu açıkları,
- İstihdam politikalarında ekonomik kriterler yerine politik kriterlerin ön plana çıkması,
- Harcamalarda bütçenin dışında “fon”lar oluşturarak, kamudaki harcama kolaylıklarının artırılması ve kamuda harcamalar sürekli artarken kamu gelirlerini artırıcı tedbirler alınmaması,
- Tarımsal destekleme politikalarının kısa dönemli siyasi çıkarlar için kullanılması,

²²Barry EICHENGREEN, “Predicting, Preventing and Managing International Financial Crises”, 1998, s.1-2.
<http://financialservices.house.gov/banking/91498eic.htm>

²³ Aypar TOPKARA USLU, “Ekonomik Kriz Dönemlerinde Stratejik Pazarlama Yönetimi ve Tüketici Davranışları”, Marmara Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Yıl:1999, Cilt:XV, Sayı:1, s.467.

²⁴ Emin ÖZTÜRK, “Kriz Ne Zaman”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:11, Sayı:125, Ağustos, 1996, s.18.

- Vergilemede kabul edilen ödeme gücü ilkesinin kağıt üzerinde kalması ve vergilerin sabit gelmesi. Bütçe açıklarının finansmanında devletin borçlanma veya merkez bankası kaynaklarına başvurması şeklinde ortaya çıkar.

1.2.1.2. Devlet – Özel Sektör İlişkisinden Doğan Nedenler

Ekonomik kalkınmada devlet – özel sektör ilişkisini, aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.²⁵

- Ekonomide kısıtlama, sınırlama ve fiyat kontrollerinin kalkması ile fiyatların yükselmesi,
- Talep fazlalığı sebebi ile kartellerin oluşması ve enflasyonist basınç oluşması yapısal değişime gitmeden yapılan ithalat liberasyonu ile ülkenin açık pazar haline gelmesi,
- İhracat teşviklerinde vergi iadelerinin kalkması ile birlikte özel sektörün dış piyasalarda rekabet edemez hale gelmesi,
- Gümrük koruma oranlarının azaltılması ile birlikte yerli sanayinin korumasız kalmasıdır.

1.2.2. Siyasal Nedenler

Siyasal kararlar almada etkinliği azaltan nedenler mevcuttur. Bu nedenler, siyasi partiler, bakanlık sayısının fazla olması, seçim ekonomileri ve baskı grupları olarak dört kategori içerisinde incelenmiştir.

1.2.2.1. Siyasi Partiler

Politikacıların ekonomik yönetime egemen olması ve siyasi çekişmelere girmesi, ülke ekonomisinde bir takım olumsuzluklara neden olabilmektedir.²⁶ Cumhuriyetin kuruluşundan günümüze kadar siyasette istikrarın yakalanamayışı, istikrarsızlığın yaşanmasına neden olmuştur.²⁷

²⁵ A.g.m., s.18.

²⁶ Nihal YILDIRIM MIZRAK, Ömer EROĞLU, “Türkiye’de Ekonomik Yönetimde Patron Kim?: Ekonomi ve Siyaset Çekişmesi”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:12, Sayı:132, Mart, 1997, s.41.

²⁷ Mustafa Yaşar TINAR, “İstikrar Peşinde”, *İzmir Ticaret Borsası Dergisi*, Sayı:24, Ekim-Aralık, 1998, s.s.12-13.

İktidar partilerinin iktidar sürelerinin çok kısa olması ve seçim ekonomilerinin uygulanması ve kısa aralıklarla tekrarlanan askeri müdahaleler ile partilerin parçalanması veya yapay partilerin oluşması krizlerin zeminini hazırlamıştır.²⁸

1.2.2.2. Bakanlık Sayısının Fazla Olması

Bakanlık sayısının fazla olması neticesinde aynı kamu hizmetinin birden çok kamu kuruluşunca sunulmasına neden olmaktadır. Bunun neticesinde kamu yönetim işlemlerinde yetki ve sorumluluk yönünden karışıklık meydana gelmektedir. Bu durum aynı zamanda, kamu kaynaklarının siyasi nedenlerden dolayı verimsiz alanlara kaymasına da sebep olmaktadır.²⁹

1.2.2.3. Seçim Ekonomileri

Seçim ekonomilerinde maliye ve para politikası araçları oy maksimizasyonu sağlayacak şekilde kullanılmaktadır. Oy toplama amacıyla yapılan verimsiz harcamalar ve düşünülmenden alınan yatırım kararları ekonomileri güç duruma sokmaktadır. Seçim ekonomileri enflasyon ve devalüasyon oranlarının daha yüksek düzeylerde çıkmasını sağlamaktadır.³⁰

1.2.2.4. Baskı Grupları

Çıkar grupları, siyasi bürokrat ve politikacılar dışında üretici ve tüketicilerin egemen hale gelmesi devleti kısa dönemli politikalara yöneltmekte ve uzun dönemdeki amaçların ihmal edilmesine sebep olmaktadır.³¹

1.2.3. Uluslararası Kuruluşlar ve Spekülatif Saldırılarından Doğan Nedenler

Krizin diğer nedenleri arasında uluslararası kuruluşlar ile spekülatif saldırıların da önemli bir yeri vardır.

1.2.3.1. Uluslararası Kuruluşlar

IMF ve Dünya Bankası, günümüz dünya ekonomisinde çok önemli bir yere sahiptir. Dünya Bankası'nın görevi gelişmekte olan ülkelerin alt yapı sorunlarının çözülmesidir.

²⁸ Emin ÖZTÜRK, "Kriz Ne Zaman", a.g.m., s.18.

²⁹ A.g.m., s. 18.

³⁰ A.g.m., s. 19.

³¹ A.g.m., s. 19.

IMF'nin görevi ise, "uluslararası para sisteminin gözeticisi" olarak tanımlanabilir. Ülkeler, bu uluslararası kurumlardan kredi kullanma ve döviz kurlarının istikrarının sağlanması amacıyla yardım alırlar.³²

Ekonomik krizlerden çıkmak için pek çok dünya ülkesi dış kaynaklı kredilere başvurmuştur. Bu kredilerin uluslararası finans kuruluşları olan IMF, Dünya Bankası gibi kurumlardan alınması ile bu kurumların isteklerine göre bir program uygulamaya konulmaktadır. Bu kuruluşların önerdikleri programın standart bir niteliğe sahip olması ülkeleri krize sürükleyebilmektedir.³³ Uluslararası derecelendirme kuruluşlarının, ülkelerin kredi riski ile ilgili olarak verdikleri düşük notlar ile olumsuz haberler ve dışsal şoklar da ekonomiyi krize sürükleyen sebeplerdendir.³⁴

1.2.3.2. Spekülatif Saldırıları

Bir ekonomide yapısal sorunlar olmasa bile spekülatif saldırılar krizleri ortaya çıkarabilir. İktisatçılar tarafından 'sunspot' adı verilen ve beklentileri etkileyen spekülatif bazı haberler dengeleri bozabilmekte ve ekonomileri krize sürükleyebilmektedir.³⁵

1.3. FİNANSAL KRİZLERİN ETKİLERİ

Kriz her şeyin sona erdiği bir dönem değildir. Tersine yeniden uyum sağlama olanaklarının araştırıldığı ve bitişin önlenmeye çalışıldığı bir dönemdir. Krizler olumsuz olarak görülmekte olsa bile sunduğu bilgiler ve deneyimler krizlerin olumlu etkilere de sahip olduğunu göstermiştir.

1.3.1. Finansal Krizlerin Olumlu Etkileri

Belirli dönemlerde çeşitli krizleri yaşamış yönetimler, oluşacak yeni krizler karşısında kısa sürede olayları sezerek, gelişmeleri rasyonel biçimde ele alıp çözüme gidebilirler. Genellikle krizlerde belirli ortak planlar ve izlenecek bir süreç vardır. Krizi

³² İsmail MAZGİRT, Yaşar UYSAL, "47 Yıllık Macera, IMF ve Türkiye", İzmir Ticaret Odası Dergisi, Sayı:7, Temmuz, 1994, s.8.

³³ M. Sena EKİCİ, Erşan SEVER, "Türkiye'deki Ekonomik İstikrarsızlığın Nedenleri ve Buna Bağlı Olarak Alınması Gereken Önlemler", İktisat Dergisi, Yıl:36, Sayı:397-398, Ocak-Şubat, 2000, s.s.36-42.

³⁴ Emin ÖZTÜRK, "Kriz Ne Zaman", a.g.m., s. 18.

³⁵ Sevgi GEREK, Finansal Küreselleşme ve Türkiye, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1095, Eskişehir, 1999, Yıl:11, Sayı:125, s.66

yaşamış yönetimler uygulama sürecini ve hangi kararların alınması gerektiğini bildikleri için daha rasyonel davranırlar.³⁶

Ekonomik ve sosyal etkisi çok ağır olmasına karşılık kriz, küresel ekonomiyi güçlendirmek ve bu boyutta gelecekte ortaya çıkması muhtemel krizleri önlemek açısından önemli dersler vermektedir. Ülkeler özellikle uluslararası finans piyasaları ile ilgilendiklerinde, güvenli ve dengeli finansal sistemlere sahip olabilmek için düzenleyici ve kurumsal yapılar kurarak bunları güçlendirmelidir.³⁷

Krizler değişimleri doğurur ve her kriz yeniden başlamak için bir umuttur. Krizler atlatılamaz ancak yönetilerek başarıya dönüştürülebilir.³⁸ Yaşanan krizler sonrasında ortaya çıkan genel kabul gören olgu ve yaklaşımlar sayesinde krizlere karşı hazırlıklı olabilme ve etkilerini olumlu yöne çevirebilme imkanı olabilmektedir. Geçmiş krizlerden çıkan sonuçlar yeni krizlere karşı belirtilen hususlarda yol gösterici olmaktadır. Bu kriterler şunlardır:³⁹

- Krizleri tedavi yerine krizleri önleyici önlemler üzerinde odaklanılması gündeme gelmiştir. Krizsiz bir dünya düşünmenin gerçekçi olmadığı kabul edilmekle birlikte olası krizlerin etkilerinin minimize edilmesi için gerekli yaklaşımların belirlenmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır,
- Ülkelerin uluslararası standartlara uyumunun önemi daha iyi anlaşılmış ve ülkelerin gerekli reformları yapıp altyapılarını oluşturmalarının sadece kendilerinin değil, bütün ulusları ilgilendiren bir konu olduğu iyice belirginleşmiştir. Ülkelerin mali sistemlerinin çok daha sıkı denetlenmesi ve gözetlenmesi önem kazanmıştır,
- Temel verileri sağlam olup tutarlı makro ekonomik politikalar izleyen ülkelerin küresel krizlerin bulaşıcı etkilerini daha çabuk atlattığı görülmüştür,

³⁶ Ian I. MITROFF, *When' at Crisis Management, Organizational Dynamics*, Autumn, 1997, s.57.

³⁷ "Küresel Ekonomik Beklentiler ve Gelişmekte Olan Ülkeler", *İktisat ve İşletme Dergisi*, Yıl:13, Sayı:153, Aralık, 1998, s.36.

³⁸ Cem BOYNER, "Zamanı Gelmiş Bir Fikir Kadar Güçlü Bir Silah Yoktur", *İktisat Dergisi*, Yıl:30, Sayı:349, Mayıs-Haziran, 1994, s.20.

³⁹ Pelin Ataman ERDÖNMEZ, Burçak TÜLAY, "Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar", *Bankacılar Dergisi*, Yıl: 10, Sayı:31, Aralık, 1999, s.75.

- Dünyanın herhangi bir yerinde patlak veren krizlerin etkilerinin olması gerekenden daha fazla olmasında önemli rol oynayan spekülâtif sermaye giriş ve çıkışlarının stabilize edilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır,
- Şeffaflığa verilen önemin artırılması ile ülkelerin makroekonomik verilerine daha hızlı ve daha kolay ulaşılabilmesinin sağlanması gerekliliği kabul görmüştür,
- İşletmelerin üretimlerini mümkün olduğu kadar ihracata yönleltmeleri ve yeni pazarlar oluşturmak suretiyle risklerini uluslararası piyasalara yaymaları ile dövizde açık pozisyona dikkat edilmesi ve borçlar ile alacakların aynı para cinsinden olması veya birbirine yakın olması öngörülmüştür,⁴⁰
- Belirli koşullar altında gerçekleşmesi beklenen olası krizlerin atlatılması için mali destek sağlanmasına ve hatta geçici ödeme ertelemelerine ilişkin gerekli alt yapının planlanması ve geliştirilmesi gerekir. Yayılma etkilerinin değerlendirilmesi, piyasanın likidite kaybı ve farklı risk türleri arasındaki korelasyonların ölçümü, transfer riski ile ülke riskinin değerlendirilmesinde ele alınabilecek diğer risk unsurlarının da bir araya getirilerek değerlendirilmesi ve buna önem verilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır,⁴¹
- Daha fazla ödeme esnekliği sağlayan ya da değişen piyasa koşullarında yeni tekniklerin kullanımına imkan veren finansman tekniklerinin kullanımı teşvik edilmesinin gerekli olduğu belirlenmiştir,⁴²
- Bankacılık sistemine erken müdahale imkanı veren yöntemlerin kullanılması, gerekli gözetim mekanizmalarının oluşturulması ve bankacılık sektöründe ve diğer önemli temel sektörlerde yabancı para likidite pozisyonlarının kontrolüne önem verilmesinin gerekli olduğu görülmüştür,⁴³
- İcra-iflas hukukuna kesinlik ve hız kazandırarak bir yandan alacaklıları korumak ve daha önemlisi, iflasların borçludan borçluya sıçramasını önleyerek borç

⁴⁰ "Krizden Korunmanın 8 Altın Kuralı", *Ekonomist Dergisi*, Yıl:6, Sayı:22, 2 Haziran, 1996, s.13.

⁴¹ Melike ALPARSLAN, "Bankaların Gözetim ve Denetimi Konusunda Asya Krizinden Alınması Gereken Dersler", *Bankacılar Dergisi*, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı:30, Eylül, 1999, s.83.

⁴² A.g.m., s.84.

⁴³ A.g.m., s.85.

sorunun etrafına bir çeper çekmek ve böylece bunalımın yayılıp büyümesini önlemek,⁴⁴

- Hükümetin politika değişikliklerinin yavaş ve kamuoyunu aydınlatmaması, belirli bir ideoloji veya fikre saplanarak ekonomi politikası değişikliği yapılması krize davetiye çıkarmaktadır ve bunun için önlem alınmasının gerektiği görülmüştür.⁴⁵

1.3.2. Finansal Krizlerin Olumsuz Etkileri

Ekonomik krizler sonucunda toplumun bütün kesimlerinin dengesi bozulur ve kişilerin yaşam standartlarında bir etkilenme olur. Kişiler geleceğe güvenmeme duygusuna kapılırlar ve eğer ekonomik krizler sürekli oluyorsa her zaman kriz olacak duygusuna kapılan toplumda psikolojik sorunlarda artma gözlenir.⁴⁶ Kriz dönemlerinde toplumun alışveriş psikolojisi bozulur ve kişiler alım yaparken daha seçici davranmaya başlarlar. Bu durumda mal satışları olumsuz olarak etkilenebilmektedir.⁴⁷

Ekonomik olarak zayıflamış ve darboğaza girmiş ülkelere dış baskılar daha yoğun olacaktır. Çünkü IMF ve Dünya Bankasından yardım alan ülkeler, AB'nin ve ABD'nin ve bireysel olarak bazı Avrupa ülkelerinin bazı isteklerini kabul etme durumu ile karşı karşıya kalabileceklerdir.⁴⁸

Kriz dönemlerinde firmaların ilk aklına gelen işçi çıkarmak yani daralmaktır. Ekonomik kriz dönemlerinde firmalar günü kurtarma çabasına düştükleri için işsizliğin artmasına sebep olurlar ve ekonomide işsizlik sorunu artar.⁴⁹ Gerek işçiler gerekse işverenler, yarınlarnı kestiremedikleri için, içinde bulundukları büyük bir belirsizlik ortamında yaşam savaşı vermeye çalışırlar. Krizin devam etmesi durumunda toplumun her kesimini tedirgin edebilecek sosyal bunalımlar meydana gelebilir.⁵⁰

⁴⁴ Atilla SÖNMEZ, "Krizleri Önlemek Krizleri Yönetmek", Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001, s.21.

⁴⁵ Gazi ERÇEL, "Krizler ve Alınacak Dersler", Finans Dünyası Dergisi, Sayı:55, Temmuz, 1994, s.15.

⁴⁶ Nilgün UYSAL, "Kriz Toplumun Bütün Dengesini Bozar", Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001, s.s.28-29.

⁴⁷ Serdar SUNAY, "Kriz Alışveriş Psikolojisini Bozuyor", Hürriyet Gazetesi, 24 Haziran, 2001, s.11.

⁴⁸ Erol MANİSALI, "Krizler ve Dış İlişkiler", Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001, s.25.

⁴⁹ "Yönetimde Yenilikler", Ekonomist Dergisi, Türkiye 1995 Yılı, 22 Ocak, 1995, s.28.

⁵⁰ Rüştü SARAÇOĞLU, "Ekonomik Özgürlükler, Güven ve Reform Süreci", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:9, Sayı:100, Temmuz, 1994, s.32.

Ekonomik krizlerin olumsuz etkisini gidermek için alınan istikrar kararları sonucunda fiyatlar hızla yükselirken maaş ve ücretler sabit tutularak çalışan kesim fakirleşir, döviz kurlarının ve faizlerin yükselmesi sonucu büyük tasarruf sahiplerinin önemli rant gelirleri elde etmesi gelir dağılımını bozucu bir etki oluşturur.⁵¹ Krizler sonucunda ülkelerin, uluslararası saygınlığı sarsılmakta ve özel sektörün dinamizmi kırılabilmektedir, enflasyonun yüksek düzeylere ulaşması ve yükselen faizlerin etkisiyle stagflasyona geçiş olabilmektedir.⁵²

1.4. FİNANSAL KRİZLER VE TÜRKİYE'YE ETKİSİ

Dünyanın globalleşmesi sonucunda, bir ülkede gerçekleşen ekonomik olaylar ülke sınırlarını aşarak diğer ülkeleri de etkisi altına almaktadır. Türkiye'de doğal olarak diğer ülkelerde yaşanan krizlerden global olarak etkilenmiştir. Aşağıda Türkiye'yi etkileyen global krizler açıklanmaktadır.

1.4.1. Körfez Savaşı Krizi ve Türkiye'ye Etkisi

Irak'ın Kuveyt'i işgal etmesiyle başlayan ve BM başta olmak üzere, uluslararası geniş bir destek sağlayan ABD'nin, Ortadoğu'ya yerleşmesiyle başlayan gelişmeler Körfez krizi olarak tanımlanmaktadır. Körfez krizinin en temel sebebi 1. Dünya Savaşından sonra İngiltere'nin Irak'ı denetimi altına almasıyla başlayan ve daha sonra Irak'a bağımsızlığını verirken, Irak'ın toprağı olan Kuveyt'i ayırması ve 1960'lı yılların başında yörenin en güçlü kabilesi olan El Sabah ailesinin denetimine bırakılmasıyla başlamıştır. Irak ise daha kurulduğu ilk günden itibaren Kuveyt'in ayrılmasını tanımamış ve Kuveyt'in El Sabah ailesinin denetiminde bağımsızlığını hiçbir zaman kabul etmemiştir. Fakat İngiltere'nin gücü ile başa çıkamadığı için bunu engelleyememiş ve güçlendiği ilk anda Kuveyt'i işgal etmiştir.⁵³

Körfez savaşının en önemli nedeni, Irak'ın İran ile giriştiği savaş sonrasında ortaya çıkan ekonomik sıkıntılardan belirli ölçüde kurtulmak ve yönetimin ülke içerisindeki otoritesini güçlendirerek Saddam Hüseyin'in diktasını sağlamlaştırmak ve batı

⁵¹ M. İlker PARASIZ, *Kriz Ekonomisi*, Ezgi Kitabevi Yayınları, İkinci Baskı, Bursa, 1996, s.327.

⁵² Orhan YÜKSEL, "Kredibilite, Devalüasyon, Ekonomik İstikrar ve İMF", *Finans Dünyası Dergisi*, Sayı:50, Şubat, 1994, s.50.

⁵³ Toktamış ATEŞ, "Körfez Krizi ve Düşündürdükleri", *İktisat Dergisi*, Sayı:308-309, Ekim-Kasım 1990, s.s.15-16

emperyalizmine karşı mücadele ettiği savıyla diğer Arap ülkeleri arasında prestij sağlayarak, hanedanlıklarla yönetilen bu ülkelerin idari yapılarını sarsma isteğidir.⁵⁴

Bütün bu gelişmeler, petrol fiyatlarının baş döndürücü bir biçimde artmasına neden olmuş ve başta Avrupa ülkeleri olmak üzere tüm dünya ülkelerini etkisi altına almıştır. Türkiye'nin Irak'tan gelen petrol boru hattını kapatması sonucu oluşan bütçe açığı benzine üst üste yapılan zamlarla kapatılmaya çalışılmış ve yapılan zam diğer bütün tüketim ve üretim mallarının fiyatlarına yansımıştır. Ayrıca, Türkiye'nin zararı sadece boru hattını kapatmakla sınırlı kalmamış, Irak ve Kuveyt'e yaptığı ihracat gelirleri ile müteahhitlik hizmetlerinden dolayı önemli zararlara da uğramıştır. Türkiye'nin uğradığı en büyük ekonomik kayıp ise kendisini transit taşımacılık ve turizm sektörlerinde göstermiştir. Bu dönemde çok sayıda turistik tesisler kapanmış ve turizm gelirlerinde düşüşler yaşanmıştır. Fakat Türkiye bu savaştan en büyük zararı siyasal ve moral açısından görmüş ve "güvenilir ülke" olma imajı zedelenmiştir.⁵⁵

Körfez krizinden Türkiye gibi ülkeler büyük zararlara uğrarken, petrol fiyatlarının artması sonucunda, Körfez ülkeleri ve petrol üreticisi devletler önemli ölçüde kazanç sağlamışlardır. Ayrıca, silah üretimi yapan ve bunları ihraç eden ülkeler kendilerine yeni pazarlar bulmuş ve satışlarını artırarak gelirlerini artırmışlardır.⁵⁶

1.4.2. Meksika Krizi ve Türkiye'ye Etkisi

Meksika'ya giren uluslararası sermayenin hızla büyümesi Peso'nun aşırı değer kazanmasına ve cari işlemler dengesinin açık vermesine neden olmuştur. Ayrıca, bütçe açıklarının finansmanında borçlanma yoluna gidilmesi ve özellikle dolara endeksli borçların devlet borçları içindeki ağırlığının artması 1994 yılının başında kısa vadeli bonoya karşı olan güvenin sarsılmasına sebep olmuştur. Aynı dönemde Amerika'daki faiz oranlarının yükselmesi Meksika'dan sermaye çıkışını artırmış ve bu gelişme ülkedeki faiz oranlarının yükselmesine ve döviz rezervlerinin hızla tükenmesine neden olmuştur.

⁵⁴ Deniz Ülke ARİBOĞAN, "Uluslararası İlişkiler Disiplini Açısından Körfez Krizi", *İktisat Dergisi*, Sayı:312, Şubat, 1993, s.13.

⁵⁵ Toktamış ATEŞ, "Körfez Krizi ...", a.g.m., s.s. 15-16.

⁵⁶ Önder ARI, "Körfez Krizinin Etkileri ve Türkiye", *İktisat Dergisi*, Sayı:308-309, Ekim-Kasım 1990, s.17.

Meksika krizi, 20 Aralık 1994 yılında Peso'nun devalüasyonu ile başlamış ve global etkisini göstermiştir.⁵⁷

Ülkedeki politik istikrarsızlık, yolsuzluklar, kamu idarelerinin çok kötü yönetilmesi yabancı yatırımcılarda güven bunalımına yol açmış ve yabancı sermaye ülkeyi terketmeye başlamıştır. Bütün bu gelişmeler neticesinde Peso devalüe edilmiş ve kriz ortaya çıkmıştır. Bu gelişmelerin global etkisinin zararlarını önlemek için IMF enflasyonun indirilmesi ve dış borçların zamanında ödenmesini sağlamak için, faiz oranlarının yükseltilmesini, sabit kambiyo kuru politikası uygulamasını ve piyasaların liberalize edilmesini koşul olarak öne sürmüştür.⁵⁸

Bu kriz, Meksika'nın başlıca tüm ekonomik partnerlerini etkisi altına almıştır. Bu ülkelerden en başta gelenler ise Amerika Birleşik Devletleri, Latin Amerika ülkeleri ve Avrupa Birliği ülkeleri olmuştur. ABD'nin sağladığı acil yardım ve fonlardan sağlanan 10 milyar doları aşan parasal yardımın ülkeye akışı ile birlikte kriz aşılmıştır. İstihdam konusunda ortaya çıkan sorunlar giderilmiş ve yıllık % 5.1 olan büyüme hızı bir milyonu aşkın Meksikalıya iş imkanı sağlamış ve makro ekonomik düzeydeki sorunlarının büyük bir bölümü düzene sokulmuştur.⁵⁹

Meksika'da yaşanan krizin önemi yeni gelişen piyasalar döneminde ortaya çıkan ilk kriz olmasıdır. Yüksek rakamlara ulaşan "sıcak para", Meksika ekonomisinde mevcut iken doğan bu kriz uluslararası yatırım fonu yöneticilerini paniğe sokmuştur. Sermaye girişlerinde aniden ortaya çıkabilen geri dönüş riskinin sonuçlarını bu kriz açıkça ortaya koymuştur.⁶⁰

Global gelişmelere duyarlı olan İMKB Meksika krizinden etkilenmiştir. Fakat bu ülkeden ayrılan yabancı sermayenin Türkiye piyasalarını alternatif olarak görmesini sağlamıştır.⁶¹

⁵⁷ Dündar SAĞLAM, "Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli Bir Analizi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:13, Sayı:152, s.41.

⁵⁸ A.g.m., s.42.

⁵⁹ Enrique Buj FLORES, "Küresel İktisadi Kriz, Meksika Krizi, Krizle Mücadelede Meksika Deneyimi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:15, Sayı:169, s.s.44-47.

⁶⁰ Özhan ÜZÜMCÜOĞLU, "Meksika Ekonomisinde Yaşanan Krizin Temelleri ve Seyri", *İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:10, Sayı:109, Nisan, 1995, s.57.

⁶¹ A.g.m., s.57.

1.4.3. Güneydoğu Asya Krizi ve Türkiye'ye Etkisi

1990'lı yılların başından itibaren dünya ekonomisinde yaşanan finansal krizler giderek global bir nitelik kazandığı ve ülkeler arasında bulaşıcı etkilere yol açtığı görülmektedir. Bu duruma büyük ölçüde iletişim teknolojisindeki gelişmeler, finansal yenilikler, finansal sistem kambiyo rejimindeki hızlı serbestleştirmeler ve finansal globalleşme sonucu uluslararası sermaye akımlarında görülen kontrolsüz artış eğilimi sebep olmuştur. 1992- 1993 yıllarında Avrupa'da yaşanan döviz kuru mekanizmasına ilişkin kriz, Avrupa ülkelerinin rekabete dayalı devalüasyonlar yapmaları ile ortaya çıkmış ve ülkeden ülkeye yayılmıştır. 1994 – 1995 yıllarında Meksika'da yaşanan Peso krizi, daha sonra diğer Latin Amerika ülkelerinde paniklere yol açmıştır. 1997 yılında Asya ülkelerinde ortaya çıkan finans krizi, bütün dünya ülkelerine bölgesel dalgalar halinde yayılmış ve global bir kriz haline gelmiştir.⁶²

Dünyanın başlıca finansal piyasalarını etkisi altına alan Güneydoğu Asya Krizi 1997 yılının Haziran ayında ortaya çıkmış ve 1 Temmuz 1997 yılında Tayland'ın para birimini devalüe etmesini takiben Asya'nın diğer genç kaplanları olarak nitelendirilen Malezya, Endonezya ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini koruyabilmek amacı ile devalüasyon yapmışlardır.⁶³ Güney doğu Asya ülkelerinin ödemeler dengesine bakıldığı zaman cari işlemler açığı olmasına rağmen krize sürükleyecek bir olumsuzluk olmadığı görülmekteydi. Olumsuz olan ve çoğu ekonomistin göremediği olumsuzluk ise özel sektörün büyük miktarlara varan borçlanma süreci idi.⁶⁴

Kriz öncesinde özellikle 1996 yılında Asya ülkelerinin ekonomik göstergeleri IMF raporlarına göre oldukça iyi durumdaydı. Yıllık gayri safi milli hasıla artışı Endonezya'da % 8, Güney Kore'de % 7.8 ve Tayland'da ise % 9'du. Enflasyon oranları ise sırasıyla %7.9, % 4.9, ve % 5.9 olmak üzere düşük oranlardaydı. Bunların dışında olumsuz olarak gösterilebilecek olan durum ise bu ülkelerin cari ödemeler açıklarıydı. Fakat bu durum

⁶² Kadir ESER, Nuran Halise BELET, "Yeni Bir Uluslararası Ekonomik Düzene Doğru Asya Krizinden Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Çıkarılabilecek Dersler", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:15, Sayı:173, Ağustos, 2000, s.76.

⁶³ İMKB Araştırma Müdürlüğü, Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB' ye Etkileri, İMKB Yayını, İstanbul, 1998, s.3.

⁶⁴ Kemal DERVİŞ, "Küresel İktisadi Kriz ve Dünya Bankası", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:14, Sayı:158, Mayıs, 1999, s.14.

krize götürecek bir olumsuzluk değildi.⁶⁵ Buna rağmen Tayland'ın cari işlem açıklarının kontrol edilemez bir hale gelmekte olduğu ve krize yol açacağı endişesini taşıyan IMF yetkilileri kriz öncesinde Tayland'ı uyarmışlardır.⁶⁶

Doların uluslararası piyasalarda değer kazanmasıyla, dolara bağlanmış yerli para birimlerinin aşırı değerli duruma geldiği farkedilmiştir. Bu arada bölge ülkelerinin en önemli ticari ortaklarından olan Japonya'da Yen'deki değer kaybının önüne geçilebilmesi amacıyla faiz hadlerinde artış öngörülmüştür. Bu süreç içerisinde, Yen değerini bir ölçüde korumuş ancak Güneydoğu Asya Ülkelerinde panik hızla artmıştır. Temelde dış borca dayalı finansman politikası izleyen şirketler ve bankalar dövizde hücum etmişler ve ülkelerin yüksek döviz rezervleri kısa sürede erimiştir. Kurların dalgalanmaya bırakılmasıyla yerli paralar hızla değer kaybetmiş, finansal piyasalardaki yatırımcılar ile yerli şirket ve bankalar büyük zarara uğramışlardır. Tayland ve Endonezya görüşmelerden sonra, IMF'nin 15'er milyar dolarlık yardım paketlerini uygulamaya koymuştur.⁶⁷

Krizin ortaya çıkışından önce dünya ekonomisinin en hızlı gelişim gösteren bölgesi olan ve yabancı yatırımcıların düşük riskli, uzun vadeli yatırımlarını yönelttiği Güneydoğu Asya'da krizin özellikle etkin dağıtılmayan yatırımlarla açıklandığı görülmektedir. Öte yandan krizin özellikle ortaya çıkışının sinyallerini belirgin olarak gösteren istatistikler, cari açıklardaki artış rakamları olmuştur. Tayland'da cari açık 1993 yılında GSMH'nin %5'i iken 1996 yılında bu oran % 8 seviyesine çıkmıştır. Benzer olarak Malezya'nın cari açık oranı da 1996 yılında % 5'e yükselmiştir. Kore'de cari açığın GSMH içindeki payının önceki yıllara göre artış göstererek 1996 yılında %4.9'a yükselmesi ve aynı zamanda dövizde endeksli borçların artması, bölge ülkelerinin genel özelliği olan finansman sıkıntısını işaret etmiştir.⁶⁸

Sonuç olarak Güneydoğu Asya krizinin oluşum nedenleri aşağıdaki şekilde açıklanabilir. Bunlar;

⁶⁵ Selda AYDIN, "Asya Krizi ve Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi", Maliye Dergisi, Sayı :133, Ocak-Nisan, 2000, s.15.

⁶⁶ Callum HENDERSON (Çev:Meral GÖNENÇ), Asya Çöküyor, Alfa Basım Yayım Dağıtım, Ocak, 2000, s.248.

⁶⁷ Kasım EREN, "Doğu Asya Ekonomilerindeki Krizin Nedenleri ve Etkileri", İMKB Dergisi, Yıl:3, Sayı:10, Nisan-Mayıs-Haziran, 1999, s.25.

⁶⁸ A.g.m., s. 25.

- Sabit kur politikasına duyulan güven, özel sektörün kur riskini hesaba katmadan, faiz farkı avantajından yararlanmak amacıyla finansal gereksinmelerinin bir kısmını karşılamak için dolar bazında düşük faizli borçlanmışlardır,⁶⁹
- Firmalara verilen kredilerde büyük artış, şirketlerin borç/özsermaye oranlarının yüksek olması, bankaların kredi vermesinde devlet kontrolünün zayıflığı ve spekülâtif yüksek riskli projelere yüksek miktarda krediler verilmiştir,⁷⁰
- Güneydoğu Asya ülkelerine akan büyük miktartlı uluslararası sermayenin bir taraftan üretim kapasitesini artırıcı yatırımlara yönelirken diğer taraftan verimsiz yatırımlara yönelmesi, lüks gayrimenkullere yapılan yatırımlar, portföy yatırımları ve para spekülâtörlerinin istikrar bozucu davranışları krizin ortaya çıkmasını sağlamıştır,⁷¹
- İstikrarlı döviz kurlarının çok uzun süredir devam ediyor olması, dış borçlanma nedeniyle finansal ve finansal olmayan sektörlerdeki riskin arttığı ve kurların aşırı yüksek kaldığı görüşünün piyasalarda yaygınlaşmasından kaynaklanan döviz kuru riskine yol açmıştır. Döviz kuru riskinin gelişiminde ise doların değer kazanması ve bölge ülkelerinin ticari ilişkilerinin yoğun olduğu Japonya'nın para birimindeki koruma önlemlerinin gündeme gelmesi önemli olmuştur,⁷²
- Mali disiplinde ve prensiplerde esnek davranılması ve finansal yanlışlar bankaların kredilendirme politikasını bozmuştur. Kriz öncesi dönemde ve özellikle 1993 yılından itibaren mal hareketlerinin liberalleştirilmesine doğru yavaş olmakla birlikte kademeli ve somut bir gelişme nedeniyle mali sistem bu tür bir liberalizasyon sürecinden uzak kalmıştır. Bunun sebepleri ise bankalar- kamu yönetimi ve iş dünyası arasında kurulan sıkı ilişkiler çerçevesinde ulusal tasarrufların ve dışarıdan gelen fonların istenen şekilde kullanılmasının amaçlanması ve mali sistemin ulusal kimliğin bir unsuru olarak görülmesidir,⁷³

⁶⁹ A.g.m., s. 25.

⁷⁰ A. Burçin KIZILIRMAK ÜÇKAYA, "Finansal Sistem ve Ekonomik Kalkınma :Doğu Asya Ülkeleri Deneyimi", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:14, Sayı:158, s.46.

⁷¹ Zafer TUNCA, "Asya Krizinde Yapısal Sorunlar", İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:386, Mayıs, 1998, s.33.

⁷² İMKB: Araştırma Müdürlüğü, "Güneydoğu Asya ...", a.g.m., s.s.3-4.

⁷³ Abdülkadir GÖKTAŞ, "Güneydoğu Asya Krizinin Maliye ve Para Politikaları Açısından Sonuçları", Maliye Dergisi, Sayı 133, Ocak-Nisan, 2000, s.s.4-5.

Türkiye, global ekonomik krizden bazı yönlerden olumsuz etkilenirken bazı yönlerden ise olumlu olarak etkilenmiştir. Kriz dolayısıyla Türkiye'nin aldığı hammadde fiyatları belirgin bir şekilde düşerken, krizin olumsuz etkisi olarak Rusya'ya yapılan ihracat düşmüş ve sermaye piyasalarındaki olumsuz dalgalanmalar sebebiyle uluslararası piyasalardan borçlanma zorlaşmıştır.⁷⁴

Temmuz 1997 tarihinde Güneydoğu Asya ülkelerinde başlayan ve Rusya Federasyonu ile Brezilya'ya yayılan krizin etkileri, 1998 yılında Türkiye ekonomisi üzerinde etkisini daha fazla göstermeye başlamıştır. Büyüme hızının yavaşlaması, sanayi üretiminin düşmesi ve istihdamın azalması şeklinde ortaya çıkan bu tepkilere karşı, Türkiye'de yaşanan siyasi istikrarsızlık nedeniyle gerekli önlemler alınamamıştır.⁷⁵ Kriz dolayısı ile firmalar 1/3 oranında işçi çıkarmak zorunda kalmıştır. Çıkarılan işçilerin tamamına yakının kalifiye olmayan düz işçi olması, krizin gelir dağılımında bozukluk oluşturmaya neden olmuştur.⁷⁶

Krizin ortaya çıktığı yaz döneminde Türkiye'de portföy yatırımı şeklinde net yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. Dolayısıyla uluslararası yatırımcılar, krizin olumsuz etkisiyle piyasadan çıkmak yerine yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Ancak Ekim ayında meydana gelen sermaye çıkışı piyasalarda önemli ölçüde hissedilmeye başlanmıştır. Döviz piyasasında ise Türk lirasının dolar karşısındaki değerinin istikrarlı bir şekilde artmaya devam ettiği görülmüştür. En yüksek döviz girdisi sağlayan sektör olan tekstil sektörü ihracatı 1998 yılının ilk ayında 1997 yılının Ocak ayına göre % 14 azalarak 624 milyon dolara inmiştir. Dericilik sektöründe ise alıcı konumundaki Güney Kore'nin kriz nedeniyle ham deri ithalatını kısıması sebebiyle deri ihracatı olumsuz etkilenmiştir. Asya krizinden en çok etkilenen sektör ise demir-çelik sektörü olmuştur. 1997 yılında 1.9 milyar dolar ihracata karşılık 2.6 milyar dolar tutarında ithalat gerçekleşmiştir.⁷⁷

⁷⁴ Joseph E. STIGLITZ, "Dünya Bankası ile Söyleşi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:13, Sayı:152, Kasım, 1998, s.15.

⁷⁵ Orhan MORGİL, "Krizden Alınacak Dersler", *İzmir Ticaret Odası Dergisi*, Sayı:26, Nisan-Haziran, 1998, s.13.

⁷⁶ Ercan EREN, Melike BİLDİRİCİ, S. Ümit FIRAT, "Türkiye'de 1998-1999 Krizinde Yönetici Davranışlarının İktisadi Analizi", *İktisat ve İşletme Dergisi*, Yıl:15, Sayı:166, Ocak, 2000, s.58.

⁷⁷ İMKB: Araştırma Müdürlüğü, "Güneydoğu Asya ...", a.g.m., s.s.24-26.

Türk Sermaye Piyasası Asya krizinden ekim ayı itibariyle etkilenmiştir. Krizin piyasalara etkisi dolaylı olarak sektörel bazda incelemeyi gerekli kılmaktadır. Piyasada sektörlerle ilişkin beklentilerin hisse senetleri fiyatlarına yansımaları, krizin Türkiye'ye etkilerinin menkul kıymetler piyasası itibariyle yorumlanmasını kolaylaştırmaktadır. İMKB hisse senetleri piyasasında sektörlerle ilişkin endekslerin değişimi; dikkati çeken sektörlerle ilişkin portföy getiri performansları ile yabancı yatırımcıların alım ve satım işlemleri değerlendirilmiştir. Kriz döneminde bankacılık ve elektrik sektöründe olumlu bir gelişme olmasına karşılık başta demir-çelik alt grubu olmak üzere metal sanayi, tekstil ve ulaştırma sektörlerinde olumsuz bir trend gözlenmiştir.⁷⁸

Güneydoğu Asya ülkelerinin tekstil ihraç eden ülkeler olması, elde ettikleri fiyat avantajı ile rekabet güçlerini artırmaları mümkün olmuştur. Fakat Avrupa Birliği ülkeleri ile ABD'nin bu ülkelere karşı kota uygulamaları, Türk tekstil sektör ihracatının daha fazla olumsuz etkilenmesini önlemiştir.⁷⁹

1.4.4. Rusya Krizi ve Türkiye'ye Etkisi

Güney Asya krizinden yaklaşık bir yıl sonra dünya ekonomisi Rusya krizi ile karşı karşıya kalmıştır. Rusya'da 17 Ağustos 1998 tarihinde Ruble'nin devalüe edilmesi ve moratoryum ilanı ile iyice su yüzüne çıkan ekonomik krizin en önemli nedenlerinden birisi de piyasa sistemine hızlı geçişi hedefleyen ve eski sistemden devralınan sosyo-ekonomik yapının hiç dikkate alınmadan uygulandığı "şok program" olmuştur.⁸⁰

Krizi körükleyen diğer nedenlerden birisi de petrol fiyatlarının düşmesi ve Doğu Asya'da ortaya çıkan krizin, Rusya'nın ihracat gelirlerini önemli ölçüde azaltmasıdır. Bütçe açıklarının borçlanma ile finanse edilmesi ve vergi gelirlerinde düzenli artışların sağlanamaması ülkede faiz oranlarının yükselmesine neden olmuş ve bu durum iç ve dış borç seviyesini ekonominin taşıyamayacağı bir düzeye getirmiştir.⁸¹

⁷⁸ A.g.m., s.s.25-26.

⁷⁹ Yavuz EGE, "Güneydoğu Asya Krizi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Muhtemel Etkileri", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:13, Sayı:144, Mart, 1998, s.16.

⁸⁰ Oğuz ESEN, "Rusya Krizi: Geçmişe Kısa Bir Bakış", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:13, Sayı:150, Eylül, 1998, s.67.

⁸¹ Dündar Sağlam, "Meksika, Asya ...", a.g.m., s.s.43-44.

Bütçenin iyi yönetilememesi, artan yolsuzluklar ve kamu yönetimi ile ekonomik ilişkilerin iç içe geçişi bir yer altı ekonomisinin doğmasına zemin hazırlamış ve ekonomide üretkenliğin ve etkinliğin yok olmasına neden olmuştur. Ulusal bankalarda etkin bir denetimin kurulamaması, finans sisteminin çökmesine sebep olmuş ve bu gelişmeler Ruble'nin devalüe edilmesine kadar gitmiştir.⁸²

IMF, Rusya'da kriz sonrası istikrar paketi uygulamaya sokmuş ve hukuk devletini bütün kurumları ile kurmak, özelleştirme uygulamalarına devam etmek ve ekonomide rekabetin işlerliğe kavuşmasını sağlamak, bankalar üzerinde etkin bir denetim kurmak, yabancı yatırımcıların ülkeye gelmesini teşvik etmek gibi acil alınması gereken önlemlerin yerine getirilmesini istemiştir.⁸³

Bu krizlerin ilk olumsuz etkisi İMKB'de kendisini hissettirmiştir. Krizin reel sektör üzerindeki etkileri ise uzun dönemde ortaya çıkmıştır.⁸⁴ Asya krizinin üzerine Rusya'da yaşanan ekonomik ve siyasi kriz Türkiye'de borsa krizi oluşturarak büyük ölçüde olumsuz yönde etkilemiştir. Küreselleşen dünyanın diğer borsalarında da benzer düşüşler olmuş, fakat bu ülke borsaları krizden sonra hemen toparlanmışlardır. İMKB ise vergi yasası uygulamalarının da etkisi ile düşüşünü sürdürmüştür.⁸⁵ Piyasaya gelen kriz bilgisi mali sektör ve diğer sektör hisse senetleri fiyatlarına yansımış ve borsa düşmüştür.⁸⁶

1.4.5. Arjantin Krizi ve Türkiye'ye Etkisi

Arjantin, ekonomik istikrar programlarından birini uygulama koyarak parasını bire bir dolara bağlamıştır. Arjantin Merkez Bankası, para kuruluna dönüştürülmüş ve yalnızca döviz karşılığı para basmasına izin verilmiştir. Bunun sonucunda enflasyon dört haneli rakamlardan hızla iki haneli rakamlara gerilemiş ve bir süre sonra da ekonomik büyüme başlamıştır.⁸⁷ İlerleyen yıllarda para politikası aynı kaldığı halde, maliye politikası hem

⁸² A.g.m., s.s.43-44.

⁸³ A.g.m., s.44.

⁸⁴ Mevlüt KARABIÇAK, "Türkiye'de Ekonomik İstikrarsızlığın Tarihsel Gelişim Süreci", Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Dergisi, Cilt:5, Sayı:2, Isparta, 2000, s.59.

⁸⁵ Sevgi GEREK, Finansal Küreselleşme ve Türkiye..., a.g.e., s. 91.

⁸⁶ Halil KIYMAZ, Osman KILIÇ, "Asya Krizinin Finansal Kuruluşlar Üzerindeki Etkileri: İMKB Deneyimi", İMKB Dergisi, Yıl:4, Sayı:13, Ocak-Şubat-Mart, 2000, s.8.

⁸⁷ Barış ÇİLOĞLU, "Bir Arjantinli Kadar Zengin Deyiminden Ekonomisi Çöken Arjantin'e", <http://www.haberbilgi.com/haber/200204/arjantin.html>

merkezi hükümet hem de mahalli idarelerde yeterince uygulanamadığı için bütçe açıkları ve cari işlemler açığı giderek artmıştır.⁸⁸

Arjantin’de enflasyon ve dış borç oranları Türkiye’den daha yüksek seviyelerdeyken 1991 yılında uygulanan ekonomik tedbirler sonucu azaltılmıştır. Türkiye ise istikrar programını 1999 yılında uygulamaya başlamıştır ve enflasyon kısa sürede düşürülememiştir. Arjantin ile Türkiye’de yaşanan finansal kriz sebepleri ve uygulanan İMF politikaları benzerlik göstermektedir. Bu nedenle, Arjantin’de yaşanan krizlerin sonuçlarının Türkiye’de de oluşacağı ihtimali, piyasalarda tedirginlik oluşmasına neden olabilmektedir.

Yabancı yatırımcılarda, Arjantin ve benzeri gelişmekte olan piyasalardaki olumsuz gelişmelerin Türkiye’de de yaşanabileceğini düşünerek yatırım yapmamaktadırlar. Arjantin krizi mevsimsel olarak ortaya çıkması beklenen likidite darlığını giderebilecek yurtdışı kaynakların Türkiye’ye gelmesine engel olmuştur. Bu gelişmeler Türkiye’nin yaşadığı son finansal krizde de etkisini göstermiştir.⁸⁹

1.5. TÜRKİYE’DEKİ FİNANSAL KRİZLER VE ETKİLERİ

Türkiye’de oluşan finansal krizler dört kısımda incelenmeye çalışılmıştır. Birinci kısımda 1994 yılına kadar oluşan finansal krizlerin genel bir değerlendirilmesi yapılmış, ikinci kısımda ise 1994 yılı, üçüncü kısımda Kasım 2000 finansal krizi, dördüncü kısımda da Şubat 2001 finansal krizi incelenmeye çalışılmıştır.

1.5.1. 1994 Yılına Kadar Olan Finansal Krizler ve Etkileri

Osmanlı imparatorluğunda 1854’te batılı spekülörlerin etkisi ile ilk borçlanma yapılmış ve bu tarihte başlayan borçların tasfiyesi 100 yıl sürmüştür. 1881 yılında serbest ticaret ve borçlanma politikasının iflası ile birlikte ülke yarı yarıya sömürge haline gelmiş ve Düyun-u Umumiye kurulmuştur.⁹⁰

⁸⁸ “Arjantin’de Krizle Tango Günleri”, Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, 15 Aralık, 2000, Yıl:7, Sayı:12, s.s.36-37.

⁸⁹ Ercan UYGUR, Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Türkiye Ekonomi Kurumu, No:2001/1, Ankara, 7 Nisan, 2001, s.12.

⁹⁰ “Ekonominin 200 yılı”, Türkiye 1994 Yılı, 23 ocak, 1994, s.s.181-182.

Cumhuriyet döneminde ise köklü toplumsal değişmelerin yanında ekonomik bağımsızlığın sağlanması ve güçlü bir ekonomik yapının kurulması için 1923 İzmir İktisat Kongresi yapılmıştır. Bu kongre ile kalkınma stratejisinin belirlenmesi için gerekli politikalar ve uygulamalar hayata geçirilmiştir. 1930-1945 yılları arasında devletçi ekonomi politikaları uygulamaya konmuştur. Bunun sebebi ise özel teşebbüsün bu dönemde gerek sermaye birikimi gerekse girişimci kültürü açısından yeterli olmaması ve 1929 dünya ekonomik krizinin Türkiye dış ticaretini olumsuz etkilemesidir. İkinci dünya savaşının tüm dünya ülkelerini etkilemesi neticesinde Türkiye’de kriz ortamına girmiştir. Toptan eşya fiyatları beş kat artmış ve servet dağılımı dengesi bozulmuştur. Cumhuriyet tarihinde yaşanan bu etkili krizde imalat sanayi büyük zarar görmüştür.⁹¹

1946-1960 döneminde özel girişime ağırlık veren ekonomi politikaları gündeme gelmiştir. Savaş sonrası gerek yeni dünya düzeni, gerekse servet sahibi tacir ve sanayicilerin siyasi baskıları ile sanayi yatırımları artmış ve devlete ait bazı tekstil fabrikaları satılarak ekonominin düzeltilmesi amaçlanmıştır.⁹² 1958 yılında Türk lirası devalüe edilmiş ve 1\$ 280 kuruştan, 902 kuruşa çıkartılarak istikrar tedbirleri gündeme alınmıştır.⁹³ 1960’lı yıllarla birlikte ekonomi planlama tabanına oturtulmuş, 1946-1960 dönemindeki iktisat politikaları terk edilerek sınai ürünlerin ithali yerine yerli üretimin oluşturulması hedeflenmiştir. 1963-1967 yıllarını kapsayan Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı ile birlikte bir takım hedefler belirlenmiş ve uygulamaya konmuştur.⁹⁴

16 yıl sonra tekrar bir devalüasyon yapılarak, Ağustos 1970’ de doların değeri 9 liradan 15 liraya yükseltilmiştir. 1973 yılında yaşanan petrol krizi ile birlikte ekonominin dengeleri bozulmuş ve petrol fiyatları aşırı yükselmiştir. 1973 yılında başlayan sıkıntı yayılmış ve 1979 yılında petrol fiyatlarının yükselmeye devam etmesi sonucu hükümet istifa etmiştir. 1978 yılında IMF patentli 2. İstikrar paketi uygulamaya konmuştur.⁹⁵

⁹¹ Mevlüt ÇETİNKAYA, “75 Yılda Türk Sanayii”, İzmir Ticaret Borsası Dergisi, Sayı:24, Ekim-Aralık, 1998, s.s.17-19.

⁹² Serdar ŞAHİNKAYA, “Türkiye Turizm Bankası’ndan TC. Turizm Bankası AŞ’ne: Bir Kurumsal Tarih Denemesinin İpuçları”, İktisat ve İşletme Dergisi, Yıl:11, Sayı:125, Ağustos, 1996, s.s.34-35.

⁹³ “Ekonominin 200 yılı”..., a.g.m., s.189.

⁹⁴ Serdar ŞAHİNKAYA, “Türkiye Turizm Bankası’ndan ...”, a.g.m., s.s.34-35.

⁹⁵ “Ekonominin 200 yılı”..., a.g.m., s.190.

Türkiye 1970'lerin sonunda gelişmekte olan ülkelerdeki ilk borç krizlerinden birini yaşarken, gelişmekte olan ülkelerin bir çoğu bu borç krizini 1980'lerin başlarında yaşamıştır.⁹⁶ 1970'li yıllarda başlayan bu süreç 1980'e kadar, ekonomik ve siyasi krizlerin peş peşe birbirini beslemesi ile gelişmiş ve 1980'de "yapısal uyum" programının bir askeri müdahale ile yürürlüğe konulmasına kadar sürmüştür.⁹⁷

1980'lerde yürürlüğe konan programın amaçları ise, Türkiye'nin küreselleşme olgusu içinde yer almasını sağlayacak dışa açılmayı sağlamak, fiyatların idari kararlarla değil piyasa işleyişine göre belirlenmesi ve devletin iktisadi yaşam içerisindeki payının azaltılması ile birlikte özelleştirmenin gerçekleştirilmesi idi.⁹⁸ 24 Ocak 1980 kararları ve bu kararları aynı doğrultuda izleyen değişiklikler, Türkiye'nin iktisat politikası anlayışında önemli değişikliklerin oluşmasını sağlamıştır. Bu kararların temel amacı para ve döviz piyasalarında devlet müdahalesinin azaltılması ve ekonomik hayata piyasa anlayışını getirmektir. 1980-1990 arasındaki yılların en önemli özelliği, dışa açılmayı hızlandırması ve döviz darboğazı sıkıntısını azaltmasıdır. Bununla beraber 1989 yılı sonlarından itibaren kurlardaki değişme oranı ile enflasyon ve faiz oranları arasında oluşan marj, ithalatta liberasyon ve döviz piyasasında konvertibilite ilanının, ithalatı ve kısa vadeli sermaye girişini hızlandırması ekonomide tedirginlik oluşmasına sebep olmuştur.⁹⁹

1989 yılındaki sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ve sermaye piyasalarına yabancı portföy yatırımcılarının girişlerinin serbest bırakılması ile birlikte 1985 yılında sıfır olan portföy yatırımları 1993 yılında 3.9 milyar dolara ulaşmıştır.¹⁰⁰ 1990 yılında Irak'ın Kuveyt'i işgali, borsa endeksini düşürmüştü ve Türkiye ekonomisini milyarlarca dolar zarara sokmuştur. 1991 yılında Irak'a uygulanan ambargo ile birlikte durgunluk hat safhaya çıkmış ve hükümetin erken seçime gitmesine sebep olmuştur.¹⁰¹ Körfez krizi ile birlikte petrol fiyatları 18 dolardan 41 dolara yükselmiş ve bu yükselişten

⁹⁶ Ercan Uygur, "Türkiye'de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:9, Sayı:100, Temmuz, 1994, s.42.

⁹⁷ A. Erinç YELDAN, "Kamu-Finans Krizinin Ardındaki Etkenlerin Bölüşüm Göstergeleri Açısından İrdelenmesi", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:9, Sayı:100, Temmuz, 1994, s.57.

⁹⁸ Hasan ERSEL, "1980'lerde Türkiye'de Yapısal Değişim ve İktisadi Düşünce Ortamı", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:14, Sayı:155, Şubat, 1999, s.s.36-41.

⁹⁹ Erdoğan ALKİN, "On Yıl Önce-On Yıl Sonra", *İktisat Dergisi*, Sayı:312, Şubat, 1991, s.s.9-10.

¹⁰⁰ Oğuz ESEN, "Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları", *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Yayını, Cilt:9, Sayı:30, Sonbahar, 1998, s.65.

¹⁰¹ "Ekonominin 200 yılı"..., a.g.m., s.191.

körfez ülkeleri faydalanırken, petrol bağımlısı ülkeler aşırı etkilenmiş ve fiyatlar petrole bağlı olarak yükselmiştir.¹⁰²

1.5.2. 1994 Finansal Krizi

Türkiye 5 Nisan kararlarını yaşamadan önce bir çok işadamları ve ekonomiyle ilgilenen kuruluşlar Türkiye ekonomisi hakkındaki bazı endişelerini dile getirmeye başlamışlardır. Bunun dışında yurt dışındaki büyük yatırımcı firmalar ve ülke kredi notlarını belirleyen Moody's ve Standart Poors gibi kuruluşlar da ekonominin içinde bulunduğu durum için endişelerini dile getirerek Türkiye'nin kredi notunu düşürmüşlerdir. Ekonomideki bu gelişmelere bağlı olarak bir krizin oluşacağı belirtilmiştir.¹⁰³

1.5.2.1. Krizin Nedenleri

1994 yılı başlarında Türkiye ekonomisi ciddi bir kriz ile karşılaşmış ve Türk lirasının yabancı para birimlerine karşı hızla değer yitirmesiyle birlikte, mali piyasaların hareketliliği artmış ve Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesiyle de sermaye hareketleri yön değiştirmiştir. Piyasadaki olumsuzlukları gidermek ve uluslararası standartları yakalamak için gerekli politikaların olmaması, her zaman ekonomik istikrar için bir risk olmuştur. 1993 yılının ikinci yarısında uygulanan ekonomi politikalarındaki bazı hataların temel ekonomik dengelerdeki bozulmalarla desteklenmesi 1994 yılında yaşanan krize bir ortam sunmuştur.¹⁰⁴

Türkiye'nin bütçe açıkları artarken, vergi toplamada sıkıntılar yaşanmış, askeri harcamalar terör nedeni ile yükselmiş ve kamu finansman açığı % 500'lere varan borçlanmalarla finanse edilmeye çalışılmıştır. Buna ilave olarak ekonomi içindeki en büyük paya sahip olan KİT'lerde verimsizlik artmış, işsizlik oranı yükselmiş ve gelir dağılımında dengesizlikler belirmiştir. Kurulan hükümetlerin siyasal yapıda yeterli güce sahip olmaması gelen krizin ekonomik ve toplumsal etkisini azaltabilecek tedbirleri almalarını engellemiştir.¹⁰⁵

¹⁰² Önder ARI, a.g.m.,s.17.

¹⁰³ Hayrullah MAHMUT, "5 Nisan: Buruk Bir Yıldönümü", E gevizyon D ergisi, ESİAD Yayını, Sayı:7, Ocak-Mart, 1995, s.9.

¹⁰⁴ Türkiye Ekonomisi ve Mali Sektör, Bankacılar Dergisi, Sayı:16, Şubat, 1996, s.5.

¹⁰⁵ Cem BOYNER, "Zamanı Gelmiş...", a.g.m., s.20.

Yeni yapılan vergi düzenlemeleri ile tüketim mallarının vergileri ve kurumlar üzerindeki vergiler artırılırken borsanın özelleştirmeye hazırlanması için A tipi yatırım fonları ve hisse senedine yönelik yatırımlar vergi dışı bırakılmıştır. Hazine ve devlet tahvillerinin gelirleri ise yine hisse senedi lehine vergilendirilmiştir. Bütün bu gelişmeler yatırımcıyı tek alternatif olarak hisse senedine yöneltmiştir. 13 ocak 1994 tarihinde İMKB bileşik endeksi 29 bin, işlem hacmi ise, 6.6 trilyon düzeyine ulaşmıştır. Bu hızlı yükselme karşısında 13 Ocak gününe kadar satış yapmayan kamu ortaklığı idaresi, bankaları ve aracı kurumları arayarak portföyündeki hisse senetlerinden her gün 150 milyar Türk liralık alım yapmalarını talep etmesiyle birlikte büyük bir kağıt arzının geleceğini düşünen borsa çevreleri ve elinde hisse senetleri tutan yatırımcılar satışa geçerek, alternatif yatırım aracı olan dövize yönelmişlerdir.¹⁰⁶

Bu gelişmeler üzerine 14 Ocak günü borsa bileşik endeksi 200 puan değer kaybetmiş ve serbest piyasada dolar 15.400 liradan 15.800 liraya yükselmiştir. 17 Ocak günü İMKB bileşik endeksi 29 bin 253 puana kadar yükselmiş ve dolar ise 16 bin 400 liraya çıkmıştır. Bu gelişmelere rağmen Merkez Bankası müdahale etmeyince, 18 Ocak'ta endeks, yoğun satışlar ile 25 bin 907 seviyelerine gerilemiş ve dolar 17 bin seviyelerine yükselmiştir. 19 Ocak günü hazinenin doların yükselişini önlemek amacıyla yaptığı devlet tahvili ihalelerinin iptali yeterli olmamış ve 20 Ocak günü doların yükselmesini önlemek amacıyla, hazine bu sefer borçlanma oranlarını % 100 düzeyine, Merkez Bankası ise İnterbank yoluyla faiz oranlarını % 150 düzeyine çıkarmıştır. Fakat 26 Ocak günü Merkez Bankasının piyasaya 250 milyon dolar satmasına rağmen talep kırılamamış ve dolar 18 bin 500 liraya kadar yükselmiştir. Bunun sonucunda Türk lirasının dolara karşı % 13.5 oranında devalüe edilmesiyle 1994 krizi başlamıştır.¹⁰⁷

Ekonomide yıllardan beri uygulanan yanlış politikaların bozduğu makro ekonomik dengeler, 1994 yılı başında etkilerini hissettirmeye başlamış, hassas dengeler korunamaz duruma gelmiştir. İlk defa finans ve döviz sektöründe kendini gösteren dalgalanmalar, üretim sektörüne de etkilemiş ve kamu finansmanı zor bir döneme girmiştir. Makro anlamda gelişen olumsuzluklar ekonominin tüm alanlarında hissedilmeye başlanmış ve o

¹⁰⁶ Süleyman YAŞAR, "Bir Devalüasyon Ya da Reformun Hikayesi !", *Finans Dünyası Dergisi*, Sayı:50, Şubat, 1994, s.46.

¹⁰⁷ A.g.m., s.47.

güne kadar uygulanan politikalar bırakılarak ekonominin bütünü ele alacak uzun ve kısa vadeli dengeleri yeniden kuracak bir istikrar programı uygulamaya konulmuştur.¹⁰⁸ 5 Nisan kararları, uzun süreceği anlaşılan ekonomik istikrar arayışının ilk adımlarıdır.¹⁰⁹ Bu istikrar programını 1958, 1970, 1978, 1980 istikrar programlarından ayıran en önemli özellik, bu kararların daha önceki kararlarda olduğu gibi IMF ile görüşmeler sonucunda değil, IMF ile görüşülmeden alınmış olmasıdır.¹¹⁰ Bu istikrar programı ile aşağıdaki önlemlerin alınması hedeflenmiştir. Bu önlemler;¹¹¹

- Kambiyo kurundaki dengesizliğin giderilmesi,
- KİT fiyatlarındaki dengesizliklerin giderilmesi,
- Kamu finansmanındaki dengesizliğin giderilmesi,
- Ödemeler dengesi ve cari işlemlerdeki dengesizliğin giderilmesidir.

Kambiyo Kurundaki Dengesizliklerin Giderilmesi: Ekonomik istikrar programının kambiyo kurundaki dengesizlikleri gidermek ve Türk lirasını gerçek kuruna getirmek için döviz kurlarını önce dalgalanmaya bırakıldığı, sonrada oluşan kurların resmileştirildiği görülmektedir. Kur politikasında programın getirdiği yenilik, döviz kurlarının 10 bankanın kotasyonları ortalaması alınmak suretiyle tespit edilmesi ve kur tespitinde piyasa şartlarına daha uygun, idari müdahalelerden kısmen arındırılmış gerçekçi bir kur politikası izlenmesidir.¹¹²

KİT Fiyatlarındaki Dengesizliklerin Giderilmesi: KİT fiyatlarındaki dengesizliklerin giderilmesi amacıyla gerekli fiyat ayarlamalarının işletmeler tarafından yapılması karara bağlanmıştır. KİT fiyatlarının maliyetler düzeyinde tespit edilmesi suretiyle 1988'den bu yana anti-enflasyonist politikalar sonucu düşük tutulan fiyatlar gerçek seviyesine gelecektir. Böylece, KİT açıklarından ileri gelen bütçe açıkları bir miktar azalacak ve KİT'lerin hazine üzerindeki yükü hafifleyecektir. KİT'lerin mali yapılarında

¹⁰⁸ Yalım EREZ, "5 Nisan İstikrar Programı Hakkında Görüşler", *Ekonomik Forum Dergisi*, TOBB Yayını, 1994, s.s.4-5.

¹⁰⁹ Merih PAYA, "5 Nisan Paketinin Bir Yılı", *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*, Sayı:350, Mayıs, 1995, s.2.

¹¹⁰ İsmail MAZGİRT, Yaşar UYSAL, "İMF ve Türkiye", *İzmir Ticaret Odası Dergisi*, Temmuz, 1998, s.14.

¹¹¹ Yalım EREZ, "5 Nisan ...", a.g.m. s.s. 4-5.

¹¹² Hasan ÖZMEN, "Kalkınmanın Kaynakları Ekonominin Solunum Yolları:Üretim ve İhracat", *İzmir Ticaret Borsası Dergisi*, Sayı:7, Temmuz, 1994, s.2.

bir iyileştirme oluşturacağı için özelleştirilmeleri daha kolay olacak, satış değerlerinde meydana getireceği artışlar da hazinenin daha yüksek bir gelir sağlamasına imkan verecektir. Etkisi sınırlı olsa da devlet elindeki konuk evleri, dinlenme tesisleri, gibi işletmelerde uygulanan fiyatların da piyasa düzeyine çıkarılması amaçlanmış ve yeni düzenlemeler yapılarak sosyal tesislerin fiyatları artırılmıştır.¹¹³

Kamu Finansmanındaki Dengesizliğin Giderilmesi: 5 Nisan İstikrar Paketi'nin asıl amacı, kamu finansmanında açıklarının azaltılması ve bütçenin sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasıdır. Kambiyo dengesizliği veya fiyat dengesizliği sonucunda ortaya çıkan dengesizlikler bütçe açıkları halinde gerçekleşmektedir. Kamu finansman açıklarının azaltılmasındaki iki yoldan en önemlisi vergi gelirlerinin artırılması ve kamu finansmanının vergiye dayanan sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasıdır.¹¹⁴

Ödemeler Dengesi ve Cari İşlemlerdeki Dengesizliğin Giderilmesi: 1994 krizinin kaynağında 1993 yılında ithalat artışının sebep olduğu dış ticaret açığının 14 milyar gibi olağanüstü bir seviyeye yükselmesi ve cari işlemler açığının 6 milyar doları aşması yer almaktadır. Bu durumda, cari işlem açığının büyük bir bölümünün kapanacağına, ihracat ve diğer cari gelirlerle dengenin sağlanacağı hedeflenmiştir. Döviz girdilerini artıracak ve kur artışı dışında ihracatı özendirecek tedbirler, 1994'e kadar uygulamaya konulamayan tedbirlerdir. İhracatı artırmak için çok daha etkili tedbirlere gereksinim olmasına rağmen bu program ile ihracat dışındaki cari işlemler kalemlerinde de kur artışının olumlu etkileri görülecektir.¹¹⁵

İMF İstikrar programını onaylayarak 14 aylık bir dönemi kapsayan 472 milyon dolarlık Stand-by Antlaşması imzalayıp, yapısal reformların hızla yerine getirilmesi için hükümeti zorlayıcı önlemler almıştır. Fakat, program orta vadeli yapısal hedefler olan özelleştirme ve sosyal güvenlik ile vergi reformlarında başarılı olamamıştır.¹¹⁶

¹¹³ Yalın EREZ, "5 Nisan ...", a.g.m., s.s.6-7

¹¹⁴ Murat YILDIRIM, "Paketten 3 Yıllık Program Çıkmalı", Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, 1994, s.10.

¹¹⁵ Yalın EREZ, "5 Nisan ...", a.g.m., s.8.

¹¹⁶ Oya CELASUN, "The 1994 Currency Crises", Turkish Business World, April, 20001, s.23.

1.5.2.2. Krizin Etkileri

Türk sanayii geçmişten günümüze kadar sürekli devlet tarafından koruma altına alınmıştır. Dış rekabete karşı korunma, sadece az sayıda firmanın bulunduğu, iç rekabetin eksik olduğu ortamda gelişmiştir.¹¹⁷ Türkiye ekonomisi 1980’li yıllardan itibaren olağanüstü bir değişim performansı göstermiştir. Temel ekonomi politikası ithal ikamesine ve mali kontrollere dayalı iken, belirtilen tarihten itibaren daha liberal, dışa açık bir sisteme yani ihracata dayalı sanayileşme stratejisine yönelmiştir. Ekonomide serbest pazar anlayışı ile döviz kuru ve faiz oranı gibi para politikası araçlarının kullanımına ağırlık verilmiştir.¹¹⁸

1994 ekonomik krizi sanayi ve ticaret sektöründe olduğu gibi diğer sektörleri de olumsuz olarak etkilenme ticaret sektöründe %7.6 oranında daralma yaşanırken, bu daralma sanayi sektöründe % 5.7 ve üretim sanayinde ise %7.6 olmuştur.¹¹⁹ Bu dönemde KİT’lerdeki verimsizlik maksimum düzeye gelmiş, işsizlik oranı yükselmiş ve gelir dağılımında önemli ölçüde dengesizlik oluşmuştur.¹²⁰

Ekonominin bütününe bakıldığında 1994 yılında enflasyon % 150 seviyesine çıkmıştı ve milli gelirde ise % 6 küçülme meydana gelmiştir. Bu olumsuz sonuçların yanı sıra 1993 yılının 6.6 milyar dolar düzeyindeki cari işlem açığı, 1994 yılında 2.6 milyar dolar fazlaya dönüşmüştür. Türk Lirası reel olarak % 18 düzeyinde devalüe olmasına rağmen 6 milyar dolara yakın bir dış borç ödemesi yapılmıştır. Bu ödemeler dışarıdan hiç kaynak girişi olmadan gerçekleştirilmiştir.¹²¹

1994 finansal krizi sonucunda İMKB’ ye kote 76 sanayi işletmesinin net satış hasılatları Haziran ayında reel olarak %19.8, Eylül ayında ise %14 dolayında azalmıştır. İhracatın toplam satışlar içindeki oranı %13 düzeyinden %22’ye yükselmiştir. 1994 yılının ilk yarısında bu şirketlerin toplam işletme sermayeleri reel olarak %15 dolaylarında azalmıştır. Şirketlerin borç/özsermaye oranı Aralık 1993 yılında 1.09 iken Eylül 1994’te

¹¹⁷ Yakup KEPENEK, Nurhan YENTÜRK, *Türkiye Ekonomisi*, 7. Baskı, İstanbul, 1995, s.334.

¹¹⁸ Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Grubu, “Türkiye Ekonomisi ve Mali Sektör”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı:16, 1996, s.3.

¹¹⁹ DİE, *Temel Ekonomik Göstergeler*, Mart 1997, s.11

¹²⁰ “Ekonomide Zor Günler”, *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*, Mart, 1994, s.14.

¹²¹ Bülent ECZACIBAŞI, “Büyüme Yerine İstikrarı Seçelim Büyüme Arkadan Gelecektir”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:10, Sayı:111, Haziran, 1995, s.4.

1.46 olmuştur. Net kar marjı Aralık 1993'te 0.1 iken Eylül 1994'te bir önceki döneme göre %16.3 düzeyinde azalmıştır.¹²²

1.5.3. Kasım 2000 Finansal Krizi

Kasım 2000 krizi bir likidite krizi olmakla birlikte, 1999 ve 2000 yıllarında bankacılık sektöründe yaşananlar dikkate alındığında, bu krize bankacılık krizi de demek mümkündür. 1998 yılında IMF ile imzalanan “Yakın İzleme Anlaşmasının” ardından, 1999 yılında kurulan yeni hükümet Aralık ayında IMF ile bir Stand-by anlaşması imzalamış ve buna bağlı olarak 2000-2002 dönemini kapsayan üç yıllık bir enflasyonu önleme programını uygulamaya koymuştur. Ancak, Kasım 2000'de bankacılık sektöründe sıkıntılar artmaya başlamış ve 27 Ekim 2000 tarihinde Etibank ve Bank Kapital'in yönetimlerinin Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna devri ile artan tartışmalar para ve sermaye piyasalarında krizin habercisi olmuştur.¹²³

1.5.3.1 Krizin Nedenleri

22 Kasım 2000'de meydana gelen finansal kriz, bankalararası piyasada gecelik borçlanma faizini üç kat arttırarak ortalama %110.8'e, en yüksek %210'a yükseltmiştir. Burada önemli iki unsur vardır. Birincisi; bankalararası piyasada ortalama faiz 13 Kasımdan itibaren önceki aylara göre yükselmekteydi. Örneğin, 15 Kasım tarihinde ortalama gecelik faiz %81.45 olmuştu. Faiz, sonraki günlerde düşmüş ve sıçrama kamu kesimi maaş ödemesine bağlanmıştı. Ağustos, Eylül ve Ekim aylarının 15'inde gecelik faiz sırasıyla %37.3, %44.5 ve %38.5 seviyelerinde gerçekleşmiştir. İkincisi; 2000 yılı başından itibaren programın uygulamasıyla birlikte gecelik dalgalanma yükselmiş ve faizde dalgalanma ile gelen artış, finansal piyasalarda bir baskı ve gerginlik olduğu oluşturmuştur. 22 Kasım'da ve izleyen günlerde TCMB'nin döviz rezervlerinde önemli bir azalma olmuş ve iki haftada brüt döviz rezervi 24.4 milyar dolardan 18.9 milyar dolara gerilemiştir. Meydana gelen krizin sebepleri arasında, uygulanan enflasyonu düşürme programının zayıf olması, bankacılık kesiminin riskli olan yeniden yapılandırılmasının gerçekleştirilememesi ve tasarruf mevduatı sigorta fonuna devredilen bankaların sayısının

¹²² Melek VERGİLİEL TÜZ, *Kriz ve İşletme Yönetimi*, a.g.e., s. 147.

¹²³ Mehmet GÜNAL, “Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky'nın Finansal İstikrarsızlık Hipotezi”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:16, Sayı:180, Mart, 2001, s.32.

giderek artacağı izleniminin oluşması sayılabilir.¹²⁴ Kasım 2000 krizinin nedenlerinden bir diğeri de, cari işlemler açığının uygulanan program öngörüsünün bir miktar üzerinde gerçekleşmesi ve bu açığın finansmanında önemli payı olan yurtdışından borçlanmaların, yıl sonuna yaklaşması nedeniyle, mevsimsel olarak azalması sonucunda uygulanan para programının bir özelliği olarak likiditede sıkışıklığına yol açmasıdır.¹²⁵

1.5.3.2. Krizin Etkileri

Kasım 2000 finansal krizi, Şubat 2001 finansal krizinin oluşumuna zemin hazırlayan ve etkisinin giderilemediği bir ara kriz özelliğini taşımaktadır. Merkez Bankası bu dönemdeki para politikasını, uluslararası para fonu ile bir mutabakat içinde oluşturmuş ve sistemin ihtiyacı olan Türk Lirası ve döviz fonlarını, net iç varlıklar hedefini gözetmeden sağlamıştır. Bunun bir sonucu olarak net iç varlıklar büyüklüğü artarak Kasım ayı itibariyle 19.44 trilyon Türk Lirasına çıkmıştır. Merkez Bankası sistemin ihtiyacı olan Türk Lirası likiditeyi üç yoldan sağlamıştır. Bunlar;¹²⁶

- Disponibilite yükümlülüğü dolayısı ile serbest tevdiat tutma dönemi bir haftadan altı haftaya çıkartılmış, bu sayede bankaların yaklaşık bir milyar dolarlık bir likidite kaynağı üzerindeki inisiyatifleri arttırılmıştır,
- Piyasa oyuncularının birbirlerine olan güvensizliğinin piyasalarda tıkanmaya yol açmaması amacıyla Merkez Bankası ilave fonlama imkanları oluşturmuş ve piyasa oyuncuları arasında bir köprü vazifesi görmüştür,
- Daha önce Rusya krizinde olduğu gibi sistemin faizlere olan duyarlılığını ortadan kaldıran hareketlerin önüne geçmek için, hazine ile bir koordinasyon içinde geri alım ihaleleri gerçekleştirerek, ilave likidite imkanı oluşturmuştur. Alınan bu önlemler ile sistemin işlemesi sağlanmıştır.

1.5.4. Şubat 2001 Finansal Krizi

19 Şubat krizi, Türkiye tarihinin yaşanan en büyük krizidir. Bu finansal kriz ile ilk defa takas açıklarını kapatamayan ve 3 milyar dolar açık veren Ziraat Bankası ve Halkbank

¹²⁴ Ercan UYGUR, *Krizden Krize Türkiye...*, a.g.e., s.s.6-12.

¹²⁵ A.g.e., s.s.6-12.

¹²⁶ “19 Şubat Kara Çarşamba”, *Ekonomik Forum Dergisi*, 15 Mart, 2001, Yıl.8, Sayı:3, TOBB Yayımları, s.s.22-23.

sistemdeki bankalara olan yükümlülüklerini yerine getirememiştir. Bunun sonucunda, alacaklarını toplamayan ve ABD piyasaları tatil olduğu için döviz alma taahhüdünü yurtdışındaki muhabir bankalara gönderen bankalar, Merkez Bankası'ndan döviz alamayınca, yurt dışında da yükümlülüklerini yerine getirememişlerdir. Bu durum krizin başlamasına neden olmuştur.¹²⁷

1.5.4.1. Krizin Nedenleri

2000 yılı içerisinde hükümet 2001 yılında enflasyonun % 25 oranında olacağını hedeflemekte ve uyguladığı program neticesinde 2002 yılında enflasyonun tek haneli rakamlara gerileyeceğini beklemekteydi. Döviz kurunun ise, güçlü döviz rezervleri sayesinde para programına uygun olarak istikrarlı bir düzeyde gelişeceğini ve faiz oranlarının düşerek cari hesap açığının 7 milyar dolar düzeyinde olacağını beklemekteydi.¹²⁸ Fakat Kasım ayı içinde yaşanan bankacılık krizi ile birlikte bankacılık sistemi ve yabancı yatırımcılar hızla döviz yöneldiler. Bu kriz sonrası hükümetin aldığı tedbirler, IMF tarafından sağlanan ek rezerv kolaylığı ve Merkez Bankasının net iç varlıkları kontrol altına alma çabaları ile birlikte nispeten bir istikrar sağlanmıştır. Fakat bütün bu tedbirlere rağmen güven unsurunun tam olarak oluşmaması piyasalarda sürekli olarak yeni bir kriz beklentisini gündemde tutmuştur. Piyasaların gergin bir biçimde yeni ve olumlu gelişmeleri beklediği bu hassas dönem sonunda 19 Şubat 2001 günü ortaya çıkan siyasi gerginlik sonucu, piyasa katılımcılarının programa olan güvenlerini kaybetmelerine ve panik halinde Merkez Bankasından döviz talep etmelerine neden olmuş, aynı gün valör ile yaklaşık 7.6 milyar dolar satılmıştır.¹²⁹

20 Şubat 2001 günü mevcut para programı çerçevesinde Merkez Bankası, net iç varlıklar kontrolünü kararlı bir şekilde uygulamış, Türk Lirası likidite imkanlarını sınırlamış ve bu çerçevede 6.1 milyar dolar geri alınmış ve sonuçta sadece 1.5 milyar dolar Türk Lirası karşılığını Merkez Bankasında hazır bulundurabilen bankalara satılmıştır. Türk Lirası likiditesinin kısılması kısa dönem faiz oranlarını çok yüksek seviyelere çıkartmış ve 21 Şubat 2001 günü piyasalarda kaybolan güven dolayısıyla Türk Lirası ve döviz

¹²⁷ "19 Şubat Kara Çarşamba", a.g.m., s.s.22-23.

¹²⁸ Gazi ERÇEL, "Features and Prospects of the Turkish Economy", *Turkish Business World*, No:26, November, 2000, s.50.

¹²⁹ "19 Şubat Krizi Sonrası", *Ekonomik Forum Dergisi*, TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001, s.70.

piyasalarında oluşan denge bozulmuş ve bunun neticesinde istikrar programının güçlendirilerek uygulanmaya devam edilebilmesi için döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır.¹³⁰

2000 Yılı Kasım ortasında meydana gelen krizde cari işlemler açıklarından kaynaklanan sermaye hesabına sıçrayan bir ödemeler bilançosu dengesizliği önemli rol oynamıştır. Bunun sebebi halkın tutmak istediği para miktarıyla para otoritelerinin arz ettiği para miktarı oranındaki farktır. Programın 10.5 aylık uygulaması sırasında para talebinde bir artış olmuş buna karşılık Merkez Bankasının iç varlıklarının 1.2 katrilyon lira olarak dondurulması ve yeterli miktarda doğrudan ve dolaylı yabancı yatırımcı gelmemesi nedeniyle para stoğu artmamıştır. Ekonomideki likiditenin bu şekilde yetersizliği faiz oranlarının yükselmesine ve bu durumda aslında yabancı sermaye girişi olması gerekirken tam tersine yabancı sermaye çıkışına neden olarak krizin derinleşmesiyle sonuçlanmıştır.¹³¹

Krizin hızlanmasında hazinenin kamu borcunu uzunca bir süre kamu bankalarına ödememesi dolayısıyla kamu bankalarının da özel bankalara karşı yükümlülüklerini yerine getiremediler. Böylece 19 şubat günü Merkez Bankasından 20 Şubat valörlü 7 milyar dolar talep eden özel bankalar, 20 Şubatta yalnızca 1.2 milyar dolar satın alabilmişler ve diğer döviz taleplerini iptal etmek zorunda kalmışlardır. Böylece Türk bankacılık sisteminde likidite kalmadığından ödemeler sistemi kilitlenmiş ve Türk bankaları yurt dışına ödeme yapamadıklarından Türkiye'nin kredi notu düşürülmüş ve risk primi artmıştır. Merkez Bankası piyasaya vereceği her Türk Lirasının kendisine dolar talebi olarak döneceğini bildiğinden piyasaya Türk Lirası vermek yerine 22 Şubat günü Türk Lirası dalgalanmaya bırakılmıştır.¹³²

Şubat 2001 Krizinin etkilerini gidermek için, 5 Nisan Kararlarında olduğu gibi hükümet yeni bir program hazırlamıştır. Bu program Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı adıyla hazırlanmış ve uygulamaya konulmuştur. Yeni programın temel amacı, kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve eşanlı olarak bu duruma bir daha geri dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmaktır. Bu

¹³⁰ A.g.m., s.70.

¹³¹ M. İlker PARASIZ, *Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar*, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa 2001, s.s. 461-463.

¹³² A.g.e., s.s.461-463.

doğrultuda; program, öngörülen hedeflere ulaşılması ve ekonominin yeniden yapılandırılması konusunda kesin bir siyasi taahhüdü ve desteği içermektedir. Bu program ile rasyonel olmayan müdahalelerin bir daha dönüşü olmayacak şekilde önlenmesi, yolsuzlukla mücadelenin güçlendirilmesi ve piyasalarda güven ortamının yeniden sağlanması hedeflenmiştir.¹³³

Program çerçevesinde mali sektörün yeniden yapılandırılması, devlette şeffaflığın artırılması ve kamu finansmanının güçlendirilmesi, ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılması, sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi ve iş güvencesi yasası gibi dört temel alanda 15 yasal düzenleme yapılması kararlaştırılmıştır.

Mali Sektörün Yeniden Yapılandırılması: Bu kapsamda öncelikli olarak Bankalar Kanunu'nda değişiklikler öngören yasal süreç başlatılmıştır. Bankalardaki mevduat ve bankaların diğer yükümlülüklerine yönelik olarak ilan edilen garanti uygulamasına devam edilmesine karar verilmiştir. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına yönelik diğer çalışmalar kamu bankalarında yaşanan sorunların tekrar oluşmaması için likidite sorunlarının giderilmesi ile eşanlı olarak gerekli olan diğer önlemler de alınmaktadır. Bu çerçevede;¹³⁴

- Kamu bankalarına zarar oluşturacak görev verilmeyecektir. Mevcut koşullarda yetersiz düzeyde bulunan kamu bankalarının sermayeleri kısa süre içinde yeterli seviyeye getirilecektir. Kamu bankalarının faaliyetlerinin etkinlik ve verimlilik ilkeleri çerçevesinde sürdürmeleri doğrultusunda, her bankanın ihtisas alanındaki kredilerini kaynak maliyetlerini dikkate alarak sürdürmeleri sağlanacaktır. Kamu bankalarının yönetiminin profesyonel bankacılardan oluşan bir ortak yönetim kuruluna devredilmesi süreci başlatılmıştır. Ayrıca bu kurula kamu bankalarını yeniden yapılandırma ve özelleştirmeye hazırlama yetkisi verilmiştir,
- Yaşanan krizlerden olumsuz yönde etkilenen bazı özel bankaların bir an önce sağlıklı bir yapıya kavuşmalarını sağlayacak düzenlemeler başlatılarak bu kapsamda; bankaların dönem karlarını sermayeye ilave etmeleri sağlanmıştır.

¹³³“Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nda Temel Yapısal Reform Konuları”, http://www.treasury.gov.tr/genel_degerlendirme.htm

¹³⁴ “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, *Ekonomik Forum Dergisi*, yıl:8, Sayı:5, 1 Mayıs 2001, s.s. 8-13.

Bankacılık sistemindeki gelişmeler çerçevesinde uzun vadeli yatırımları özendirmek ve tasarruf araçları arasındaki farklılıkları gidermek amacıyla vergi ve munzam karşılıklar gözden geçirilecektir,

Devlette Şeffaflığı Arttıracak ve Kamu Finansmanını Güçlendirecek Düzenlemeler: KİT'lerin zarar oluşturacak faaliyetlerinin en aza indirilmesi yönünde düzenlemeler yapılmaya devam edilecektir. Devlet ihalelerinde, uygulama projesine dayalı anahtar teslimi ihale yapılarak hem daha etkin ve rekabete açık bir ihale yöntemi izlenecek hem de ihale edilecek projelerde maliyet artışı ödenecektir,

Ekonomide Rekabeti ve Etkinliği Arttıracak Düzenlemeler: Bu çerçevede şeker, tütün ve doğalgazda etkinliği arttıracak düzenlemelere gidilecektir. Şeker üretiminde; 2002-2003 üretim döneminden itibaren devlet tarafından fiyat açıklanmayacak, şeker piyasası, şeker kurulu tarafından düzenlenecektir. ihtiyaç fazlası şeker üretimine son verilerek, devletin zarara uğraması engellenecektir.

Tütün mamulleri ve alkollü içeceklerin üretiminde; fiyatlandırma, dağıtım, satış ve kontrol tütün mamulleri ve alkollü içkiler piyasası düzenleme kurulu tarafından düzenlenecektir. 2002 üretim döneminden itibaren devlet mal ve hesabına alım yapılmayacaktır.

Doğalgazın kaliteli, sürekli, ucuz, rekabete dayalı esaslar çerçevesinde ve çevreye zarar vermeyecek şekilde tüketicilerin kullanımına sunulması için doğalgaz piyasasının serbestleştirilmesi sağlanacaktır. Doğalgazın ithalatı, iletimi ve dağıtımındaki tekel hakkı kaldırılacak tüm aşamalarda özel sektörün katılımı sağlanacaktır.

Hava yollarının iç hat uçuş fiyatlarının serbestçe belirlenmesine imkan sağlanacaktır. Türk Hava Yollarının ve diğer hava yolu şirketlerinin ücret tarifesinin serbestçe tespit edebilmeleri bu ücretlerin gün ve saat itibarıyla farklılaştırmak suretiyle mevcut uçak kapasitesini etkin bir biçimde kullanmalarını sağlayacaktır.

Sosyal Dayanışmayı Güçlendiren Düzenlemeler İş Güvencesi Yasası: Ekonomik ve sosyal politikaların oluşturulmasında toplum kesimleri arasında uzlaşma ve iş birliği geliştirilmesi amaçlanmış ve kamu kesimi, işçi, işveren ve diğer sivil toplum örgütlerini bir araya getiren konseyle ilgili yasa çıkarılacaktır.

1.5.4.2. Krizin Etkileri

1994 krizi ile 2001 krizi pek çok yönden birbirine benzemektedir. Her iki krizin altında yatan sebep ise büyüyen kamu açıklarıdır. Her iki dönemde de kriz öncesi döviz kuru aşırı değerli tutulmuş ve ucuz döviz politikası ile kolay dış borçlanma yapılarak kamunun finans ihtiyacı karşılanmıştır. Ancak bu ucuz kur politikası kaçınılmaz olarak ithalatı arttırarak, ekonomik büyümeyi gerçekleştirmiştir. 1994 krizinde cari açık 6 milyar dolar iken 2001 krizinde 12 milyar dolara ulaşmış ve 2001 krizi 1994 krizine göre daha şiddetli olmuştur. 2001 yılında da dengeleri yeniden kurmak için İMF desteği istenmiştir ve İMF, geleneksel daraltıcı reçetesini uygulamıştır.¹³⁵

Devlet İstatistik Enstitüsü, 2001 yılı birinci üç aylık dönemine ilişkin gayri safi milli hasıla ile harcama yöntemiyle hesaplanan gayri safi yurt içi hasıla sonuçlarına göre, ilk üç ayda oluşturulan gayri safi milli hasıla, cari fiyatlarla 24 katrilyon 900 trilyon 583 milyar lira olarak hesaplamıştır. Rakamlar ışığında 2001 yılı birinci üç aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre büyüme hızı cari fiyatlarla %16.9 çıkmıştır. Özel nihai tüketim harcamaları, %3.4 gayri safi milli sabit sermaye oluşumu ise %11.6'lık azalış göstermiştir. 2001 yılının birinci üç ayında, geçen yılın aynı dönemine kıyasla ithalat vergisi %10.6, inşaat sektörü %7.4 ve ticaret sektörü ise %3.8 oranında küçülmüştür.

Sektörel bazda tarımda %8.9 oranında büyüme gerçekleşirken, sanayi %1.3, ulaştırma ve haberleşme %2.7, mali kuruluşlar %5.3, serbest meslek ve hizmetler %1.6 ve ithalat vergisi ise %10.6 oranında gerilemiştir. Buna karşılık konut sahipliğinde %2.1, devlet hizmetlerinde %3.8 oranında artış meydana gelmiştir. Sonuç olarak, ilk üç ayda gayri safi yurt içi hasılda %1.9, gayri safi milli hasılda ise %4.2 oranında gerileme olmuştur.¹³⁶

¹³⁵ Mustafa SÖNMEZ, "1994 Krizi Işığında 2001 Krizi Ne Olacak", *Ekonomik Forum Dergisi*, TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001, s.s.14-15.

¹³⁶ "Kriz, Ekonomiye İlk Çeyrekte %4,2 Küçülttü", *Hürriyet Gazetesi*, 1 Temmuz, 2001, s.9.

İKİNCİ BÖLÜM

2. İŞLETMELERDE HİSSE YAPISI VE YOĞUNLUĞU

İşletmelerde ortaklık hakkını hisse senetleri temsil eder. İşletmelerin hisse yapıları denetleme ve yönetim yetkisinin kime ait olduğunu gösterir. Denetleme ve yönetim yetkisinin bir gruba ait olması durumunda hisse yoğunluğu söz konusu olmaktadır. Hisse yoğunluğuna sahip olan grub baskın hissedar olarak şirketi denetleme ve yönetim yetkisine de sahip olmaktadır. Buna bağlı olarak işletmenin performansıda etkilenmektedir. Çalışmanın bu bölümünde hisse ile ilgili temel kavramlar ile Türkiye, ABD, AB ve Asya Ülkelerindeki işletmelerin hisse yapıları incelenerek, Hisse yoğunluğunun işletme performansına olan etkileri açıklanmaya çalışılmıştır.

2.1 TEMEL KAVRAMLAR

Hisse kavramı, hisse yoğunluğu kavramı ve hisse yoğunluğunu etkileyen temel etkenler aşağıdaki bölümde ayrıntılı bir şekilde açıklanmaya çalışılacaktır

2.1.1. Hisse (Mülkiyet) Kavramı

Mülkiyet kavram olarak, sadece toprak olarak düşünülmektedir. Gerçekte, mülkiyet terimi, bir varlığın kullanımını elinde bulundurma ve işleme hakkını ifade etmektedir. Bir kimse bir mülkiyete sahip olduğunda ekonomik güce sahip olur.¹³⁷ Mülkiyet varlığın üzerindeki kullanım hakkında karar verebilme yetkisidir ve bu yetki kanunlarla veya sözleşmelerle sağlanır.¹³⁸ Mülkiyet yasaları, herhangi bir piyasa ekonomisinin belirleyici öğesidir ve normal olarak ülkenin anayasası veya anayasal geleneği tarafından korunurlar. Bazı anayasalar veya hukuk sistemleri, (özellikle eski doğu bloku ülkelerinin sistemleri) özel mülkiyete hak tanımazlar. Son yıllarda doğu ve orta Avrupa ülkelerinde, eski Sovyet Cumhuriyetleri'nde anayasa değişiklikleri yapılarak özel mülkiyete haklar tanınmıştır.¹³⁹

¹³⁷ Şevki ÖZGENER, "Ekonomik Sistemler ve Ahlak", Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Dergisi, Cilt:5, Sayı:1, Isparta, 2000, s.178.

¹³⁸ Murat SEVER, "Efficient Ownership Patterns: Three Examples", Yayımlanmamış Doktora Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ankara, August, 1994, s.6.

¹³⁹ Işın ÇELEBİ, Yeni Bir Düzen Anlayışı Özelleştirme, Milliyet Yayınları, İnceleme/Ekonomi Dizisi, 2.Baskı, Nisan, 1995, s.s.150-151.

Anonim şirketlerde ise mülkiyet hakkını hisse senetleri temsil etmektedir. Bir kişinin şirket üzerindeki hakkı elinde bulunan hisse ile temsil edilir. Ortaklık hakkını temsil eden hisse senetleri menkul kıymet sayılmış ve menkul kıymetler içerisinde tanımlanmıştır.

“Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraktır.”¹⁴⁰

Menkul kıymet sayılan ve sahibine belirli hak ve menfaatler sunan kıymetli evraklardan birisi de hisse senetleridir. Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkarabilen sermaye ortaklıklarının yasal şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayesinin belli bir oranını temsil ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir.¹⁴¹

Hisse senetleri örgütlenmiş sermaye piyasalarında veya örgütlenmemiş sermaye piyasalarında alınıp satılırlar. Sermaye piyasaları, “kısa süreli fonların uzun süreli fonlara, uzun süreli fonların yatırıma dönüştüğü; birikimi elde edenlerin gelir sağlama istemi ile bankaların kullanımına sunmaları ve başkalarına gelir verme karşılığında birikimi kullanma istemlerini karşılaştıran ve karşılıklı koşullarda anlaşılan kişi ve kurumların toplamıdır.” Örgütlenmiş sermaye piyasaları menkul kıymet borsalarıdır. Bu piyasa, yatırım ve katılmalar gibi özellikle uzun süreli fonlara aracılık eder ve para bulma araçları olarak da genellikle hisse senedi ve tahvillerden yararlanır.¹⁴²

Hisse senetleri sahibine bir takım haklar sunar. Ülkelerin düzenlemelerine bağlı olarak her ülkedeki hisse senedinin sahibine tanıdığı haklar farklı şekillerde oluşur. Örneğin, Çin’de borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin bazıları sahibine devir hakkı vermez yani bu hisseyi alan kişi bunu başkasına satamamaktadır. Aynı şekilde bazı hisse senetlerini ise sadece yabancılar alabilmektedir.¹⁴³

¹⁴⁰ Vural GÜNAL, *Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri*, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul 1997, s. 3.

¹⁴¹ Selahattin TUNCER, *Türkiye’de Sermaye Piyasası*, İstanbul, 1985, s.205.

¹⁴² Gültekin RODOPLU, *Türkiyede Sermaye Piyasası ve İşlemleri*, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, No:459-692, İstanbul-1993, s.s. 9-10.

¹⁴³ Daqing Qi, Woody WU, Hua ZHANG, “Shareholding Structure and Corporate Performance of Partially Privatized Firms: Evidence From Listed Chinese Companies”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 8 February, 2000, s.s.592-593

T.T.K. Hükümlerine göre, hisse senetleri tedavül bakımından (hamiline ve nama yazılı), bedellerinin tamamen ödenmiş olup olmaması bakımından (bedeli tamamen ödenmiş ve bedeli tamamen ödenmemiş) ve sahiplerine verdiği haklar açısından (adi hisse senetleri ve imtiyazlı hisse senetleri) sınıflandırılabilirler.¹⁴⁴

2.1.2. Hisse Yoğunluğu (mülkiyet yoğunluğu) Kavramı

Hisse yoğunluğu kavramı yabancı literatürde “**Ownership C oncentration**” olarak ifade edilmiştir. Hisse yoğunluğu, bir şirketin hisselerinin büyük bir kısmının tek bir kişi veya kişilerin elinde bulunmasıdır. Bir şirketin hisselerinin belirli kişiler elinde toplanması ve bu kişilerin hisse oranlarının diğer kişilerin hisse oranlarına göre büyük olması, şirket yönetiminin ve kontrolünün bu kişilere ait olması demektir.

Bir ortaklığı kontrol etme yetkisi değerlidir, çünkü kontrol eden tarafa bir çok özel menfaatler sağlamaktadır. Özel menfaatler hem maddi hem de gayri maddidir. Gayri maddi menfaatler kontrol pozisyonu ile ilgili güç ve prestij olmaktadır. Kontrol pozisyonundaki hissedarlar, genellikle azınlık hissedarlarında olmayan bir çok parasal menfaat kazanma yollarına sahiptirler. Örneğin, gerçek değerlerinin üstünde ücreti olan yönetim pozisyonlarında istihdam edilebilirler. Bunlar; aşırı miktarda harcama, lüks ofislerde çalışma, işletme imkanları ile seyahat giderlerinde bulunma gibi yarı finansal menfaatlerden yararlanabilirler. Ayrıca, ortaklık müşterilerinden onlarla ilgili bilgileri elde etme imkanları da vardır. Elde ettikleri bu bilgileri kendileri için kullandıkları ölçüde bu da kontrolün bir faydası olmaktadır. Bunların hiç biri olmasa bile temettü ödemelerini kendi yatırım ve tüketim cetvelleriyle uyuyacak şekilde ayarlamaları bile çoğunluk hissedarlarına kontrolün bir faydası olabilmektedir.¹⁴⁵

Hisse yoğunluğuna sahip hissedarlar, (şirketi kontrol eden hissedarlar) şirket kazançlarını kendi çıkarları doğrultusunda yönünü değiştirerek rant elde edebilmekte veya şirket varlıklarını kendilerinin sahip olduğu diğer şirketler yararına kullanarak kazanç sağlayabilmektedirler.¹⁴⁶ Şirketin hisselerinin çoğunluğuna bir grup sahip olduğu zaman

¹⁴⁴ Yusuf DEMİR, İMKB’de Hisse Senedi Fiyatlarını Belirleyen Faktörler ve Mali Sektör Üzerine Bir Uygulama, Yayımlanmamış Doktora Tezi, SDÜ, SBE, Isparta, 2001, s.1.

¹⁴⁵ Kee. H. CHUNG, Jeong-Kuk KİM, “Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market”, *Journal of Corporate Finance*, May, 1999, s.s.35-36.

¹⁴⁶ B. Burçin YURTOĞLU, “Ownership Structure, Cash Flow, and Investment: Evidence from Turkish Business Groups”, Working Papers, University of Vienna, s.13.

diğer azınlık hissedarlarının çok az değeri olmaktadır. Çünkü oylama haklarının bir kontrol mücadelesinde (eğer azınlıkta kalınıyorsa) çok az önemi vardır. Fakat azınlık hissedarlarının oylama hakları, şirket yönetim kurullarında ki (hisselerin büyük bir kısmını elinde bulunduran) farklı iki grubun yönetimi ele geçirme mücadelesinde önemlidir. Veya bir çok hissedar olup ta kontrol eden bir grup (Hisse yoğunluğuna sahip) bulunmadığı zaman azınlık hissedarların oylama hakkı önemlidir. Çünkü bu durumda azınlık hissedar oyları belirleyici olmaktadır.¹⁴⁷

Anonim şirketler çoğunluk ilkesine göre yönetilirler, bunun sonucu olarak çoğunluk azınlığa karşı baskı kurabilmekte ve şirketin hisselerinin çoğunluğuna sahip olan şirket ortakları, şirketin varlıklarını kendi menfaatleri doğrultusunda kullanabilmektedirler. Çünkü, anonim şirketlerin kurucuları ve yönetim kurulu üyeleri doğrudan doğruya kendilerine ait olmayan bir mal varlığı üzerinde söz sahibi olmaktadır. Fakat, çoğunluğun baskısından kurtulmak ve menfaatlerini diğer ortaklara (Hisse yoğunluğuna sahip hissedarlara) karşı korumak için azınlık haklarından yararlanılabilmektedir.

Şirket esas sermayesinin onda birine sahip olanlar azınlık olarak kabul edilmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi şirketlerde yani halka açık anonim şirketlerde ise, küçük yatırımcıların borsada korunması için şirket esas sermayesinin yirmide birine sahip olanlar azınlık olarak kabul edilmektedir.

Anonim şirketlerin kurucularının ve yöneticilerin, yetkilerini kötüye kullanarak ortaklığı ve dolaylı olarak da diğer hisse sahipleri ile ortaklık alacaklılarını zarara uğratmalarının önlenmesi bakımından denetlenmeleri zorunlu olmaktadır. Denetleme dar ve geniş anlamda iki türlü olmaktadır. Dar anlamda denetim şirketin devamlı denetleme organı olan denetçiler tarafından yapılırken, geniş anlamda denetleme azınlık tarafından yapılan denetleme işlemidir.¹⁴⁸

¹⁴⁷ Kee. H CHUNG, Jeong-Kuk KİM, a.g.m., s.37.

¹⁴⁸ Abdurrahman KAVASOĞLU, "Anonim Şirketlerde Özel Denetçi", Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 1999, s.s.1-2.

Berle ve Means, şirket kontrolünü yönetim kurulunun çoğunluğunu seçme gücü olarak ifade etmiştir ve şirketleri kontrol edilme açısından aşağıdaki şekilde sınıflandırmıştır;¹⁴⁹

- **Özel Mülkiyetli Şirketler (Privately Owned):** Şirketin baskın olan (largest) hissedarının, şirket hisselerinin %80 den fazlasına sahip olduğu şirketlerdir.
- **Çoğunluk Kontrollü Şirketler (Majority Controlled):** Şirketin baskın hissedarının, şirket hisselerinin %80’inden az %50’sinden fazlasına sahip olduğu şirketler ise çoğunluk kontrollü şirketlerdir.
- **Azınlık Kontrollü Şirketler (Minority Controlled):** Şirketin baskın olan paya sahip hissedarının, hisselerin %50’sinden az %20’sinden fazlasına sahip olduğu şirketlerdir. Bu şirketler, oylama hisselerinin yarısından az fakat önemli bir kısmını elinde bulunduran hissedarlar tarafından kontrol edilir.
- **Yasal Araçlar Tarafından Kontrol Edilen Şirketler (Controlled By Means Of A Legal Device):** Şirketlerin, yasal imkanların tanıdığı araçlar kullanılarak kontrol edildiği firmalardır. Örneğin, holdingler yatırım yaptıkları şirketlerde yönetimde ve kontrolde söz sahibi olmak için holdingleşerek şirket hisselerini toplamaktadırlar.
- **Yönetim Kontrollü Şirketler (Management Controlled):** Şirketin yönetim tarafından kontrol edildiği şirketlerdir. Yönetim şirket sahiplerinden olabileceği gibi dışarıdan atanmış kişilerden de oluşabilmektedir.

Bu sınıflandırmada şirketlerin hissedarlarının sahip oldukları hisse oranları dikkate alınmıştır. Bazı şirketlerde, yönetim ve kontrolü elde etmek için hisselerin tamamına yakın bir kısmına sahip olmak gerekirken bazı şirketlerde hisselerin %20’sine sahip olmak yeterli olabilmektedir. Şirketlerde bunu belirleyen unsur hisselerin bir çok kişiye yayılmış veya çok az kişi elinde toplanmış olmasıdır.

¹⁴⁹ Selim SİDİ, “The Effects of Ownership Structure on Corporate Performance”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ankara, 1996, s.s.4-5.

Monsen ve Downs ise şirketleri kontrol edilme açısından maliklerin yönettiği şirketler ve yönetimsel şirketler olarak ikiye ayırmışlardır;¹⁵⁰

- **Maliklerin Yönettiği Şirketler:** Şirketin sahibi ve yöneticisinin aynı olduğu firmalardır.
- **Yönetimsel Şirketler:** Yöneticilerin şirkette hiçbir kontrol hissesine sahip olmadığı firmalardır. Yönetimsel firmaları da, bir kişi veya birkaç kişiden oluşan grubun kontrol ettiği **yoğunlaştırılmış yönetimsel şirketler** ve bir grubun kontrolünde olmayan **yaygınlaştırılmış yönetimsel şirketler** olmak üzere iki başlık altında incelemişlerdir.

Monsen ve Downs; şirketleri kontrol açısından, şirket sahiplerinin hisse oranlarına göre değil, şirketi yöneten kişilerin şirket sahibi olup olmamasına göre ayırma tabi tutmuştur. Şirket yöneticisinin şirket sahibi olmaması durumunda da şirket hisselerinin bir gruba ait olması veya yaygın olarak dağılmış olması önemli olmaktadır. Çünkü; şirket yöneticisinin şirket sahipleri dışından seçilmiş olduğu şirketlerde (yönetimsel şirketler), hisselerin çoğunluğuna sahip olan grup şirketin kontrolüne dolaylı olarak sahip olmaktadır.

2.1.3. Hisse Yoğunluğunu Etkileyen Temel Etkenler

İşletmelerin hisse yoğunlukları, yasal düzenlemelere ve ekonomik koşullara bağlı olarak değişmektedir. Halka açık olmayan veya halka açık olan işletmelerdeki hisse yoğunluğu; işletme sahiplerinin ekonomik tercihleri, yönetimde bulunma ve denetlemede aktif olma isteklerine, işletmelerin kurumsal yapısına, büyüklüğüne, kuruluş şekli ve hukuki yapısına göre değişebilmektedir.

İşletmeler sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için halka açılırlar ve halka açıklık oranı -Türkiye’de **minimum** halka açıklık oranı %5-%15 arasında değişmektedir- işletmelerin hisse yoğunluğu ile ilişkilidir. Halka açıklık oranı ne kadar fazla ise o şirketin hisse yoğunluğu o kadar azalacaktır. Fakat işletmeler bazı nedenlerden dolayı halka açılmazlar veya hisselerinin çok az bir kısmını halka açarlar. Aşağıda hisse yoğunluğunu etkileyen temel etkenler, halka açılmama nedenleri altında açıklanmıştır.

¹⁵⁰ R. J. MONSEN, A. DOWNS, “A Theory of Large Managerial Firms”, *Journal of Political Economy*, 1965, s.73.

– Ortakların Kontrol Haklarının Daraltılması

Halka açık olmayan işletmelerde genellikle aile bireylerinden oluşan ortakların yönetimi söz konusu iken, halka açılma durumunda çok sayıda ortakla ve aile dışından yönetim söz konusu olabilmektedir. Bunun sonucu olarak da işletmenin eski ortakları daha önce alışmadıkları bir yönetim biçimi ile karşılaşabilmektedirler. Halka açılma oranı ne olursa olsun, toplumun dikkati işletme üzerinde toplanmakta ve yönetim de eskisine göre daha dikkatli davranma zorunluluğu hissetmektedir. Ayrıca, bu durum yöneticileri, kontrol yetkisinin daralacağı düşüncesiyle halka açılmaktan vazgeçirebilmektedir.¹⁵¹

Fakat halka arz ile birlikte yönetimde kontrolün kaybına neden olunuyorsa, ilgili hisse senetlerinin dolaşıma çıkmayacağı konusunda halkın bilgilendirilip dolaşıma engel olunabilme imkanı bulunmaktadır. Önceden bilgilendirilmek suretiyle, imtiyazlı hisse senedi de çıkarılabilecek ancak dolaşıma sunulmayabilecektir. Türkiye’de şirketler yönetimde kontrolü kaybetmemek için, imtiyazlı hisse (Altın hisse) bastırılması yoluna gidebilmektedir.¹⁵²

– İhraç Edilecek Menkul Kıymetlere Yönelecek Tasarrufların Sürekli ve Yeterli Olmaması

Yatırımcılar genellikle küçük işletmelerin menkul değerlerine karşı tereddütlü yaklaşabilmektedirler. Çünkü, halka ilk kez menkul değer ihraç eden işletmenin riskini doğru olarak değerlendirmek zordur. Ayrıca, bu tür işletmelerin menkul değerlerini pazarlamada aracılık eden kurum ya da kişilerin istekli olmamaları da halka açılmayı zorlaştırabilmektedir.¹⁵³

– Halka Açılmanın Masraflı Olması

Halka menkul değer ihraç etmenin hem idari hem de yeni çıkarılacak hisse senetlerinin düşük fiyatlandırılması nedeniyle artan maliyetleri olabilmektedir. Çünkü,

¹⁵¹ Hayrettin USUL, “İşletmelerin Halka Açılma Sürecinde Dış Denetimin Yatırımcı Kararına Etkileri”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, SDÜ, SBE, Isparta, 2000, s.17.

¹⁵² Meral Varış TEZCANLI, Oral ERDOĞAN, Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İMKB Araştırma Yayınları, No:8, İstanbul, Mayıs 1996, s. 206.

¹⁵³ Hayrettin USUL, a.g.t., s.17.

belirli bir miktarın altında gerçekleşen menkul kıymet ihracı ihraç maliyetlerini yükseltecektir.¹⁵⁴

– İşletmeyle İlgili Bilgilerin Kamuoyuna Açıklanması

Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi halka açık anonim ortaklıkların zorunlu mali tabloları ile menkul kıymetin piyasa değerini etkileyebilecek üretim, finans ve yönetim faaliyetlerindeki gelişmelere ilişkin bilgilerin sürekli ve periyodik olarak kamuya açıklanması zorunlu tutulmaktadır.¹⁵⁵ Bu durum, bilgilerin açıklanmasını istemeyen firmalar için halka açılmayı olumsuz kılan bir unsur olabilmektedir.

– İşletmenin Esnekliğini Kaybetmesi

Halka açık işletmeler halka karşı sorumluluklar yüklendiğinden, işletme sahipleri yönetimde bazı esneklikleri kaybetmektedirler. Halka açılmadan önce işletme sahipleri bir takım iş ve yatırım fırsatları için çok çabuk karar alabilirken, halka açılma sonucunda bu tip fırsatlarda hissedarları bir araya toplayıp karar almak uzun bir süreç gerektirdiğinden, halka açılan işletmelerin bu süreci yerine getirmesine kadar geçecek zaman içinde bu fırsatları kayıp etme riski söz olabilmektedir.¹⁵⁶

– Halka Açık İşletmenin Alacağı Kararların Hisse Senedi Fiyatlarını Etkilemesi

Bir işletme bir kez halka açıldıktan sonra işletme yönetimi alacağı çeşitli kararların hisse senedi piyasasına yapacağı etkiyi göz önünde bulundurmak zorundadır. Örneğin, geliri kısa dönemde etkileyecek bir araştırma ve geliştirme, faaliyetleri karar verme veya toplu sözleşme görüşmesinde grev riskini alıp almama kararlarına hisse senedi fiyatları göz önünde bulundurularak karar verilecektir.¹⁵⁷

¹⁵⁴ Cevat SARIKAMIŞ, Nurhan AYDIN, Güven SEVİL, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar, Açık Öğretim Fakültesi Yayınları, No:526, Eskişehir, 13 Kasım 2001, s.47.

¹⁵⁵ Meral Varış TEZCANLI, Oral ERDOĞAN, Avrupa Birliği Sermaye..., a.g.e., s.216.

¹⁵⁶ Hayrettin USUL, a.g.t., s.18.

¹⁵⁷ Hayrettin USUL, a.g.t., s.16-19.

– Ortaklara Kar Payı Ödenmesi Gerekliliği

Yatırımcı ve “azınlık” hissedarlar ile yönetim arasında en çok tartışmalara neden olan konu kar payı politikasıdır. Genelde hissedarlar daha cömertçe kar payı dağıtılmasını talep etmektedirler. Yönetimde “şirketin gücünü arttırmak için” kazanılanı işletmede tutmaya öncelik vermektedir.¹⁵⁸ Bu nedenle kapalı bir işletme halka açılırsa belirli bir kar dağıtım politikası belirlemek zorundadır. Bu durumda kapalı bir işletmede alışılmamış yeni bir dağıtım politikasının saptanması gerekecek ve işletme kendini sürekli olarak bu baskı altında hissedebilecektir. Üstelik, kar paylarının ödenmesi zorunluluğu da işletmeyi finansman güçlükleri içine sokabilmektedir.¹⁵⁹

– İşletmeden Sürekli Gelişme Beklentisinin Olması

Kapalı bir işletmenin halka açılması, ortakların devamlı ve büyüyen bir kar taleplerini doğurarak, işletme üzerinde bir baskı oluşmasına neden olabilir. Bu durum, önceden yeterli görülebilen işletme hayatının hareketlenmesine, işletme yönetiminin yeni sorumluluklar ve yeni yükler üstlenmesine sebep olabilecektir.¹⁶⁰

2.2. TÜRKİYE’DEKİ VE DÜNYADAKİ İŞLETMELERİN HİSSE YOĞUNLUĞU

2.2.1. Türkiye’deki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Türkiye’deki büyük işletmelerin tamamına yakın bir kısmı şirketler grubu içerisinde birbirine bağlı bulunmaktadır. Bu şirketler grubu bir holding şirketi etrafında teşkilatlanmış ve tek bir ailenin veya az sayıda ortak ailelerin yatırımlarının sonucu oluşmaktadır. Aileler bu şirketleri, gerektiğinde aralarında kaynaklar ve personelin değiştirilebileceği uyumlu bir gövde olarak bir arada tutmaktadırlar. Şirket gruplarından bazıları, grup şirketlerinin ana bankası olarak hizmet veren bir bankaya sahiptir. Şirketler grubu azınlık hissedarlarının oy haklarını çok sayıda firmaya yayarak ve nihai hissedarın oy haklarını en üstte yoğunlaştırmak suretiyle bir piramit oluşturmaktadırlar. Bu şekilde bir çok şirket, mülkiyet

¹⁵⁸ Benjamin GRAHAM, Akıllı Yatırımcı, Scala Yayıncılık, (Çev:Ali PERŞEMBE), Ocak, 1999, s.243.

¹⁵⁹ Hayrettin USUL, a.g.t., s.19.

¹⁶⁰ A.g.t., s.19.

ilişkilerinden oluşan bir zincir vasıtasıyla piramidin en üstündeki aynı firma ile kontrol edilmektedir.¹⁶¹

Aileler, bir holding şirketin çoğunluk kontrolünü ellerinde tutmaktadırlar ve aynı zamanda bu şirket de piramitsel bir yapının oluşmasına izin verecek şekilde bir çok diğer şirkette hisselerine sahiptir. Ayrıca, şirketlerin bir holding şirketi etrafında hiyerarşik bir biçimde birbirinin hisselerine sahip oldukları durumlarda görülmektedir. 1998 yılı itibariyle yapılan araştırmada Türkiye'deki en büyük 500 şirketin 314'ünün bir şirket grubuna bağlı olduğu belirlenmiştir.¹⁶² Borsaya kayıtlı bulunan şirketlerin çoğunluğunda nihai hissedarlar aynı zamanda şirketi aktif olarak yöneten ailelerdir. Şirketlerin kurullarının büyük bir kısmı aile üyelerinden oluşmaktadır.¹⁶³

1997 yılı itibariyle, 147 adet sanayi şirketinden 96 tanesi bir grup şirketine ait iken geriye kalan 51 şirket ise bağımsız şirket, yani hiçbir şirket grubuna ve holdinge bağlı olmayan şirkettir. Örneğin, 21 adet tekstil şirketinden 15'i bir şirket grubuna bağlı iken 6 adedi bağımsız şirketlere aittir.¹⁶⁴

Hisse yoğunluğu olarak, bağımsız şirketlerde en büyük hissedar hisselerin ortalama olarak %49.75'ine sahiptir. Grup şirketlerinde en büyük hissedarın sahip olduğu hisse oranı ise ortalama olarak %40.79'dur. Tüm şirketlerde ise en büyük hissedar hisselerin %43.94'üne sahiptir. Oylama hakkına göre ise, bağımsız şirketlerde en büyük hissedar oyların (nihai olarak) %56.22'sine sahipken, şirket gruplarındaki en büyük nihai hissedar oyların %59.99'una sahiptir.¹⁶⁵

Finansal şirketler (bankalar, sigorta şirketleri ve diğer finansal şirketler) kayıtlı 62 şirketin hisselerinin %28.29'unu ellerinde tutmaktadırlar. Aileler 128 şirketin hisselerinin %27.19'una sahipken, işçi birlikleri ve kooperatifler ise 6 şirketin yaklaşık olarak %34.76'sına sahip bulunmaktadır.¹⁶⁶

¹⁶¹ B. Burçin YURTOĞLU, "Ownership Structure, Cash Flow..., a.g.m., s.s.5-6.

¹⁶² A.g.m., s.s.5-6.

¹⁶³ A.g.m., s.15.

¹⁶⁴ A.g.m., s.31.

¹⁶⁵ A.g.m., s.27.

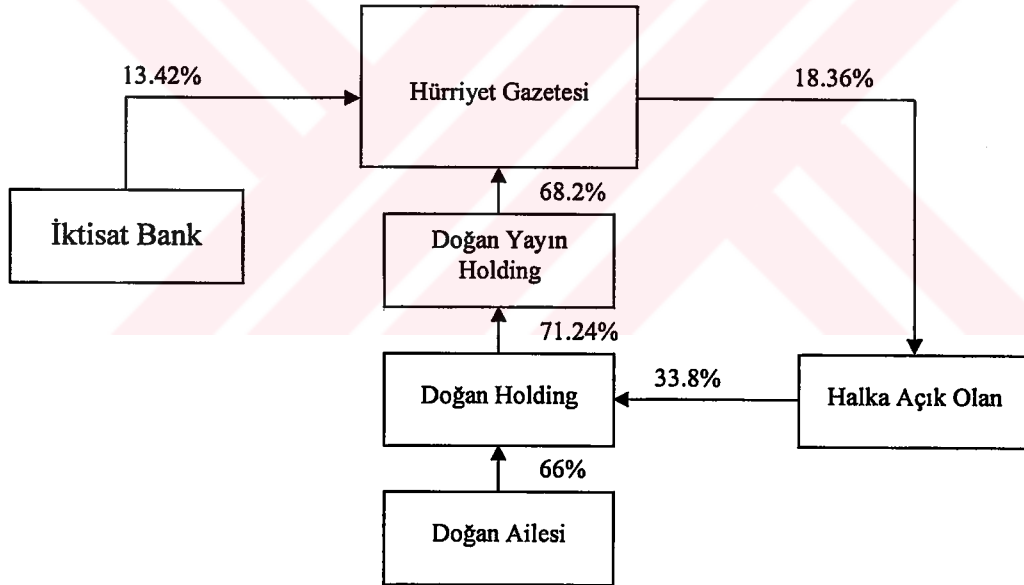
¹⁶⁶ B. Burçin YURTOĞLU, "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", Emprica, Kluwer Academic Publishers, 2000, s.s.200-202.

Tablo 1: Hissedar Gruplarına Göre Hisse Payları (Doğrudan)

Hissedar Grupları	Şirket Sayısı	Oran (%)
Holding Şirketler	143	36.14
Finansal Olmayan Şirketler	139	31.67
Finansal Şirketler	62	28.29
Aileler	128	27.19
İşçi Birlikleri ve Kooperatifler	6	34.76

Kaynak: B. Burçin YURTOĞLU, “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”, *Emprica*, Kluwer Acedemic Publishers, 2000, s. 202.

Türkiye’de de çoğu Avrupa ülkesinde olduğu gibi hisse yoğunlaşması iki farklı şekilde sağlanmaktadır. Nihai hissedar adı verilen Aileler veya az sayıdaki ailelerden oluşan şirket grubu, piramitsel veya kompleks yapılaşma yoluyla hisselerin çoğunluğuna sahip olabilmektedir.

**Şekil 1: Piramitsel Mülkiyet Yapısı (Hürriyet Gazetesi Örneği)**

Kaynak: B.Burçin Yurtoğlu, “Ownership, Control...a.g.m., s. 203.

Piramitsel yapıda Şekil 1’e göre hisse yoğunluğunun nasıl elde edildiği görülmektedir. Hürriyet gazetesi halka açık bir şirkettir. Bu şirketin hisselerinin %18.36’sı halka açıktır. %13.42’lik kısmı ise İktisat Bankasına aittir. Geriye kalan %68.2’lik kısım ise, Doğan Yayın Holdinge aittir. Doğan Yayın holdingin de %71.24’ü Doğan Holdinge aittir ve Doğan holdingin %66’sıda Doğan Ailesine aittir. Bu durumda, Doğan Ailesi

(Aydın Doğan) nihai olarak Hürriyet Gazetesinin hisselerinin çoğunluk kısmına sahip olmaktadır. Aydın Doğan, çoğunluk hisselerinin %68.2'sini ve gelirlerin ise %32.1'lik ($68.2 \times 71.2 \times 66 = 32.1$) bir kısmını kontrol etmektedir.¹⁶⁷

2.2.1.1.Halka Açık Olmayan İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Dünya’da ve Türkiye’de küçük ve orta ölçekli şirketlerin (ortaklıkların) önemli bir kısmı aile şirketi özelliklerine sahiptir. Türkiye’de kurulan her 100 ortaklıktan 90’ı aile şirkettir.¹⁶⁹ Yasal olarak ortak sayısı 250’nin üzerinde olan işletmeler halka açık sayıldığı için başlangıçta aile şirketi olarak kurulan işletmeler zamanla sermaye ihtiyacı dolayısıyla veya büyümeleri sonucunda halka açık şirketler şekline dönüşmektedirler.

Ocak-Kasım 2001 döneminde DİE tarafından hazırlanan verilere göre, Türkiye’de toplam 27.255 adet şirket kurulmuştur. En fazla tercih edilen şirket türü ise 24.448 adetle limited şirkettir. Bu dönemde kurulan anonim şirket sayısı ise 1.899’dur. Yani yaklaşık olarak kurulan her 27 şirketten 1’i anonim şirkettir.

2001 yılında halka açılan şirket sayısı ise, 35 adettir. Bu şirketlerin büyük bir kısmı yeni kurulmayıp sermaye artırımını veya ortak satışı yoluyla halka açılan şirketlerdir. 2000 yılında LİO Yağ Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketi %45.15 oranında halka arz yapmıştır. Nuh Çimento Sanayii Anonim Şirketi ise, %5’lik bir oran ile sermaye artırımını yoluyla halka açılmıştır. Türkiye’de 1990-1998 döneminde toplam 31.909 adet anonim şirket kurulurken aynı dönemde halka açılan anonim şirket sayısı ise toplam 219’dur.¹⁷⁰

Girişimin oluşması ve büyümesi büyük miktarlarda yabancı kaynaklara ihtiyaç duyulması, sahiplik ile yönetim arasındaki ilişkiyi farklılaştırmıştır. Fonları sağlayan finansal kuruluşlar normal olarak firmaların yönetim kurullarına part-time temsilciler yerleştirmişlerdir. Bu tip işletmelerde maaşlı yöneticiler özellikle büyük miktarda sermaye yükseltilmesi ve harcanması gibi önemli idari kararları bankaların ve diğer finansal kurumların yöneticileri ile paylaşmak zorunda kalmışlardır.¹⁷¹ Bu gelişmeler ve işletmelerin hukuki yapısı, büyüklüğü, faaliyet gösterdiği sektör ve işletme sahiplerinin düşünceleri şirketlerin halka açılmasını engelleyebilmektedir.

¹⁶⁹ Ebru KARPUZOĞLU, *Büyüyen ve Gelişen Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma*, Hayat Yayıncılık, İstanbul, 2001, s. 12.

¹⁷⁰ İMKB Kotasyon Müdürlüğü, *Halka Açılan Şirketler 1998*, İMKB Yayınları, Ekim 1998, s.s.28-72.

¹⁷¹ Murat ÇOKGEZEN, “Mülkiyet Yapısı Etkinlik İlişkisi Şeker Fabrikaları Örneği”, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul, 1996, s.39.

2.2.1.2. Halka Açık İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Halka açık işletmeler topladıkları tasarrufları güven, açıklık ve kararlılık içinde yatırımlara arz eden çok ortaklı bir anonim şirket türüdür.¹⁷²

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 11. Maddesi halka açık şirketi, “pay sahibi sayısı 250’yi aşan anonim ortakların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar” şeklinde tanımlamıştır.

Kurumlar Vergisi Kanununun 2.Maddesi ise, halka açık işletmeleri “2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na göre Sermaye Piyasası Kurulu’nca halka açık anonim şirket olduğu kabul edilen şirketler bu kanunun ve Gelir Vergisi Kanunu uygulaması bakımından “halka açık şirket sayılır” şeklinde tanımlamıştır

Halka açık işletmeler kuruluşta halka açık olarak kurulabileceği gibi, sonradan hisselerini halka arz ederek de (halka açılma yoluyla) halka açık şirket haline gelebilirler. Halka açılma; Sermaye Piyasası Kurulunun “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği’nde şöyle tanımlanmıştır:¹⁷³ “Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; Sermaye Piyasası Kanunu’na göre halka açık anonim ortakların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını” ifade eder.

Sermaye Piyasası Kanunu’ un 3-c ve 6. maddeleri halka arzı (halka açılmayı), sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan “halka çağrı” da bulunmak olarak belirlemiştir. Her türlü yoldan kavramı; ister yazılı, ister sözlü, isterse resimli olsun halka çağrı kavramına bağlanmaktadır.

Halka çağrı yolu ile halka arz “iradi” bir yoldur. İşletme yöneticileri belli usulleri uygulayarak, ama her şeyden önce kendi iradeleri ve oluşturdukları kişisel kararları ile

¹⁷² Gültekin RODOPLU, Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşları ve Analizleri, Yıldırım Matbaası, İstanbul, 1990, s.6.

¹⁷³ SPK, Tebliğ Seri:1, No.26.

halka arz yaparlar; başka bir ifade ile “halka çağrı ile halka arz yolu” ihraççının “olumlu bir karar almasını gerektiren bir yoldur”.¹⁷⁴

İMKB’de işlem gören halka açık şirket sayısı, 1999 yılında 298 adettir. AB borsalarında ortalama bazda 1.058 şirket işlem görmektedir. Fakat bu oranın yüksek olması Almanya ve İngiltere borsalarında işlem gören şirketlerin fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin, Almanya’da 1999 yılı itibariyle 8.798 şirket borsada işlem görmektedir. Avrupa Birliği ülkeleri ile karşılaştırdığımız zaman, Türkiye’deki işlem gören şirket sayısı 15 Avrupa Birliği ülkesinin 9’undan daha fazladır.¹⁷⁵ 2000 yılı itibariyle 303 şirket İMKB’ ye kote edilmiş olarak işlem görmektedir.

Tablo 2: İMKB’ de İşlem Gören Şirketlerde Hisse Yapıları (2000 Yılı)

	Şirket Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Halka Açıklık Oranı	303	0.92	99.89	32.94	19.08
En Büyük Hissedarın Payı	303	0.06	99.08	43.12	20.21
En Büyük Üç Hissedarın Payı	303	0.11	99.08	59.83	19.50

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/sirket.htm>’deki şirketlerin hisse oranları verilerinden elde edilerek düzenlenmiştir. Bkz. Ek:7.

Yukarıdaki tabloya göre, İMKB’de işlem gören 303 şirketin halka açıklık oranı ortalama olarak %32.94’dür. Yani şirketlerin hisselerinin ortalama olarak %32.94’ü halka arzedilmiştir. Halka açıklık oranı %0.92 ile %99.89 arasında değişmektedir. Net Holding’in halka açıklık oranı %99.4 tür. Halka açıklık oranı %0.92 olan şirket ise Türkiye Kalkınma Bankasıdır.

Halka açıklık oranının düşük olması sebepleri ise, şirketlerin zorunlu halka açıklık oranları için belirtilen rakamların üzerine şirketler tarafından çıkılmaması ve genellikle gerekli olan en az oranla halka arz yapılmasıdır. Türkiye’de halka açıklık oranı minimum %5-%15 dir. Halbuki bu oran AB ülkelerindeki düzenlemelerde %25 dir. Türkiye’de bu oranın düşük tutulması halka açılmanın özendirilmesi amacını taşımaktadır.¹⁷⁶

¹⁷⁴ Vural GÜNAL. *Hukuki Açidan...*, a.g.e., s.169.

¹⁷⁵ Meral VARİŞ, Ali KÜÇÜKOLAK, Oral ERDOĞAN, Levent ÖZER, “AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB’nin Gelişimi”, *İMKB Dergisi*, Yıl:4, Sayı:14, Nisan- Mayıs- Haziran 2000, s.103.

¹⁷⁶ Meral Varış TEZCANLI, Oral ERDOĞAN, *Avrupa Birliği Sermaye...*, s.285.

En büyük hissedarın payı, ortalama olarak %43.12'dir ve en büyük hissedarın 303 şirket içindeki hisse yoğunluk oranı ise %0.06 ile %99.08 aralığında değişmektedir. Net Holding'de en büyük hissedarın payı 0.06 iken Türkiye Kalkınma Bankası'nda %99.08'dir

En büyük üç hissedarın hisse yoğunluk oranı ise, ortalama olarak %59.83' dür. İMKB'de halka açık şirketlerin hisselerinin yaklaşık olarak %60'ı üç hissedara aittir. Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de halka açık şirketlerin çoğunluk hisseleri az sayıdaki şirket ortağına aittir. Bu durum şirketin yönetimi ve kontrolü üzerinde çoğunluk hissedarlarına geniş yetkiler sağlayabilmektedir. Çünkü anonim şirketlerde, %50' den fazla paya sahip olan ortak karar almada ve alınan kararları uygulamada geniş yetkilere sahip olabilmektedir. Ayrıca; şirket hisselerinin çok fazla ortak arasında dağılmış olduğu şirketlerde, %20 oranında hisseye sahip olan şirket ortağı denetleme ve yönetim konusunda geniş yetkilere sahip olabilmektedir.

Aşağıda, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören holdinglerin, devletin, yöneticilerin ve yabancıların sahip olduğu ve olmadığı şirketlerde hisse yapıları ile hisse yoğunlukları açıklanmıştır. İMKB'de işlem gören şirketlerin ortaklık yapılarına göre holding, devlet, yönetici ve yabancılardan her hangi birisi şirketin %1 hissesine sahipse o şirket holdinglerin, devletin, yöneticilerin ve yabancıların hissedar olduğu şirketler olarak incelenmiştir.

– Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı

İMKB' de işlem gören 157 şirketin hisselerine holdingler sahiptir. Yaklaşık olarak iki şirketten birisi holdinglere aittir. Holding şirketlerin sahip olduğu şirketlerdeki halka açıklık oranı ortalama olarak %31.04'tür. Diğer 146 şirketin halka açıklık oranı ise %34.98'dir. En büyük hissedar ile en büyük üç hissedarın hisse yoğunlukları holdinglerin sahip olduğu şirketlerde, %44.02 ile %62.86 oranında iken sahip olmadığı şirketlerde bu oranlar sırasıyla, %42.15 ile %56.57'dir. Borsada işlem gören tüm şirketler için en büyük üç hissedarın hisse yoğunluk oranı yaklaşık %59 iken holdinglerin sahip olduğu şirketlerde bu oran yaklaşık olarak %62'dir.

Tablo 3: Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı

Halka Açıklık Oranı	Ortalama	Standart Sapma	Şirket Sayısı	t	p
Holdinglerin hissedar olduğu şirketler	31.04	16.10	157	1.800	0.073
Holdinglerin hissedar olmadığı şirketler	34.98	21.71	146		
En büyük hissedarın payı					
Holdinglerin hissedar olduğu şirketler	44.02	18.04	157	0.805	0.422
Holdinglerin hissedar olmadığı şirketler	42.15	22.33	146		
En büyük üç hissedarın payı					
Holdinglerin hissedar olduğu şirketler	62.86	17.02	157	2.840	0.005
Holdinglerin hissedar olmadığı şirketler	56.57	21.44	146		

Kaynak:<http://www.imkb.gov.tr/sirket.htm>'deki şirketlerin hisse oranları verilerinden elde edilerek düzenlenmiştir. Bkz. Ek:7.

– Devletin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı

Özelleştirme programına 1983 yılında başlanmış ve 1985 yılına kadar 159 şirket özelleştirilmiştir. 1984-1995 yılları arasında çoğunluk hisseleri devlete ait olan 114 şirket daha özelleştirilmiştir.¹⁷⁷ 2000 yılı itibariyle devletin hissedar olduğu şirket sayısı, 33'dür. Özelleştirme programına 1983 yılında başlanmasına rağmen devlet ekonomide ve özellikle büyük sanayi şirketlerinde en büyük hissedar konumunda bulunmaktadır. Halka açıklık oranı incelendiği zaman, devletin sahip olduğu şirketlerde bu oran %30.05 iken sahip olmadıklarında %33.29'dur. En büyük hissedarın payı ve en büyük üç hissedarın payı, devletin sahip olduğu şirketlerde sırasıyla %51.20 ve %65.24'dür. Devletin hissedar olmadığı 270 şirkette ise bu oranlar sırasıyla, % 42.13 ve %59.16' dır.

Tablo 4: Devletin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı

Halka Açıklık Oranı	Ortalama	Standart Sapma	Şirket Sayısı	t	p
Devletin hissedar olduğu şirketler	30.05	17.80	33	0.919	0.359
Devletin hissedar olmadığı şirketler	33.29	19.23	270		
En Büyük Hissedarın Payı					
Devletin hissedar olduğu şirketler	51.20	21.87	33	2.453	0.015
Devletin hissedar olmadığı şirketler	42.13	19.82	270		
En Büyük Üç Hissedarın Payı					
Devletin hissedar olduğu şirketler	65.24	19.26	33	1.695	0.091
Devletin hissedar olmadığı şirketler	59.16	19.46	270		

Kaynak:<http://www.imkb.gov.tr/sirket.htm>'deki şirketlerin hisse oranları verilerinden elde edilerek düzenlenmiştir. Bkz. Ek:7.

¹⁷⁷ B. Burçin YURTOĞLU, "Ownership, Control..., a.g.m., s.211.

– **Yabancıların Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı**

Yabancıların sahip olduğu şirketlerde, halka açıklık oranı %26.96 dır ve bu oran genel ortalamaya göre düşüktür. İMKB’ deki firmaların 31 tanesine yabancılar sahiptir. Bu şirketlerde en büyük hissedarın payı %39.27, en büyük üç hissedarın payı ise %58.91dir. yabancıların hissedar olmadıkları şirketlerde ise en büyük hissedar ile en büyük üç hissedarın hisse yoğunluğu, %43.55 ile %59.93’ tür. Yabancıların sahip olduğu şirketlerdeki halka açıklık oranı, devletin sahip olduğu şirketlerdeki halka açıklık oranına göre daha düşüktür. Fakat en büyük hissedar ile en büyük üç hissedarın payı, devletin sahip olduğu şirketlerde daha yüksektir.

Tablo 5:Yabancıların Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı

Halka Açıklık Oranı	Ortalama	Standart Sapma	Şirket Sayısı	t	P
Yabancıların hissedar olduğu şirketler	26.96	14.33	31	1.848	0.066
Yabancıların hissedar olmadığı şirketler	33.62	19.45	272		
En Büyük Hissedarın Payı					
Yabancıların hissedar olduğu şirketler	39.27	19.32	31	1.119	0.264
Yabancıların hissedar olmadığı şirketler	43.55	20.30	272		
En Büyük Üç Hissedarın Payı					
Yabancıların hissedar olduğu şirketler	58.91	17.84	31	0.276	0.783
Yabancıların hissedar olmadığı şirketler	59.93	19.71	272		

Kaynak:<http://www.imkb.gov.tr/sirket.htm>’deki şirketlerin hisse oranları verilerinden elde edilerek düzenlenmiştir.Bkz. Ek:7.

– **Yöneticilerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı**

Yöneticilerin sahip olduğu firmalarda halka açıklık oranı %24.93’tür. İMKB’de işlem gören firmalar içinde yabancıların sahip olduğu firmalardaki halka açıklık oranı en düşük seviyededir. Çünkü işlem gören 303 şirketin ortalama halka açıklık oranı %32.72 dir. Aynı şirketlerde, en büyük hissedarın payı %48.83 ve en büyük üç hissedarın payı %71.09 dur. Yöneticilerin sahip olmadığı şirketlerde ise bu oranlar, %34.48, %42.01 ve %57.65 dir.

Tablo 6: Yöneticilerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerde Hisse Yapısı

Halka Açıklık Oranı	Ortalama	Standart Sapma	Şirket Sayısı	t	p
Yöneticilerin hissedar olduğu şirketler	24.93	14.63	49	3.257	0.001
Yöneticilerin hissedar olmadığı şirketler	34.48	19.47	254		
En Büyük Hissedarın Payı					
Yöneticilerin hissedar olduğu şirketler	48.83	18.12	49	2.174	0.030
Yöneticilerin hissedar olmadığı şirketler	42.01	20.44	254		
En Büyük Üç Hissedarın Payı					
Yöneticilerin hissedar olduğu şirketler	71.09	15.54	49	4.558	0.000
Yöneticilerin hissedar olmadığı şirketler	57.65	19.46	254		

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/sirket.htm>'deki şirketlerin hisse oranları verilerinden elde edilerek düzenlenmiştir. Bkz. Ek:7.

Holdinglerin, devletin, yabancıların ve yöneticilerin sahip olduğu ve olmadığı şirketlerdeki halka açıklık oranları, en büyük hissedarın payı ve en büyük üç hissedarın payları incelendiği zaman halka açıklık oranının en yüksek (%31.04) holdinglerin sahip olduğu şirketler olduğu görülmektedir. Halka açıklık oranının en düşük olduğu şirketler ise, (%24.93) yöneticilerin sahip olduğu şirketlerdir. Devletin sahip olduğu şirketlerde en büyük hissedarın payı (%51.93) en yüksek oranda, yabancıların sahip olduğu şirketlerde ise (%39.27) en düşük orandadır. En büyük üç hissedarın payları açısından; en yüksek oranda olan (%71.09) yöneticilerin sahip olduğu şirketler, en düşük oranda olan ise (%58.91) yabancıların sahip olduğu şirketlerdir.

2.2.2. ABD'deki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

ABD ekonomisinin hizmet ağırlıklı özelliği menkul kıymetler sektöründe de görülmektedir. Sektörde faaliyet gösteren binlerce şirket, sağladıkları hizmet portföyünü arttırmak ve çeşitlendirmek yolu ile piyasa paylarını yükseltmeyi amaçlamaktadırlar. Bölgesel kuruluşlar (sermaye piyasası kurumları), uzun yıllar aynı bölgede olmanın insanlara sağladığı güvence ile belirli bir müşteri potansiyeline sahip olduklarından, rekabete girmemektedirler. Fakat ülke çapında faaliyet gösteren ve çoğunluğu New York merkezli olan aracı kurumlarda hizmetlerin çeşidi, sağlanmasındaki kolaylık ve ucuzluk, piyasadaki yerlerini korumaları açısından önemlidir.¹⁷⁸ ABD'deki borsaya kayıtlı olan şirketlerde gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarındaki şirketlere göre hisse yoğunlaşması daha düşük seviyelerdedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki borsaya kayıtlı

¹⁷⁸ Serdar ÇITAK, Amerika Birleşik Devletleri Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar, SPK Yayınları, Yayın No:121, Temmuz, 1998, s.1.

şirketlerdeki hisse yoğunlaşması, kontrol gücüne sahip olan hissedarlara (hisse çokluğuna sahip hissedarlara) ABD’ deki emsallerinden daha yüksek oranda güç ve imtiyazlar sağlamaktadır.¹⁷⁹

Tablo 7: ABD’ deki İşletmelerin Hisse Yapısı (1990-1991)

Hisse yapısı	ABD
Finansal sektör	39.8
Emekli sandıkları	24.8
Sigorta şirketleri	5.2
Bankalar	0.3
Yatırım şirketleri ve diğerleri	9.5
Finansal olmayan sektör	60.2
Aileler	53.5
Hükümet	-
Yabancılar	6.7
Toplam	100

Kaynak: Helen Short, Kevin Keasey, “Managerial Ownership And The Performance Of Firms:Evidence From The Uk”, Journal Of Corporate Finance, May, 1999, s.83

Tablo 7’ye göre, ABD’de finans sektörünün sahip olduğu hisse oranı % 39.8 dir. Finans sektörü dışındaki kişi ve kurumların sahip olduğu hisse oranı %60.2’dir. Şirketlerin yaklaşık %20’ sinden fazlasına emekli sandıkları sahiptir. Sigorta şirketleri ise borsaya kayıtlı şirketlerin %5.2’sine sahiptirler.

Finans sektörü dışında kalan aileler, hükümet ve yabancıların sahip olduğu hisse oranlarına bakıldığında zaman, hükümet hiçbir şirkette hisseye sahip değilken aileler kayıtlı şirketlerin %53.5’ine sahiptirler. Yabancıların sahip olduğu hisse miktarı ise % 6.7’dir.

Emekli sandıkları, kayıtlı şirketlerin hisselerinin büyük bir kısmına sahiptirler. Bu kurumların şirketlerdeki hisselerini artırma sebeplerinin en önemlisi ise, şirket yönetiminde daha aktif olmayı istemeleridir. ABD’de sigorta şirketlerinin yatırım yapabilecekleri sermaye miktarı sınırlanmıştır. Sigorta şirketleri, varlıklarının maksimum %2’sini tek bir şirkette yatırım olarak kullanabilmekte ve ayrıca bütün şirketlere yapabilecekleri yatırım

¹⁷⁹ Kee H. CHUNG, Jeong-Kuk KİM, a.g.m., s.36.

oranı ise toplam varlıklarının maksimum %20'sini geçmemektedir. Bu durum ABD'deki sigorta şirketlerinin hisse sahiplik oranını düşürmektedir.¹⁸⁰

ABD'de habersiz olarak başka bir şirketi ele geçirme ve hisse çokluğu sağlayarak yönetimine hakim olma yollarını önleyen katı kurallar bulunmaktadır. Bir şirketin hisselerinin %5 veya daha fazlasının edinilmesi halinde, %5 oranındaki edinimden sonraki on gün içerisinde bildirimin yapılması ve %5'lik artıştan sonra her %1'lik değişimlerin derhal bildirilmesi gerekmektedir. Ayrıca, kasıtlı olarak bir şirketin hisselerinin düşük fiyatla başka bir şirkete veya kişilere satımının önlenmesi için %30 barajı getirilmiştir ve eğer hissedarlardan % 30 barajını aşan olursa, bu hissedarın önceki on iki ayda teklif edilen en yüksek fiyattan teklif yapması gerekmektedir.¹⁸¹

Şirket yönetimi açısından bakıldığında zaman, Amerika'da, yönetim kurulu başkanı aynı zamanda genel müdür olarak çalışmakta ve şirketi yönetmektedir. Genel müdürler genellikle dışarıdan atanan kişilerden oluşmaktadır. Amerika'da yönetimin dışarıdan atanan kişiler tarafından yapılması durumunda, şirketin dış hissedarlar tarafından kontrolü ele geçirmelerinin önlenmesi amacıyla yasal ve ana özleşmede kısıtlamalar getirilmektedir. Ayrıca iç kontrol mekanizmalarının çok iyi çalışması sonucu dış hissedarların bunu gerçekleştirme imkanları azalmaktadır.¹⁸²

Amerika'da hisse senedi sahipleri şirket yönetimine karşı aktif ve etkin bir faaliyet göstermektedirler. Bununla ilgili kuruluşlar, hissedarları hakları konusunda sürekli bilgilendirmekte ve oy kullanmaları için teşviklerde bulunmaktadır. Ayrıca, genel kurul gündeminde yer alan konularda ve farklı oylama neticelerinde durumların ne olacağı hakkında bilgiler verilmektedir.¹⁸³

ABD'de borsalarında da içeriden öğrenenler ticareti yoğun olarak yaşanmaktadır. Yapılan bir araştırmada içeriden öğrenenlerin bilgiye ulaşma yollarından birisinin de bankaların aracılık işlemlerini yürüten departmanlarının sahip oldukları bazı bilgileri belli bir komisyon karşılığında müşterilerine verdikleri görülmektedir. 1996 yılında Nasdaq

¹⁸⁰ Helen SHORT, Kevin KEASEY, "Managerial Ownership and The Performance of Firms:Evidence From The Uk", *Journal of Corporate Finance*, May, 1999, s.83.

¹⁸¹ A.g.m., s.85.

¹⁸² A.g.m., s.s.85-86.

¹⁸³ Meral VARİŞ, Ali KÜÇÜKOLAK, Oral ERDOĞAN, Levent ÖZER, a.g.m., s.99.

fiyatlarının tespitine yönelik bir raporda bankaların aracılık masalarının düzenli olarak bilgileri müşterileri ile paylaştıkları belirlenmiştir.¹⁸⁴

2.2.3. Avrupa'daki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Avrupa ülkelerinde hisse senedi sahipliğindeki farklılıklar, bu ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeylerinde belirleyici rol üstlenmektedir. Fransa ve İtalya'da, kote edilmiş şirketlerin hisse senedi sahipliğinde bireysel yatırımcılar birinci sırada yer almaktadır ve İtalya'da Kamunun borsa şirketlerinde hisse payı % 27'dir.¹⁸⁵

İtalya'da borsaya kote olmuş ve olmamış şirketlerde yüksek düzeyde hisse yoğunlaşması vardır. Doğrudan olarak hisselerin çoğunluğuna sahip olanlar, aileler, koalisyonlar, devlet ve hisselerin çoğunluğunu elinde tutan finansal olmayan şirketler ve holdinglerdir. İtalya'da hisselerin yaklaşık olarak yarısından fazlasına sahip olan sanayi şirketleri piramitsel gruplara aittir. En büyük hissedarın ortalama olarak mülkiyet oranı %51.7'dir. Yönetim ile kontrolün birbirinden ayrılması sınırlıdır ve kontrol hala büyük hissedarların elindedir. Halka açıklık düzeyleri incelendiği zaman, devletin kontrol ettiği firmalarda bu oran düşüktür (%1.6) bankalar dışında kalan şirketlerde oran daha yüksektir (%4.5).¹⁸⁶ Kanada, İsveç'te şirketlerde, önemli oranda hisse yoğunlaşması vardır. Bu ülkelerdeki sermaye piyasalarında işlem gören şirketlerde kontrol pozisyonunda olmak için gereken hisse oranı nadiren %20'nin altına inmektedir.¹⁸⁷ Kanada'da en büyük hissedarın mülkiyet payı oran olarak ortalama %44 seviyelerindeyken İsveç'te bu oran %42'dir.¹⁸⁸

Avrupa Birliği ülkelerinde, bankaların sanayi şirketlerindeki paylarının %60'ı geçmemesi ve banka kaynaklarının en fazla %25'lik kısmının bir tek müşteriye kullandırılabilmesi sınırlaması getirilmiştir. Ayrıca bankalar varlıklarının %15'lik bir kısmını finansal olmayan şirketlere yatırım yapmak için kullanabilirler. Kurumsal yatırımcılar çeşitli konularda şirket yönetimi üzerinde bir baskı kurabilmeleri nedeniyle bireysel yatırımcıların aksine daha aktif bir ortaklık sergilerler ve yönetimin hatalarına

¹⁸⁴ Carol VINZANT, "The New Improved Game of Insider Trading", *Fortune*, 06/07/1999, Volume:139, Issue:1, s.116.

¹⁸⁵ Meral VARİŞ, Ali KÜÇÜKOLAK, Oral ERDOĞAN, Levent ÖZER, a.g.m., s.94.

¹⁸⁶ Marcello BIANCHI, Magda BIANCO, Luca ENRIQUES, "Pramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy", s.1. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=293882

¹⁸⁷ Kee. H. CHUNG, Jeong-Kuk KİM, a.g.m., s.42

¹⁸⁸ Kee. H. CHUNG, Jeong-Kuk KİM, a.g.m., s.42.

karşı etkin girişimlerde bulunabilirler. Avrupa Birliği ülkelerinde emeklilik fon varlıklarının %80'ninden fazlası İrlanda, Hollanda, ve İngiltere'de kurulu fonlara ait bulunmaktadır. Bu ülkelerde emeklilik fonlarının portföy yatırımlarının dağılımında herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. Almanya, Belçika ve Danimarka'da yabancı menkul kıymetlere yapılacak yatırımlar sınırlandırılmıştır. Almanya'da emeklilik fonları, portföylerinin en fazla %30'unu hisse senedi yatırımlarına yöneltebilirler. Uygulamada bu oran %18'ler seviyesindedir.¹⁸⁹

Avrupa Birliği ülkelerinde sınırlı sorumlu şirket (anonim şirket) statüleri karşılaştırılabilir nitelik taşımaktadır. Sınırlı sorumlu şirketler, ortaklarından bağımsız şekilde kendine özgü yasal kimliği olan ve borçlardan dolayı sermayedeki payla sorumlu olan şirket türleridir. Halka açık sınırlı sorumlu şirket türlerinde hisse sahipliği, şirket yönetiminden bağımsız bir şekilde herhangi bir kısıtlamaya tabi olmaksızın transfer edilebilmektedir. Halka açık sınırlı sorumlu şirketlerin sahip olmaları zorunlu asgari sermaye miktarları, yönetim kurulunun oluşumu ve üyelerinin seçimi, genel kurulunun sorumlulukları farklılıklar içermektedir. Avrupa ülkelerinin çoğu tek kurullu yönetim yapılanmasına sahiptir. Bu sistemde yönetim kurulu bir yandan yönetimin temsilcilerini (executive directors) diğer yandan hisse senedi sahiplerinin temsilcilerini (non-executive directors) biraraya getirmekte ve sorumlulukları bu temsilciler arasında paylaşmaktadır. İki kurullu yapıda ise, şirket yönetim kurulu, yönetimden bağımsız şirket dışından seçilmiş üyelerden oluşan denetim kurulunun denetimine tabidir. Danimarka, Almanya ve Hollanda bu sistemi kullanırken, Fransa, Portekiz ve İspanya'da her iki sistemden biri kullanılmaktadır.

Bundan farklı olarak, Danimarka, Almanya ve Hollanda'da işçi temsilcileri de denetim kurullarında yer almaktadır. İsveç'te ise işçi temsilcilerinin kurulda bulunmaları zorunludur. Örneğin, Almanya'da 2000'nin üzerinde işçi çalıştıran şirketlerin denetim kurullarının yarısından fazlasında işçi temsilcileri bulunmaktadır. Yönetim kurulu ile iki kurullu sistemlerde denetim kurulu genel kurul tarafından atanır veya onaylanır. Hollanda'da ise denetim kurulu, üyelerini kendisi seçer. Tek kurullu yönetim yapısında, yönetim kurulu şirketin yönetim başarısından sorumludur ve yönetim performansı sürekli ve yakından etkili şekilde izlenir. Yönetim kurulu üyeleri arasında, tecrübeli ve

¹⁸⁹ Meral VARİŞ, Ali KÜÇÜKOLAK, Oral ERDOĞAN, Levent ÖZER, a.g.m., s.98.

yönetimden bağımsız şirket dışından üyeler yer almaktadır. Dışarıdan üyelerin (outsider directors), yönetim kurulunda yeterli sayıda ve yönetim üzerinde etkili bir gözetim yapacak şekilde bağımsız olması sağlanmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin, şirket genel kuruluna karşı sorumlu olması ve üyelik süreleri ile yeniden atanma işlemleri genel kurulun onayına tabi olmaktadır. İki kurullu yönetim yapısında ise, tek kurullu yönetim yapısındaki prensipler yönetim kurulu ve denetim kurulu arasında paylaşılmaktadır. Her iki organın görev ve yetkileri ile çalışanların denetim kurulunda temsili, şirket ana sözleşmesi ile belirlenmektedir.¹⁹⁰

İngiltere dışında Avrupa Birliği ülkelerinde hissedar genellikle pasif bir tutum izlemekte ve genel kurulda asaleten veya vekaleten oy kullanmadıkları ve genel kurullara katılımlarının düşük düzeyde olduğu gözlenmektedir. Bu ilgisizliğin sebepleri arasında şirket yönetimi karşısında güçsüz ve etkisiz oldukları ve oylarının belirleyici rol oynamayacağını düşünmeleri, vergisel nedenlerle hisse sahipliğinin mümkün olduğunca gizlenmeye çalışılması, şirkette uzun vadeli bir yatırım düşünülmemesi yer almaktadır.¹⁹¹

Avrupa Birliği ülkelerinde borsada işlem gören şirketlerin hisselerini ele geçirerek ve şirket yönetiminde söz sahibi olmak veya şirketi ele geçirerek habersiz oluşacak devir mekanizmalarını önlemek için belirli kurallar konmuştur. Örneğin; Fransa'da yerleşik olan ve hisseleri resmen kote edilen veya ikincil piyasada işlem gören bir kurumun sermayesi yada oy hakkının %5, %10, %33.3, %50 veya %66.6 oranında bir hisse payına sahip olan kişi ya da yasal kurum, ilgili şirkette sahip olduğu hisse sayısı konusunda beş işlem günü içerisinde borsa kuruluna, 15gün içinde ise şirkete bilgi sunmak durumundadır. Bu hüküm oy hakkının aynı oranlarda düşmesi durumunda da uygulanmaktadır.¹⁹²

2.2.3.1. İngiltere'deki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

İngiltere'de borsalara kote şirketlerin hisse senedi sahiplerinin ortalama olarak %59'unu kurumsal yatırımcılar oluşturmaktadır. Kurumsal yatırımcılar; emeklilik fonları, sigorta şirketleri, bankalar, yatırım fonları ve ortaklıklardan oluşmaktadır. İngiltere'de kurumsal yatırımcılardan sonra ikinci olarak büyük hisse senedine sahip olan grup

¹⁹⁰ A.g.m., s.s.93-97.

¹⁹¹ A.g.m., s.99.

¹⁹² Meral Varış TEZCANLI, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İMKB Yayınları, İstanbul, Aralık, 1996, s.88.

%19'luk bir pay ile hane halkı olarak bilinen bireysel yatırımcılardır. Sanayinin payı ise %4'tür.¹⁹³ İngiltere'de, finans sektörü içerisinde emekli sandıkları ve sigorta şirketleri kayıtlı şirketlerin hisselerinin büyük bir kısmında hisselerine sahiptirler. Şirketlerin yaklaşık %30.4'üne emekli sandıkları sahiptir. Sigorta şirketleri ise borsaya kayıtlı şirketlerin %18.4'üne sahiptir. Yabancıların sahip olduğu hisse oranı %12.3'tür.¹⁹⁴

Emekli sandıkları ve sigorta şirketlerinin borsaya kayıtlı şirketlerdeki hisselerini arttırma sebeplerinin en önemlisi ise, şirket yönetiminde daha aktif olmayı istemeleridir. Çünkü, İngiltere'deki sigorta şirketleri, yönetimde aktif rol alabilmek için şirketlerde hisse yoğunlaşmasına gitmekte ve gayri resmi olarak diğer sigorta şirketleri ile anlaşarak şirket yönetiminde etkin hale gelmektedirler.¹⁹⁵

İngiltere'de habersiz olarak başka bir şirketi ele geçirme ve hisse çokluğu sağlayarak yönetime hakim olma yollarını önleyen katı kurallar bulunmaktadır. İngiltere'de eğer bir şirketin hisselerinin %5 veya daha fazlasının edinilmesi halinde, bu hissenin alımından itibaren beş gün içerisinde bildirilmesi gerekmektedir. Amerika'da ise, %5 oranındaki edinimden sonraki on gün içerisinde bildirimin yapılması ve %5'lik artıştan sonra her %1'lik değişimlerin derhal bildirilmesi gerekmektedir. Ayrıca, kasıtlı olarak bir şirketin hisselerinin düşük fiyatla başka bir şirkete veya kişilere satımının önlenmesi için %30 barajı getirilmiştir ve eğer hissedarlardan %30 barajını aşan olursa, bu hissedarın önceki on iki ayda teklif edilen en yüksek fiyattan teklif yapması gerekmektedir.¹⁹⁶

Şirket yönetimi açısından bakıldığında zaman, İngiltere'de şirket yönetimi içerden atanan müdürler (yönetimde yer alan müdürler) veya dışardan atanan müdürler (yönetimde olmayan müdürler) tarafından yapılır. İngiltere'de yönetim içeriden atanan müdürler tarafından yapılmaktaydı fakat son zamanlarda İngiltere'de de Amerika'daki gibi şirket yönetimine dışardan atanan müdürler getirilmiştir. 1982 yılında İngiltere'de borsaya kayıtlı şirketlerin %67'si içerden atanan müdürler tarafından kontrol edilirken %33'ü dışardan atanan müdürler tarafından idare edilmekteydi. Fakat 1993 yılında bu oran sırasıyla, %57 ve %43 olmuştur. İngiltere'de hukuki olarak şirket yönetim kurulları en az üç tane idarede

¹⁹³ Meral VARİŞ, Ali KÜÇÜKOLAK, Oral ERDOĞAN, Levent ÖZER, a.g.m., s.94.

¹⁹⁴ Helen SHORT, Kevin KEASEY, a.g.m., s.83.

¹⁹⁵ A.g.m., s.83.

¹⁹⁶ A.g.m., s.85.

olmayan müdür bulundurmak zorundadır ve bunlardan ikisinin de yönetimle finansal veya başka bağlarının olmaması gereklidir. Bu yüzden İngiltere'deki şirketlerde genel müdür ile yönetim kurulu başkanları ayrı kişilerden oluşur. İngiltere'de ise, dış hissedarlar ve özellikle emekli sandığı gibi kurumlar şirketlerin yönetimlerinde dışarıdan etkiye bulunabilmektedirler. Eğer hisse oranı bakımından bu gücü elde edemezlerse gayri resmi antlaşmalarla diğer dış hissedarların oy haklarını kullanarak yönetime müdahale edebilirler.¹⁹⁷

2.2.3.2. Almanya'daki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Almanya'da borsada işlem gören ve işlem görmeyen şirketlerin mülkiyet yapıları şirket yönetimi için belirleyicidir. Bu şirketlerde, hisseler az sayıdaki hissedarların elinde yoğunlaşmıştır. Temsil maliyetleri, kontrol ve yönetimin birbirinden ayrılmasını sınırlandıran bir etmendir. Piramitsel yapı ve aynı sektörün değişik kollarındaki şirketlerin aynı kişilere ait olduğu (cross-ownership) mülkiyet şekli vardır fakat yaygın değildir.¹⁹⁸

Almanya'da sanayi % 42 oranı ile borsa kotundaki şirketlerde en büyük pay sahibi grubu oluşturmaktadır. Kurumsal yatırımcılar %15 'lik bir paya sahiptir. Bireysel yatırımcının payı ise % 17'dir.¹⁹⁹

Almanya'da, finansal kurumların borsaya kayıtlı şirketlerdeki 1984 ile 1993 yılları arasındaki sahip oldukları hisse oranları incelendiği zaman yıllar itibariyle artış olduğu görülmektedir. Ama aynı dönemde, finansal kurumlar dışında kalan bireysel yatırımcılar, yabancı yatırımcılar ve devletin kayıtlı şirketlerdeki payı 1984 yılından sonra azalma göstermiştir. Bankaların sahiplik oranı %7.6'dan %14'e çıkarken, yabancı yatırımcının payı %21.4'ten %12'ye, devletin payı ise, %10.2'den %4.0'a gerilemiştir.²⁰⁰

¹⁹⁷ A.g.m., s.s.85-86.

¹⁹⁸ F. Jens KÖKE, "New Evidence on Ownership Structures in Germany", June, 1999, s.1. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=198929

¹⁹⁹ Meral Varış TEZCANLI, Ali KÜÇÜKOLAK, Oral ERDOĞAN, Levent ÖZER, a.g.m., s.94.

²⁰⁰ Xiaonian XU, Yan WANG, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance: The Case of Chinese Stock Companies", May, 1997, s.42-43. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=45303

Tablo 8: Almanya'daki İşletmelerinin Hisse Yapısı (1984-1993), (Borsaya Kayıtlı Şirketlerdeki Hisse Oranları)

Hissedar Tipleri	1984	1988	1990	1993
Finansal kurumlar	13.4	14.3	22.0	29.0
- Bankalar	7.6	8.1	10.0	14.0
- Sigorta şirketleri	3.1	2.7	-	7.0
- Emekli fonları	2.7	3.5	12.0	-
- Yatırım Fonları	-	-	-	8
Bireysel yatırımcı	18.8	19.7	17.0	17.0
Yabancı yatırımcı	21.4	20.0	14.0	12.0
Devlet	10.02	7.0	5.0	4.0

Kaynak: Xiaonian XU, Yan WANG, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance: The Case of Chinese Stock Companies", May, 1997, s.50. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=45303, (10-06-2002)

2.2.3.3. Belçika'daki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Belçika'da borsaya kayıtlı şirketlerde mülkiyet yoğunluğu oldukça yüksek düzeydedir. Ana yatırım kademelerinde olan şirketlerin çoğunluğunu holding şirketler, aileler ve daha düşük çapta da sanayi şirketleri oluşturmaktadır. Bu şirketlerde kontrol ise piramitsel ve kompleks bir yapıda gerçekleşmektedir. Piramitsel mülkiyet zincirlerinin bir parçası olan holding şirketlerin tamamının amacı, iştirak ettikleri şirketlerde kontrolü ele geçirmektir. Böylece holding şirketler, şirketler arası transferleri kolaylaştırarak vergi indirimlerinden yararlanma ve iç fon kaynakları sağlayarak işlem bedellerini azaltmak imkanı bulabilmektedirler. Yönetimle ilgili kararları direkt olarak yatırımcılar değil, hisselerin büyük bir çoğunluğunu elinde bulunduran ve nihai hissedarlar adını verdiğimiz bir grup verir.²⁰¹

Nihai hissedar ise, birbirine bağlı şirketler ve bunların idare edildiği holding şirketler bulunduğu zaman söz konusu olmaktadır. Büyük hissedarlardan A şahsı bir holding şirketinin hisselerinin % 51'ine sahipse ve bu holding şirketi de bir X anonim şirketinin hisselerinin % 51'ine sahipse ve aynı şekilde bu X anonim şirketi de Y anonim şirketinin hisselerinin % 51'ine sahip olursa nihai hissedar A şahsı olmaktadır. Görünüşte, Y anonim şirketinin hisselerinin % 51'ine sahip olan X anonim şirketi gibi görünse de X anonim

²⁰¹ Luc RENNEBOOG, "Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange", *Journal Of Banking & Finance*, 2000, s.1966.

şirketinin hisselerinin % 51'ine sahip olan holding şirketinin hissedarı olan A şahsı, Y anonim şirketinin hisselerinin % 51'ine sahip olduğu için Y anonim şirketinin hem büyük ve karar almada etkili hissedarı hem de nihai hissedarı olmaktadır.²⁰²

Belçika'da büyük hissedarların hisse yatırımlarının toplamı ortalama %65'den fazladır. En büyük direkt hissedar ortalama olarak borsaya kayıtlı şirketlerin % 43'ünü kontrol etmektedir. En önemli üç direkt yatırımcı sınıfları; holding şirketleri, sanayi ve ticaret şirketleri ile aileler ve bireysel yatırımcılardır. Her biri yukarıdaki sırayla oy haklarının % 33'üne, % 15'ine ve % 4'üne sahiptirler. Bununla birlikte bireysel ve aile yatırımcıları Belçika şirketlerinde hisselerine genelde direkt olarak değil ara şirketler vasıtasıyla ortalama olarak % 16'lık bir hisseyi kontrol ettikleri bir yatırım aracı olarak kullanılmaktadırlar. Belçika'da bir çok kurum (yatırım fonları, banka ve sigorta şirketleri) finans kurumlarına bağlıdır ve kanunlara göre çıkar çatışmalarından kaçınmak zorundadırlar. Fakat böyle engeller, holding şirketleri, sanayi ve ticaret şirketlerinin, şahsi yatırımcıların ve ailelerin denetimine mani değildir.²⁰³

Brüksel borsasında 165 tane holding şirket vardır. Piramitsel mülkiyet zincirlerinin bir parçası olan holding şirketleri, borç ve hisse kontrolü amacıyla kullanılmaktadır. Holdingler oy haklarının %33'üne, sanayi ve ticaret şirketleri %15'ine, aile ve bireysel yatırımcılar ise %4'üne sahiptir. Nihai hissedarlık durumları göz önüne alındığı zaman holdingler direkt veya dolaylı olarak oy haklarının %26.7'sini, sanayi ve ticaret şirketleri %11'ini, aile ve bireysel yatırımcılar direkt olarak değil fakat ara şirketler vasıtasıyla %16'lık bir bölümünü elde tutmaktadırlar. Bankalar da yüksek derecede hisse yoğunlaşması vardır. Ana yatırım kategorilerini, yatırım şirketleri (emekli sandıkları, yatırım fonları), holding şirketler, aileler ve küçük çapta da sanayi şirketleri oluşturur. Sigorta şirketlerinde kontrol piramitsel ve kompleks bir yapıda yönetilmektedir.²⁰⁴

²⁰² Luc RENNEBOOG, a.g.m., s.1966.

²⁰³ A.g.m., s.1966.

²⁰⁴ A.g.m., s.s.1972-1973.

2.2.4. Asya'daki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

- Asya ülkelerindeki işletmelerin hisse yoğunluğu; Kore'deki, Çin'deki ve Güney Doğu Asya Ülkelerindeki şirketlerin hisse yoğunlukları ile ilgili bilgiler verilerek açıklanmaya çalışılacaktır.

2.2.4.1. Kore'deki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Kore Menkul Kıymetler Borsasında şirketlerin tamamına yakın kısmında iki tür hisse senedi bulunur. Birincisi, “bir oy genel hisse senedi” adı verilen ve oylama hakkına sahip olunan hisse senedir. İkincisi ise, “%1 imtiyazlı hisse senedi” denilen ve oylama hakkının olmadığı hisse senedi türüdür. Bu iki çeşit hisse senedi bir çok yönden birbirine benzer, örneğin firma tasfiye edildiğinde, imtiyazlı hisse senedi sahipleri şirket varlıkları üzerinde oylama hissedarlarıyla aynı önceliğe sahiptir. Sermaye artırımları sırasında imtiyazlı hisse senedi sahipleri de kısmi mülkiyetlerine göre oylama hisseleri alma hakkına sahiptirler ve temettü ödemeleri yapılırken imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin de temettüden hisse başına pay alma hakkı vardır. Aralarındaki tek fark ise, imtiyazlı hisse senedi sahibinin oylama hakkı yoktur. Bu sebeple imtiyazlı hisse senedi sahipleri çıkarlarına ters düşen ortaklık kararlarına müdahale edemezler. Ayrıca, imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin kontrol pozisyonunda ki maliklerin ortaklık gelirlerini tüketmesine engel olmak için başvurabilecekleri bir mekanizma da yoktur.²⁰⁵

Mülkiyet yoğunluğuna sahip şirket sahipleri geniş bir yetkiye sahip oldukları için çeşitli özel menfaatlerden istifade edebilmektedirler. Elde bulundurdıkları imkanlar sayesinde yönetim kurulunun veya şirket dışından hissedarların direkt müdahalesi olmaksızın ortaklıkla ilgili bir çok önemli kararları kendi arzuları ve takdir yetkilerine bağlı olarak almaları Kore'de normal bir durum haline gelmiştir. Örneğin, Dong-Ah grubunun başkanı ve başlıca maliki olan Wan-Suk Choe, 1995 yılında Seul şehrine yönetim kurulunun onayı olmaksızın 45 milyar wonluk (57 milyon dolar değerinde) bağış yapmıştır. Kore ortaklıklarının başlıca malikleri şirket kaynaklarının nelerere dağıtılacağı hususunda önemli güç ve takdir yetkisine sahiptir. Kore ortaklıklarının kontrol pozisyonundaki hissedarları ortaklık kontrol muamelelerinde aynı durumda ki şirketlerle iş kurup böylelikle büyük mali kazançlar elde etmektedirler. 1995 yılında Miwon grubunun

²⁰⁵ Kee. H CHUNG, Jeong-Kuk KİM, a.g.m., s.37.

başkanı ve başlıca maliki olan Chang-Uck Im, Daihan yatırım ve finans hisselerini düşük piyasa fiyatıyla kendi şahsi hesabına geçirmiş ve daha sonra bu hisseleri kontrol pirimi olarak Sungwan inşaatı satarak sadece bu işlemten 70 milyar wonluk (88 milyon dolarlık) gelir elde etmiştir.²⁰⁶

Tablo 9: Kore'deki İşletmelerin Hisse Yapısı

	Ortalama	Standart Sapma	Oranlar					
			Min	%5	%25	%75	%95	Max
En büyük hissedarın payı	21.50	10.47	5.20	7.23	13.41	30.20	39.11	45.86
En büyük ikinci hissedarın payı	2.71	5.15	0.00	0.00	0.00	5.19	13.13	28.41
En küçük hissedarın payı	24.45	12.51	5.20	7.23	14.05	33.37	45.80	63.41

Kaynak: Kee. H CHUNG, Jeong-Kuk KİM, "Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market", *Journal of Corporate Finance*, 1999, s.43.

Kore menkul kıymetler borsasında işlem gören şirketlerdeki mülkiyet yapıları incelendiği zaman, hisselerin büyük bir bölümüne sahip olan en büyük hissedarın hisse payı oran olarak %21.50'dir. Bu oran; 1986 yılında %27.71 iken, 1990 yılında %23.32'ye gerilemiş ve 1993 yılında ise %21.50 olmuştur. Bir şirketin hisselerinin %95'ine sahip olan büyük hissedarların bütün şirketler içindeki oranı %39.11'dir. %25'ine sahip olanların oranı %13.41 ve %5'ine sahip olanların oranı ise %5.20'dir. Bu oranlar bize, en büyük hisseye sahip olan hissedarların şirketteki hisse yoğunluklarının %75 ile %95 aralığında yoğun olduğunu göstermektedir.

Tüm şirketlerin hisselerinin çoğunluğunu elinde bulunduran ikinci en büyük hissedarların oranı ortalama olarak %2.71'dir. Bu oran Kore'deki şirketlerin %21.50'sinde hisselerin sadece bir şahsın elinde olduğunu göstermektedir. Şirketlerin %5'ine sahip hissedarların tüm şirketler içerisindeki oranı ise, % 24.45 dir.

Kore şirketlerinde mülkiyet yoğunluğu yüksek olmasına rağmen, bu oranlar Kanada, İsveç ve İtalya'daki emsallerinden daha düşük seviyededir. Bu ülkelerde, (Kanada, İsveç ve İtalya) mülkiyet yoğunluğu yani en büyük hisseye sahip olan hissedarların ortalama mülkiyet oranları daha yüksektir. Çünkü Kore'de hükümet mülkiyetin tabana yayılmasını sağlamak amacıyla çalışmalar ve teşviklerde bulunmaktadır. Devlet sermaye piyasasına

²⁰⁶ A.g.m., s.s.36-37.

daha çok yatırımcı çekebilmek için ortaklık mülkiyetini, özellikle büyük hissedarların mülkiyetini azınlıklara doğru olacak şekilde yaygın hale getirmiştir. Ayrıca, yönetimin sağlamlaştırılması (azınlık hissedarlarının etkisiz kılınması) endişelerini gidermek için çalışmalar yapmaktadır. Bu amaçla, bir bireyin veya ailesinin birleşik mülkiyetinin oylama hisselerinin %51'i geçmemesi ve azınlık hissedarların birleşik olarak toplamalarının %40'dan az olmaması için kanunlar hazırlanmış ve yıllar itibariyle mülkiyet yoğunluk oranı yedi sene içerisinde, %27.71'den %21.50'ye gerilemiştir.²⁰⁷

Kore'de en büyük hissedar ve aile üyeleri en üst yönetici pozisyonlarına gelerek şirketin yönetimini üstlenen yönetim kurulu üyelerini işten çıkarma ve işe alma yetkisi konusunda geniş imkanlara sahip olabilmektedir. Bu durum, en büyük hissedarların ve bu hissedarların yöneticilerinin faaliyetlerini denetleyerek disipline edebilecek bir mekanizmanın bulunmamasına yol açmaktadır. Bunun sonucunda da en büyük hissedar azınlık hissedarlarının varlıklarını kolayca kendi menfaatleri için kullanabilmektedir.²⁰⁸

2.2.4.2. Çin'deki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Çin'de bulunan ve sermaye piyasasını oluşturan Şengay borsasında kayıtlı şirketlerin sermayesi beş sınıf hisse senediyle temsil edilmektedir. Bunlar;

- Kamu hisseleri
- Tüzel kişi hisseleri
- Satılabilir A- hisseleri
- İşçi hisseleri
- Sadece yabancı yatırımcılara satılabilen hisselerdir.

Çin tarihinde ilk defa görülen destekli çift rakamlı büyümeyi getiren yaklaşık yirmi yıllık ekonomik bir reformdan sonra, KİT'lerin yeniden yapılandırılması, sonraki on yılda Çin ekonomisinin başarısının anahtarı olmuştur. Rusya'da ve Doğu Avrupa'da yaygın bir şekilde benimsenen radikal mülkiyet özelleştirme yaklaşımının aksine Çin'in KİT reformu piyasa yaklaşımı ile başlamıştır. Bu piyasa yönlü yaklaşıma göre eğer rakip firmalar ürün

²⁰⁷ A.g.m., s.s.42-44.

²⁰⁸ A.g.m., s.42.

ve üretim faktörleri için oluşturulduysa, KİT'ler mülkiyet yapısında radikal değişikliklere gitmeden kayıp getiren gider merkezlerinden, karlı getiriye yöneltilmiş yatırım merkezlerine dönüştürülmeye çalışılmıştır. Bu yaklaşım tüm Çin ekonomisinin büyümesine önemli bir şekilde yardım etmiş olsa da zararda çalışan KİT oranının artış göstermesiyle kar getirmeyen küçük ve orta ölçekli KİT'ler özelleştirilirken veya başka kuruluşlara katılırken, büyük KİT'ler sınırlı sorumlulukları olan ortaklık şirketlerine (limited şirketlere) dönüştürülmekte ve seçilenlerin çok az bir kısmı Çin'in iki borsasında kote edilmektedir. Bu değişiklik sonucunda, devletin günlük kontrolünden dönüştürülen KİT'ler korunacak, mülkiyet hakları açıklanabilecek, yeni sermaye oluşturmalarına yardım edilecek ve yönetimin kendi aldığı kararları uygulayabilme imkanı oluşacak ve performansta meydana gelen artış sonucunda devlet de hisseleri sayesinde kar elde edebilecektir.²⁰⁹

Ancak KİT'lerin performansı sadece ortaklık şirketleri kurmakla iyileştirilememiştir. İlk olarak devlet kontrol hissedarı olarak devam ettiği sürece mülkiyet ve kontrolün birbirinden ayrılması sonucunda ciddi acentalık problemleri oluşmuştur. Aslında yönetim şirketleştirmeye gidildikten sonra daha fazla özerk davranabilmekte ve kamu hisselerini daha etkili bir şekilde kontrol edebilmektedir ama devlet ve temsilcileri yönetimi denetleme ve disipline etmede yetersiz kaynak ve ekspertize sahip olduğundan, devlet ve yönetim arasında menfaat çatışması oluşmaktadır. İkinci olarak, devlet ve temsilcilerinin gerçek amacının hisse değerini artırmak olduğu her zaman geçerli değildir. Çünkü devlet sosyal dengeyi muhafaza etmek amacıyla, KİT ve dönüştürülen KİT'lerin daha az kar getirmesine olanak sağlayacak aşırı istihdam yoluna gidebilmektedirler. Üçüncü olarak, dağılmış durumda olan hissedarların serbest-yönetme isteğinden dolayı yönetimin kararlarını yakından denetleme konusunda yeterli şekilde motive edilmedikleri için performans düşüklüğü görülebilmektedir.²¹⁰

Çin'deki Shanghai borsasına kayıtlı bulunan şirketlerin mülkiyet yapısına bakıldığı zaman, hissedarlık sisteminin daha gelişmiş ekonomilerin menkul kıymetler borsalarında bulunmayan bir takım farklı özelliklere sahip olduğu görülmektedir. Yerli yatırımcılar için düzenlenmiş bulunan A hisseleri ile yabancı yatırımcılar için düzenlenmiş bulunan B ve N

²⁰⁹ Daqing QI, Woody WU, Hua ZHANG, "Shareholding Structure, a.g.m., s.588.

²¹⁰ A.g.m., s.588.

hisseleri olmak üzere üç çeşit hisse senedi tipi mevcuttur. A tipi hisse senetleri daha sonra kendi içerisinde dört gruba ayrılır. Bunlar sırasıyla; kamu hisseleri, tüzel kişi hisseleri, satılabilir A hisseleri ve işçi hisseleri olmak üzere . Kamu hisseleri, devletin yani merkezi yönetim ve yerel yönetimlerin sahip olduğu hisselerdir.²¹¹

Tüzel kişi hisseleri ise, sermayesi hisseler bölünmüş diğer şirketler, yarı özel kuruluşlar ve banka olmayan finans kurumları gibi yerli ve tüzel işletme ve kurumlarının sahip olduğu hisselerdir. Kamu hisseleri ve tüzel kişi hisse senetlerinin her ikisi de borsada satılamazlar ancak tüzel kişi hisse senetleri diğer tüzel kişi kuruluşlarına satılabilirler. Sadece Çin vatandaşlarının ve kurumlarının satın alabileceği tek hisse senedi tipi satılabilir A hisse senetleridir. Bu yüzden Çin'deki Şengay borsasında Çin vatandaşları ve kurumları tarafından alınıp satılabilen tek hisse senedi tipi satılabilir A tipi hisse senetleri olmaktadır.²¹²

B, H ve N tipi hisse senetleri, yabancı yatırımcıların sahip olduğu satabilecekleri hisse senetleridir. Böylece A tipi hisse senetleri ile B, H ve N tipi hisse senetlerinin alınıp satıldığı piyasa birbirlerinden ayrılmıştır. Shanghai borsasında bu senetlerin nominal değerleri ABD doları üzerinden yapılmaktadır. Şenzen borsasında ise Honk Kong doları üzerinden yapılmaktadır. N ve H hisse senetleri sırasıyla Honk Kong borsasında ve New York borsasında kayıtlı olup bu borsalarda alınıp satılabilmektedir. Bunun dışında N ve H tipi hisse senetleri tabiat bakımından B tipi hisse senetleri ile benzerdirler.²¹³

İşçi hisse senetleri tipi Çin hissedarlık sistemine ait yegane bir özelliktir ve ABD'deki işçi hisse senedi mülkiyeti planından farklıdır. Çin'de Mukavele Mesuliyet Sistemi (Under the Contract Responsibility System) bulunmaktadır. Bu sistem, firmalara faaliyetlerini idare etmede daha çok özerklik verirken karlarının bir kısmını personel ücretlerinin iyileştirilmesi için veya gelecekte yapılacak olan yatırımlar için kullanılmak üzere saklanmasına izin veren bir sistemdir. Bu sisteme göre ilk halka arz öncesi işletmeden elde edilen birikmiş gelirlerin hepsine şirketin çalışanları sahiptir. Bu hisse senetleri kayıt zamanında satılamazlar fakat kayıttan belli bir süre sonra Çin Menkul

²¹¹ A.g.m., s.s.592-593

²¹² A.g.m., s.s.592-593

²¹³ A.g.m., s.s.592-593

Kıymetler Düzenleme Komitesinin (Chinese Security Regulatory Commission) izni ile satılabilir A tipi hisse senetlerine dönüştürülebilirler.²¹⁴

Çin’de borsaya kayıtlı şirketlerin hisse yapıları incelendiği zaman, bu şirketlerin hisselerine devlet, tüzel kişiler ve yabancıların sahip olduğu görülmektedir. Tabloda 1996 yılında Shanghai Borsasına kayıtlı olan 298 şirketin mülkiyet yapılarının sınıflandırılması yapılmıştır. Devlet borsaya kote olan firmaların ortalama olarak %29.3’üne sahiptir. Devletin şirketlerdeki hisse oranlarına bakıldığı zaman, şirketlerin %28.6’sında hisselerin %50’sine sahiptir. Şirketlerin %83.3’ünde ise hisselerin %99’una sahiptir.

Tüzel kişiler, ortalama olarak şirketlerin %32.6’sına sahiptirler ve %61.6 oranında hisselerin %75’ine, %88.3 oranında ise hisselerin %99’una sahiptirler. Fakat bu kişiler sahip oldukları hisseleri satma hakkına sahip değildirler. Yabancılar ise, ortalama olarak şirketlerin % 6.6’sına sahiptirler. Yabancıların hisse oranının düşük olması, Çin’de şirketlerin hisselerinin yabancılar satılması mümkün değilken yabancılar satılabilen tipte olan hisseleri yabancılar alabilmekte ve bunun neticesinde yabancıların şirketlerdeki hisse oranları düşük düzeyde kalmaktadır. Yabancılar Çin’deki şirketlerin %57.1’inde, hisselerinin %99’una sahiplerdir. Devlet ve tüzel kişiler Çin şirketlerinin ortalama olarak %30’una sahiptirler ve hisse yoğunluk oranları %50 ile %99 arasında değişmektedir. Ama oran olarak hisselerin %99’una sahiptirler. Yabancılar ise, şirketlerin ortalama olarak % 6.6’sına sahiptirler.

Tablo 10: Çin’deki İşletmelerin Hisse Yapısı (289 Firma ve 1996 Yılı)

	Ortalama	Standart Sapma	Hisselerin Yüzdeleri				
			%1	%25	%50	%75	%99
Devlet	29.3	27.0	0	0	28.6	53.1	83.8
Tüzel Kişi	32.6	28.2	0	5.9	26.2	61.6	88.3
A-Tipi Hissedar	28.2	16.8	0	19.1	25.7	35.0	100
Yabancı	6.6	14.4	0	0	0	0	57.1
Diğer	3.3	6.2	0	0	0	3.6	27.6

Kaynak: Daqing QI, Woody WU, Hua ZHANG, “Shareholding Structure and Coorporate Performance Of Partially Privatized Firms: Evidence From Listed Chinese Companies”, **Pasific-Basin Finance Journal**, 8 February, 2000, s.593.

²¹⁴ A.g.m., s.s.592-593

2.2.4.3. Güney Doğu Asya Ülkelerindeki İşletmelerin Hisse Yoğunluğu

Güney Doğu Asya ülkeleri, gelişmekte olan ve sermaye piyasaları da yeni oluşan ülkelerdir. Şirketlerin mülkiyet yapıları incelendiği zaman, büyük bir hisseyi kontrolünde bulunduran aileler ve şirketlerin hisse yoğunluk oranları ortalama olarak oldukça yüksek seviyelerdedir. Bu ülkelerin başında Endonezya, Hong Kong, Malezya ve Tayvan gelmektedir. Örneğin, Filipinler’de tüm firmalarda ve diğer ölçekli firmalarda ailelerin payı ortalama olarak %40’dır. Sonuç olarak gerek büyük firmalar olsun, gerek küçük firmalar olsun hisselerin çoğunluk bir kısmı ailelere aittir. Aileler dışında Japonya hariç ikinci en büyük hissedar grubu şirketlerdir. Japonya’da ailelerden sonra ikinci büyük hissedar, finansal sektördür.²¹⁵

Tablo 11’e göre, Japonya ve Tayvan’daki şirketlerin hisseleri tabana yayılmıştır. Japonya’da halka açıklık oranı tüm şirketlerde en yüksek düzeydedir. 1996 yılı itibariyle Japonya’da tüm şirketlerin halka açıklık oranı %79.8’dir. Bu oran Tayvan’da aynı yıl itibariyle %26.2’dir. halka açıklık oranının en düşük olduğu ülke ise Endonezya’dır. Endonezya’da tüm şirketlerin halka açıklık oranı %5.1’dir.

Singapur küçük ve açık bir ekonomiye sahip olduğu için, azınlık ile yönetimde olmayan dış hisse grubu hamillerinin disiplin rolü etkin değildir.²¹⁶ Singapur’da tüm şirketler içinde halka açıklık oranı %5.4’tür. Bu oran en büyük 20 firmada %20 iken en küçük 50 firmada %2’dir. Singapur’da devletin hissesi tüm şirketler için %55.4’tür. şirketlerin yarısında devlet hissedardır. Finansal kesimin payı ise sadece %4.1’dir.

Endonezya’da halka açıklık oranı tüm firmalar için %5.1’dir. firmaların büyüklüğü azaldıkça halka açıklık oranı da azalmaktadır. Endonezya’da devletin şirketlerdeki payı çok düşüktür. Tüm şirketlerin sadece %8.2’sinde devlet hissedardır. Finansal kesimin payı da %2’dir. Endonezya’da şirketlerin %71.5’ine aileler sahiptir.

Malezya’da şirketlerin halka açıklık oranı %10.3’dür. Bu ülkede, devletin şirketlerde önemli bir hissedarlığı bulunmazken aileler tüm şirketlerin %67.2’sinde hissedardır.

²¹⁵ Stijn CLAESSENS, Simeon DJANKOV, Larry H.P.LANG, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, December, 2000, s.s.105-107.

²¹⁶ Sheng-Syan CHEN, Kim Wai HO, “Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value the Singapore Evidence”, *International Review of Financial Analysis*, September, 2000, s.s.316-317.

Finansal kesimin tüm şirketlerdeki payı ise sadece %2.3'dür. En küçük firmalarda diğer Güneydoğu Asya Ülkelerinde olduğu gibi şirketlerin büyük bir kısmında aileler hissedardır. Devletin, finansal kesimin ve şirketlerin hissedarlıkları ise çok düşük düzeydedir.

Tablo 11: Güney Doğu Asya Ülkelerinde İşletmelerin Hisse Yapıları (1996), (A:Tüm şirketler, B: En büyük 20 firma, C: Normal büyüklükte 50 firma, D: En küçük 50 firma.)

Ülkeler	Kategori	Halka açık	Aileler	Devlet	Finansal kesim	Şirketler
Hong Kong	A	7.0	66.7	1.4	5.2	19.8
	B	5.0	72.5	7.5	10.0	5.0
	C	6.0	66.0	2.0	4.0	22.0
	D	14.0	57.0	3.0	1.0	25.0
Endonezya	A	5.1	71.5	8.2	2.0	13.2
	B	15.0	60.0	20.0	0.0	5.0
	C	6.0	62.7	3.3	3.0	25.0
	D	0.0	93.0	0.0	1.0	6.0
Japonya	A	79.8	9.7	0.8	6.5	3.2
	B	90.0	5.0	5.0	0.0	0.0
	C	96.0	2.0	0.0	0.0	2.0
	D	0.0	57.0	0.0	30.0	13.0
Malezya	A	10.3	67.2	13.4	2.3	6.7
	B	30.0	35.0	30.0	0.0	5.0
	C	12.0	69.0	10.0	4.0	5.0
	D	0.0	84.0	5.0	2.0	9.0
Filipinler	A	19.2	44.6	2.1	7.5	26.7
	B	40.0	40.0	7.5	7.5	5.0
	C	16.0	42.0	0.0	9.0	33.0
	D	16.0	45.0	2.0	6.0	31.0
Singapur	A	5.4	55.4	23.5	4.1	11.5
	B	20.0	32.5	42.5	0.0	5.0
	C	10.0	46.0	35.0	4.0	5.0
	D	2.0	67.0	4.0	5.0	22.0
Tayvan	A	26.2	48.2	2.8	5.3	17.4
	B	45.0	15.0	15.0	5.0	20.0
	C	36.0	38.0	0.0	6.0	20.0
	D	6.0	80.0	0.0	4.0	10.0
Tayland	A	6.6	61.6	8.0	8.6	15.3
	B	10.0	57.5	20.0	7.5	5.0
	C	6.0	47.0	10.0	15.7	21.3
	D	0.0	76.7	2.7	5.0	15.7

Kaynak: Stijn CLAESSENS, Simeon DJANKOV, Larry H.P.LANG, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", Journal of Financial Economics, December, 2000, s.106.

Devletin şirketlerdeki hisse yoğunlukları incelendiği zaman Singapur'da diğer Asya ülkelerinden farklı olarak devletin şirketlerdeki hisse oranı %23.5 olduğu görülmektedir.

Malezya'da ise bu oran %13.4'dür. Singapur ve Malezya dışında kalan ülkelerde devletin hisse oranı ortalama olarak %0.8 ile %8.2 aralığında değişmektedir. Devletin tüm şirketler içinde en az hisselerine sahip olduğu ülke ise Japonya'dır. Finansal kesimin şirketlerde sahip olduğu hisse oranı çok düşük düzeydedir. Malezya'da bu oran %2.3 seviyelerinde, Tayland'da ise %8.6 seviyelerindedir.

2.2.5. Türkiye İle ABD, Avrupa ve Asya Ülkelerindeki İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Karşılaştırması

ABD'de devletin işletmelerde hissesi bulunmamaktadır (Tablo 7). Türkiye'de ise, devlet şirketlerin büyük bir kısmında hisseye sahiptir. Özellikle büyük şirketlerin (Tüpraş, Petrol O fisi v.b.) ortalama olarak %90'nına sahiptir. İMKB'de işlem gören 303 şirketin 33'ünde devlet hissedardır (Tablo 4).

ABD'de şirketlerin %6.7'sinde yabancılar hissedarken (Tablo 7) Türkiye'de ise yabancılar İMKB'de işlem gören şirketlerin yaklaşık %10'unda hissedardır (Tablo 5).

Türkiye'de finansal şirketler (bankalar, sigorta şirketleri ve diğer finansal şirketler) kayıtlı 62 şirketin hisselerinin %28.29'unu ellerinde tutmaktadırlar. Aileler 128 şirketin hisselerinin %27.19'una sahipken, işçi birlikleri ve kooperatifler ise 6 şirketin yaklaşık olarak %34.76'sına sahip bulunmaktadır (Tablo 1). ABD'de; şirketlerin %53.5'inde aileler, %39.8'inde finansal sektör hissedardır (Tablo 7).

Almanya'da; şirketlerin %58'inde finansal kurumlar, %12'sinde yabancılar ve %4'ünde devlet hissedardır (Tablo 8).

İngiltere'de şirketlerin %59'unda finansal kurumlar, %19'unda aileler, %12.3'ünde ise yabancılar hissedardır.²¹⁷

Çin'de şirketlerin %29.3'ünde devlet, %6.6'sında yabancılar hissedardır (Tablo 10). Japonya'da aileler şirketlerin %9.7'sinde, devlet %0.8'inde, finansal kesim %6.5'inde hissedardır. Hong Kong'da ise; şirketlerin %66.7'sinde aileler, %1.4'ünde devlet, %5.2'sinde finansal kesim hissedardır (Tablo 11).

²¹⁷ Helen SHORT, Kevin KEASEY, a.g.m, s.83.

Türkiye’de anonim şirketlerin ani kuruluşu için gerekli olan en az beş kurucu ortak bulunması şartı bulunmaktadır. Bu tip anonim şirketlerin kurulabilmesi için gerekli kurucu sayısı, İtalya’da iki, İsviçre’de üç, Almanya’da beş, Belçika, Fransa, İngiltere ve Lüksembourg’da yedidir. Hollanda hukukunda ise bu konuda hiçbir sınırlama bulunmamaktadır ²¹⁸

Anonim şirketler çoğunluk ilkesine göre yönetilmektedir. Çoğunluğun baskısından kurtulmak ve menfaatlerini diğer ortaklara karşı korumak için azınlık haklarından yararlanılabilmektedir. Azınlık TTK’ya göre şirket esas sermayesinin onda birine sahip olanlardır. Türk Ticaret Kanunu şirket esas sermayesinin onda birini oluşturan paylara sahip ortaklara (azınlığa); 341., 348., 356., 366., 367. ve 377. Maddelerinde yönetim kurulu üyeleri ve denetçiler aleyhine dava açılmasını talep hakkı, bilanço müzakerelerinin ertelenmesi talep hakkı, özel denetçi atanması talebi hakkı, denetçilere şikayet hakkı, genel kurulu toplantıya çağırma veya gündeme madde eklenmesini isteme hakkı tanınmıştır. ²¹⁹

Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi şirketlerde yani halka açık anonim şirketlerde şirket esas sermayesinin yirmide birine sahip olanlar azınlık olarak kabul edilmektedir. Fakat azınlık hakları modern batılı devletlerde olduğu gibi küçük yatırımcıyı tam anlamıyla koruyamamaktadır.

Azınlığın yönetimi ele geçirme gibi faaliyetlerin önlenmesi ABD ve Avrupa Birliği Ülkelerinde bulunan koruma önlemleri ülkemizde de uygulanmaktadır. Türkiye’de bir gerçek kişi ve tüzel kişinin veya bunlarla birlikte hareket eden diğer gerçek ve tüzel kişilerin, ortaklıktaki toplam oy haklarının veya sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip olması veya ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermaye payının %10’nun altına düşmesi durumu ile hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortakların ortaklık hisse senedi alış veya satışlarının toplamının sermayenin %1’ine ulaşması durumunda; bunun ortaya çıkması veya öğrenilmesi tarihinden itibaren en seri

²¹⁸ Gültekin RODOPLU, *Para ve Sermaye Piyasaları*, Tuğra Ofset, Isparta, 2002, s.240.

²¹⁹ B. Burçin YURTOĞLU, “Ownership Structure of Turkish Listed firms”, ISE Finance Award Series, Nisan 2000, s.s.59-60.

haberleşme vasıtasıyla ve ayrıca belirlenen forma uygun olarak en geç durumun ortaya çıktığı günü izleyen işgünü saat 9'a kadar bildirilmesi gerekir.²²⁰

TTK'ya göre, yönetim kurulu en az üç kişiden oluşmakta ve yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olmaları gerekmektedir. Eğer pay sahibi olmayan biri yönetim kurulu üyesi seçilmişse pay sahibi olduktan sonra görevine başlayabilmektedir. Yönetim kurulu üyesi ABD ve İngiltere'de olduğu gibi hem yönetim kurulu başkanı hem de genel müdür olabilmektedir. Fakat İngiltere'de Yönetim kurullarında en az üç tane idarede olmayan müdür bulunması zorunludur ve bunlardan ikisinin de şirketle yönetsel, finansal veya başka bağlarının olmaması gereklidir.

Türkiye'de Denetleme kurulu üyesi pay sahibi olan veya olmayanlardan oluşabilmektedir. Fakat yönetim kurulu üyesi veya şirket çalışanı Denetleme kurulu üyesi olamamaktadır. Denetleme kurulu tek kişiden oluşuyorsa o kişinin Türk vatandaşı olması, birden fazla kişiden oluşuyorsa yarısından bir fazlasının Türk vatandaşı olması gereklidir. Almanya, Danimarka ve Hollanda'da ise denetim kurullarında işçi temsilcileri bulunmaktadır. İsveç'te ise bu zorunludur.

2.3. HİSSE YOĞUNLUĞUNUN İŞLETME PERFORMANSINA ETKİLERİ

Şirketler sermaye ihtiyaçları için sermaye piyasalarından fon talep edecekleri zaman, performansları öne çıkan unsur olacaktır. Çünkü yatırımcılar karar verirken, işletmenin geçmiş ve gelecekteki kazanç kabiliyetine, işletmenin büyüme isteğine, kar payı dağıtma gücüne ve şirketin piyasadaki imajına göre karar verecektir.²²¹ Şirket performansı bir takım unsurlara bağlı olarak olumlu veya olumsuz yönde etkilenebilir. Bir şirketin başarılı olmasında yöneticinin başarılı yönetmesinin yanısıra şirket sahiplerinin veya hisselerin büyük bir çoğunluğuna sahip olan hissedarların başarıları da şirketin performansını etkilemektedir. Bu kısımda şirket performansına etki eden hususlar açıklanmaya çalışılmıştır.

²²⁰ Meral VARİŞ, Ali KÜÇÜKOLAK, Oral ERDOĞAN, Levent ÖZER, a.g.m., s.49.

²²¹ Carl W. SCHNEIDER, Joseph M. MARKO, Robert S. KANT, *Going Public*, Bowne Publishing Division, New York, 1995, s.9.

2.3.1. Hisse Yoğunluğunun İşletme Performansına Etkisi

Hisse sahipleri, elde edilecek gelirlerin de sahibi olarak yöneticileri izlerler. Her hisse sahibinin, elindeki hisse kadar yönetimde oy hakkı vardır. Şirket hesaplarını inceleyen veya denetçilere izlettiren hisse sahipleri eğer firmanın performansını beğenmezlerse yönetimi uyarabilir yada değiştirebilirler. Eğer şirketin hisseleri tek bir kişinin elinde toplanmışsa yönetici ile firma sahibi arasında karşılıklı olarak isteklerin sağlandığı bir sözleşme yapılmaktadır. Firma sahibi hisselerin tamamını elinde tuttuğu için yönetici bu sözleşmeye uymak zorunda kalmaktadır. Eğer hisseler çok kişi arasında dağılmış ise, yöneticiyi denetlemenin etkisi daha az olacaktır. Bunun sebebi ise, denetleme sonucu elde edilecek kar artışından denetleyen hissedarın denetleme sonucunda hissesi kadar kar alacak olmasıdır. Hissedar elde edeceği kar ile denetlemenin maliyeti arasındaki ilişkiyi dikkate alarak davranışta bulunacaktır.²²²

2.3.1.1. Çoğunluk Hisselerin Bir Hissedara Ait Olmasının İşletme Performansına Etkisi

Avrupa Kıtası'ndaki borsaya kayıtlı ve kayıtlı olmayan şirketlerde, ABD ve İngiltere'ye göre hisse yoğunlaşması eğilimi daha güçlü düzeylerde. Bunların en iyi bilinenleri hisselerin az sayıdaki holdingler tarafından kontrol edildiği ve önemli şirketlerin borsada işlem gördüğü, İtalya, Belçika ve İsveç'tir. İspanya ve Portekiz'de de aynı yoğunluk eğilimi gözlenmektedir.²²³

Shleifer ve Vishny mülkiyet yoğunlaşmasının yani hisselerin büyük bir kısmının birkaç kişide toplanmasının firma performansını artırdığını, çünkü firma performansının iyileşmesinde veya bir devirden elde edilecek kazançların önemli bir oranına sahip olabilecek bir konumda bulunan büyük hisse grubu hamillerinin, yönetim kararlarını denetlemede daha aktif ve istekli olmalarına bağlamaktadırlar.²²⁴

²²² Murat ÇOKGEZEN, a.g.t., s.44.

²²³ Cynthia Van HULLE, "On the Nature of European Holdings Groups", Elsevier Science Inc, 1998, s.255.

²²⁴ Michael GIBSON, Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?, s.s.16-17. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=205808_\(10-02-2002\)](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=205808_(10-02-2002))

Holderness ve Sheean adi hisse senetlerinin % 50'sinden fazlasına sahip bir çoğunluk hissedarı tarafından kontrol edilen firmaların muhasebe karlarında, küçük ve çok hisselerle bölünmüş firmaların muhasebe karlarına oranla yüksek olduğunu belirtmiştir. Şirket hisselerinin çoğunluğuna sahip olan bir hissedar şirketi denetlemede daha istekli olacaktır ve denetlemek için elinde azınlık hissedarlarında olmayan imkanlar bulunacaktır. Bu imkanların başında, şirket yönetimini seçebilmesi ve görevden alabilme yetkisine sahip olması gelmektedir.²²⁵

Büyük bir hissedarın varlığı, genel müdür ikamesiyle firma performansı arasındaki ilişkiye olumlu veya olumsuz etki edebilir. büyük hissedarın, küçük bir hissedara göre çok daha fazla denetleme güdüsü ve denetim tesiri vardır. Ayrıca, büyük bir hissedarın, genel müdür ikamesi kararı dahil firmanın kararlarını etkileme konusunda ise daha çok gücü ve yetkisi olacaktır. Eğer büyük bir hissedarın varlığı denetimi iyileştiriyorsa, büyük hissedarları olan firmalarda firma performansı ile genel müdür ikamesi arasındaki ilişki daha güçlü olacaktır. Fakat büyük hissedarın, hissedar değerinin artırılmasının yanı sıra başka menfaatleri olabilir ve bu yüzden yöneticilerin işlerine bilerek kendi menfaatlerini de korumak amacıyla karışmayabilirler. Çünkü büyük hissedarın firmayla başka türlü fayda sağlayan ilişkileri varsa (sağlayıcı, müşteri veya yönetici olarak) bu başka ilişkiler aracılığıyla firmadan kar elde edebilirler. Ayrıca, yöneticiler azınlık hissedarlardan şirket varlıklarının büyük hissedarlara transferini kolaylaştırabilirler. Bunun bir örneği Kore'de görülmüştür. Bir şirketin büyük hissedarı şirket varlıklarını düşük piyasa fiyatıyla satın alıp daha sonra bunları daha yüksek fiyata tekrar satarak şahsi kar elde etmiştir.²²⁶

Çoğunluk kontrolü ve çoğunluk özsermaye mülkiyeti, şirket ortağına önemli menfaatler sağladığı için cazip bir faaliyet şeklidir. Çünkü karar alma işlemi ile ilgili zorlukları önemli ölçüde azaltır ve neticede çevresel değişikliklere kurumsal tepkilerin esneklik ve hızını artırır. Daha eşit olarak paylaşılmış mülkiyet (ortak kontrol) ortaklıklarının önemli bir unsuru olan uzlaşım sağlanması zaman alan ve çoğu kez bütçeye yük getiren bir iştir. İki tarafında karşı koyması sonucu ortakların çıkmaza girmesi durumunda, ortaklık varmayı tasarladığı hedefler doğrultusunda ilerleme kabiliyetini yitirir. Eğer her iki ilgili hissedar paylaşılmış ortak kontrol pozisyonunda iken eşit şekilde

²²⁵ A.g.m., s.s.16-17.

²²⁶ A.g.m., s.s.16-17.

öz veride bulunursa ortak kontrol girişimin başarısında ve istikrarında önemli bir etkiye sahiptir.²²⁷

Amerika'nın tüketim ürünleri üretiminde büyük firma olan Procter&Gamble, Hindistan pazarında isim yapmış ve önemli bir görünümü olan Hindistan şirketi Godrej sabunları ile bir ortak girişim kurmuş ve hisseler eşit paylaşılmıştır. Oluşturulan ortak paylaşım sonucunda gerçekleştirilen ortak girişim dört yıl sonra boşanmayla sonuçlanmıştır. Ortak girişim şirketlerinde yapılan çalışmalar, sermayenin eşit paylaşımını savunan görüşün aksine eşit olmayan ve çoğunluk kontrolü sağlayan mülkiyet seviyelerine sahip şirketlerin performanslarının daha yüksek olduğunu göstermiştir.²²⁸

Türkiye'de İMKB'de işlem gören şirketler üzerinde yapılan çalışmada şirketlerdeki en büyük hissedarın payının çoğalmasi sonucunda şirketlerin toplam varlıklarının ve öz sermaye verimliliğinin azaldığı, piyasa değeri ise arttığı bulunmuştur.²²⁹

2.3.1.2. Hisselerin Kamuya Ait Olmasının İşletme Performansına Etkisi

Özel firmaların tek bir amacı vardır ve karlarını maksimum düzeye çıkarmak için çalışırlar. Kamu kurumlarının ise birden çok hedefleri vardır. Bu kurumlar kar elde etmekten ziyade bölgesel kalkınma ve gelişmeye yardımcı olarak yeni iş imkanları oluşturma gibi sosyal amaçlara eğilimlidirler. Hatta bazı kamu kuruluşları, ürettikleri malların kamu malı niteliğinde olması ve devletin belirli malların tüketimini yüksek görmek istemesi nedeniyle satışlarını maliyetlerinin altında yaparlar. Ayrıca KİT'ler politikacılar tarafından sürekli kendi nüfuz alanlarında içerisinde görüldüğü için yanlış politik uygulamalar bu kurumları verimsiz kılmaktadır.²³⁰ Gelişmiş olan ülkelerde yapılan araştırmalar sonucunda, kamuya ait olan ve devlet kontrolünde olan şirketlerde performansın düşük olduğu ve işçilerin sahip olduğu şirketlerde ki performansında dışarıdan kişilerin sahip olduğu şirketlere nazaran daha düşük olduğu belirlenmiştir. Boordman ve Vining, ABD'li olmayan en büyük 500 sanayi firmaları arasında olan özel

²²⁷ Kannan RAMASWAMY, Lenn GOMES, Rajaram VELİYATH, "The Performance Correlates of Ownership Control: a Study of US: and European MNE Joint Ventures in India", *International Business Review*, 7, 1998, s.s. 424-426.

²²⁸ A.g.m., s.s. 424-426.

²²⁹ Zeynep ÖNDER, "İMKB'deki Türk Şirketlerinde Mülkiyet Yapısı ve Şirketin Performansına Etkileri", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, Cilt:2, Sayı:2, Haziran, 2000, s.62.

²³⁰ Murat ÇOKGEZEN, a.g.t., s.s.49-51.

şirketlerin, KİT'lerin, karma kuruluşların performansını karşılaştırmış ve karma kurumların ve KİT'lerin diğer kurumlardan daha kötü bir performansa sahip olduğunu bulmuştur.²³¹

Ukrayna'da özelleştirme sonrası 150 şirket üzerinde yapılan çalışmada, özelleştirilen şirketlerin performanslarının hala kamuya ait olan şirketlerin performanslarından düşük olduğu belirlenmiştir. İşçilerin sahip olduğu şirket performanslarının da dış mülkiyetin (devlet ve şirket çalışanları dışındaki üçüncü kişilerin sahip olduğu şirket mülkiyeti) sahip olduğu şirketlere nazaran daha yüksek olduğu görülmüştür. Bu çelişkinin sebebi, Ukrayna'da özelleştirme sırasında işçilere öncelik verilmesi sebebiyle verimli ve karlı olan şirketlerin işçiler tarafından satın alınması ve bu şirketlere göre daha verimsiz olan ve karlı olmayan şirketlerin ise, üçüncü kişiler tarafından satın alınması sonucu performanslarının düşük çıkmasıdır.²³²

1991 ve 1996 yılları arasında Shanghai Borsasında kayıtlı bulunan tüm firmalar dan oluşan bir model kullanılarak, ROE'nin (Net gelirin, hissedarların bir yıl zarfındaki ortalama sermayesine bölümü sonucunda elde edilen performans ölçütü oranıdır.) mülkiyet oranları ile olan ilişkisi ölçülmüştür. Yapılan çalışmalarda, Kamu hisseleri oranıyla ROE'nin düştüğü, fakat tüzel kişi hisseleri ile arttığı sonucu bulunmuştur. Tüzel kişi hisselerine ve kamu hisselerinin her ikisine de aynı anda sahip olmayan firmaların performansları incelendiği zaman, tüzel kişi hisselerine sahip olup da kamu hisselerine sahip olmayan şirketlerde, ROE ile ölçülen performans kamu hisseleri olan fakat tüzel kişi hisseleri olmayan şirketlerden %3.84 daha yüksek çıkmıştır. Satılabilir hisselerin ve yabancılara ait hisselerin bulunduğu şirketlerde performans ölçümleri daha yüksek bulunmuştur.²³³

1988 ve 1996 dönemleri arasında, Türkiye'deki bankaların mülkiyet yapıları ile net karın özsermayeye oranlanmasıyla bulunan (ROE) orana göre performans ölçümleri sonucunda analiz edilen tüm bankalar için ROE ortalaması %51.9 iken, kamu bankaları için %22.60, özel bankalar için %53.36, yabancı bankalar için %61.97'dir. Yani yabancı bankalar diğer bankalara göre daha yüksek performansa sahiptir ve kamu bankaları ise, en

²³¹ Daqing QI, Woody WU, Hua ZHANG, a.g.m., s.333.

²³² Saul ESTRIN, Adam ROSEVAR, "Enterprise Performance and Ownership: The Case of Ukrania", *European Economic Review*, 1999, s.s.1134-1135.

²³³ Daqing QI, Woody WU, Hua ZHANG, a.g.m., s.609.

düşük performans ortalamasına sahiptir. Net karın toplam aktiflere oranı ile bulunan aktif karlılığı (ROA) oranına göre yapılan performans ölçümlerinde de, yabancı bankalar diğer bankalardan daha yüksek performansa sahip çıkmış ve kamu bankaları ise yine en düşük performansa sahip bankalar olarak çıkmıştır.²³⁴

1989 ve 1998 yılları arasında faaliyet gösteren bankaların performans ölçümlerinin yapıldığı bir başka çalışmada ise, kamunun sahip olduğu bankalar ile özel ve yabancıların sahip olduğu bankalar üzerinde yapılan performans ölçümlerinde, yabancı ve özel bankaların kamuya ait olan bankalardan daha yüksek performansa sahip oldukları görülmüştür.²³⁵

Şeker fabrikalarının etkinliği üzerinde yapılan başka bir çalışmada ise, özel mülkiyete sahip firmaların her koşulda kamu firmalarından daha etkin çalışmasının mümkün olmadığı belirtilmiştir. Ayrıca kamu firmalarının gerekli siyasi irade oluşması ve etkinliği artıracak teşviklerin sağlanması halinde etkinliğin artacağı belirlenmiştir.²³⁶

2.3.1.3. Hisselerinin Bir Aileye Ait Olmasının İşletme Performansına Etkisi

Şirket hisselerinin tümünün veya bir kısmının bir aileye ait olması durumunda bu şirketler için aile şirketi kavramı kullanılmaktadır. “Aile şirketi; ailenin geçimini sağlamak ve/veya mirasın dağılmasını önlemek amacıyla kurulan, ailenin geçimini sağlayan kişi tarafından yönetilen, yönetim kademelerinin önemli bir bölümü aile üyelerince doldurulan, kararların alınmasında büyük ölçüde aile üyelerinin etkili olduğu ve aileden en az iki jenerasyonun kurumda istihdam edildiği şirkettir.”²³⁷ Şeklinde tanımlanmaktadır.

Yönetim hakimiyeti açısından, bir şirketin aile şirketi sayılabilmesi için, şirketin yönetim kurulunda en az 2 veya daha fazla aile bireyinin yer alması ve bu bireylerin, şirketin en az %10 hissesine sahip olması gerekmektedir.²³⁸

²³⁴ Mustafa EMİR, “Türk Bankacılık Sektörünün Mülkiyet Yapısı ve Performansı: Ampirik Bir Çalışma”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:14, Sayı:157, Nisan, 1999, s.s.26-27.

²³⁵ Muhammet MERCAN, Reha YOLALAN, “Türk Bankacılık Sisteminde Ölçek ve Mülkiyet Yapıları İle Performans İlişkisi”, *İMKB Dergisi*, Yıl:4, Sayı:15, Temmuz-Ağustos-Eylül, 2000, s.23.

²³⁶ Murat ÇOKGEZEN, a.g.t., s.70.

²³⁷ Ebru KARPUZOĞLU, *Büyüyen ve Gelişen Aile Şirketlerinde...*, a.g.e., s.19.

²³⁸ Ünal BOZKURT, “Aile Şirketleri Daha mı Başarılı?”, *Milliyet Gazetesi*, 18 Şubat 1997, s.11.

1997 yılı itibariyle Kuzey Amerika'da (ABD, Kanada, Meksika) halka açık şirketlerinin % 60'ı, bütün işletmelerin % 92'si; ABD' de faaliyet gösteren şirketlerin % 95'i; Şili'de % 90'ı; İtalya'da % 99'u; İspanya'da % 71'i; ve 1996 yılı itibariyle Türkiye'de küçük ve orta ölçekli işletmelerin % 94.1'i aile şirkettir.²³⁹

Aile şirketlerinde, işletme politikası çoğunlukla aile çıkarları ile uyumludur ve aile varlığının ve aile bütünlüğünün korunması amacıyla kurulan aile şirketleri; aile değer ve inançlarından etkilenir. Aile bağları yönetimden sorumlu olan kişilerin belirlenmesinde önemli bir rol oynar ve şu andaki veya daha önceki yöneticilerin çocukları çoğunlukla işletmenin yönetiminde yer alırlar. İdari personel genellikle aileden ve akrabalarından temin edilir ve güvenilirlik kavramı, uzmanlık kavramından önce gelir. Personel seçme ve yerleştirmede genellikle aile üyelerine öncelik tanınır. Bu şirketlerde, firma sahibi ile tepe yönetici çoğunlukla aynı kişidir. Firma sahibi; genel müdür ya da yönetim kurulu başkanı olarak mutlaka tepe yönetiminde yer alır.²⁴⁰

Bir şirketin aile şirketi olup olmaması şirketin performansını belirleyen bir etmendir. Aile şirketleri teknik ve idari konularda yeni yöntemlerin uygulanmasında ve yeni yatırım yapılması kararlarında daha kolay ve daha hızlı sonuca ulaşırlar, şirketin hedeflerini daha gerçekçi olarak belirlerler, şirket içinde bireylerin birbirlerini tanıması sonucunda ekip sinerjisinden maksimum ölçüde yararlanırlar ve şirket çalışanlarının şirket ortağı olması onların daha fazla çalışmalarını, daha fazla özveri göstermelerini sağlar ve böylece şirketin performansı da olumlu yönde artar. Fakat, aileden olmayan yetenekli profesyonel kişilerin aile şirketlerinde yükselme olanaklarının sınırlı olması bu kişilerin başka şirketlere gitmelerinde etkili olur. Bu durum yetenekli kişilerin kaçmasına ve aileden olmayan profesyonel personelin verimsiz çalışmasına yol açar. Eğer tepe yönetimi etkisiz ise ve aile içinde çıkar çatışmaları söz konusu ise aile çıkarları ile işletme çıkarları çatışacak, şirketin kötü yönetilmesi sonucunu doğuracaktır. Aile içinde yeterli eğitimi almış kişilerin bulunmaması durumunda tepe yönetimindeki kişilerin başarısızlığı kaçınılmaz olarak işletmenin gelişimini engelleyecek ve performans düşecektir.²⁴¹

²³⁹ Ebru KARPUZOĞLU, a.g.e., s.17.

²⁴⁰ A.g.e., s.s.20-21.

²⁴¹ A.g.e, s.s. 22-28.

Halka açık yada sermaye dağılımını gerçekleştirmiş olan anonim ve limited şirketler halka açılmamış olan aile şirketlerine nazaran daha uzun ömürlü olmakta ve krizlerden daha az etkilenecek piyasadaki dalgalanmalara ve olumsuzluklara daha kolay çözüm bulabilmektedirler. Halka açık olmayan aile şirketleri ise zamanla veya işletme sahibinin ölmesiyle piyasadan çekilmek durumunda kalmaktadırlar.²⁴²

Oldukça yaygın olan aile şirketleri, 1940'lı yıllarda kurulmaya başlanmasına rağmen günümüze kadar çok azı ayakta kalabilmiştir. Türkiye'de en eski kurulan aile şirketi 1870 yılında kurulmuş ancak daha dördüncü jenerasyona ulaşabilmiştir. Türk aile şirketlerinin varlıklarını koruma ve sürdürme problemleri bulunmaktadır. Türk şirketlerine göre daha yaşlı olan Amerikan şirketlerinin ömürleri daha uzun olmaktadır. Bu olumsuzluğun sebebi ise, finansal sıkıntılar, yüksek faiz oranları, piyasadaki sürekli değişim, ehliyetsiz yöneticiler ve aile içi kıskançlıklar gibi unsurlar olmaktadır.²⁴³

2.3.2. Şirket Yönetiminin İşletme Performansına Etkisi

Bir firmanın başarısı onu yönetenlerle doğrudan ilişkilidir. Yönetici birey olarak; örgütlerde tek veya daha fazla kişinin iş performansından sorumludur. Bütün yöneticilerin mesleğinin içerdiği tek bir evrensel olgu; örgütlerde insan ve materyal kaynaklarını yüksek performansta kullanarak örgütün amaçlarına ulaşmasına yardımcı olmaktır.²⁴⁴ Hissedarlar ve şirket ortakları yönetimin çalışması ile yakından ilgilenirler. Şirketlerde yönetim kurulu genellikle dışardan atanmış kişilerin yer aldığı ve şirketin belirlenmiş programlarını uygulamakla görevlendirilen kişilerden oluşur.²⁴⁵ Şirket yönetiminin başarısında, yöneticinin davranışının yanında şirket dışından dış yöneticilerin bulunması yönetimin başarılı olmasında ve şirketin performansında belirleyici unsur olmaktadır.

²⁴² Gültekin RODOPLU, "Aile Şirketinin Ömrü Kısa", Milliyet Gazetesi, 12 nisan 1998, <http://www.milliyet.com.tr/1998/04/12/index.html>

²⁴³ Ebru KARPUZOĞLU, a.g.e., s.s.62-64.

²⁴⁴ Gültekin RODOPLU, Ali AKDEMİR, İşletme Bilimine Giriş, Isparta, 1998, s. 148.

²⁴⁵ Alka ARORA, Pervaiz ALAM, Michael A. PEARSON, "Enhancing the Quality of CEO Compensation Disclosure", The Mid-Atlantic Journal of Business, Volume: 36, No:1, March, 2000, s.8.

2.3.2.1. Şirket Yöneticilerinin Davranışlarının İşletme performansına Etkisi

Ortaklara beklediği karlılığı sağlayan şirket yönetimi, hisse senedi fiyatını olumlu etkiler. Yönetimin yaptığı hatalar ise şirket karlarında ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarında düşüşlere neden olmakta ve şirketin performansına olumsuz etki etmektedir.²⁴⁶

Anonim şirketlerde, şirketin yönetimi genel kurul tarafından belirlenen, yönetim kurulunun atadığı genel müdür tarafından gerçekleştirilir. Gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerde, şirketin performansı düştüğünde genel müdürler işlerini kaybetmektedirler ve bunun en büyük delili kazanç esaslı performans ölçütleri olmaktadır.²⁴⁷

Şirketin hisse yapısı ve şirket denetiminin kalitesi de genel müdür ikamesi için belirleyici bir öneme haizdir. Çünkü hisse yoğunluğuna sahip şirketlerde ve denetim mekanizmasının yetersiz olduğu şirketlerde genel müdür ikamesinin şirket performansı ile yakından ilişkili olmadığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde düşük performanslı firmaların genel müdürlerinin işlerini kaybetme olasılıkları iyi performanslı firmaların genel müdürlerine nispeten daha fazladır. Çünkü şirket yönetimi ile performans ilişkilendirildiği zaman kazançlara dayanan performans ölçütlerinde ki azalmalar karşısında şirket genel müdürü sorumlu tutulmakta ve değiştirilmektedir. Gelişmekte olan sekiz ülke (Brezilya, Şili, Hindistan, Kore, Malezya, Meksika, Tayvan ve Tayland) üzerinde yapılan çalışmalar sonucunda kazançlara bağlı performans ölçütlerindeki düşmelere bağlı olarak genel müdürlerin işlerinden oldukları belirlenmiştir.²⁴⁸

Almanya'da 1994 yılında Alman firmalarında yapılan araştırmada, düşük hisse performansı sonucu yönetim kurulunun değişmesi arasındaki ilişkinin olmadığını fakat şirket müdürünün görevden alınması ile şirket hissesinin performansının düşmesi arasındaki ilişkinin varlığını belirlemiştir.²⁴⁹

Fakat şirket yönetiminde bulunan genel müdürlerin değiştirilmesi sadece şirket performansına bağlı değildir. Örneğin, bir Macar şirketi olan Foltex' de genel müdür,

²⁴⁶ Semih BÜKER, *Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri*, Eskişehir İ.T.İ.A Yayınları, No:156/98, Eskişehir, 1976, s.40.

²⁴⁷ Michael GIBSON, "Is Corporate Governance Ineffective...", a.g.m., s.s.1-2.

²⁴⁸ A.g.m., s.s.1-2.

²⁴⁹ Jo-Ann SUCHARD, Manohar SINGH, Robert BARR, "The Market of CEO Turnover in Australian Firms", *Pacific Basin Finance Journal*, September, 2001, s.1.

şirketin en büyük hissesine sahip olan kişiye uygun şartlarda tahviller vererek azınlık hissedarların yatırım paylarını azaltmıştır. Şili'deki bir şirket genel müdürü de şirketin planlı ilhakından dolayı 500 milyon dolarlık bir haksız kazanç elde etmiş ve istifaya zorlanmıştır.²⁵⁰

Yatırımcılar da hisse seçerken şirket yönetiminin etkili olup olmadığına dikkat etmekte ve yatırımlarını buna göre yönlendirmektedirler. Bir başka farklı noktada, şirketlerde büyük hisse yoğunluğuna sahip bir ortağın varlığı olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Büyük bir hissedar tarafından kontrol edilen bir firmada, şirketin performansının düşük olmasının genel müdür ikamesi sonucunu ortaya çıkarmadığını göstermektedir. Böyle şirketlerde genel müdür ikamesi ile şirket performansı arasındaki ilişki ortadan kalkmaktadır. Çünkü genel müdürler, bazı menfaatleri şirketin büyük hisse sahipleri lehine ve azınlık hisse sahipleri aleyhine kullanabilmektedirler. Yatırımcılar arasında da büyük bir hissedar tarafından kontrol edilen şirketlerde yöneticilerin şirketin büyük hissedarları lehine ve azınlık hissedarların aleyhine çalışacakları kanısı oluşabilmektedir.²⁵¹

Kamu kurumlarında şirket yönetimi ile performans arasındaki ilişki ele alındığı zaman bu kurumlarda, yöneticilerin başarıya veya stratejik liderliğine göre değil devletten para elde etmeleri için ve politikacıları ikna edebilme kabiliyetine göre seçildikleri ve politikacıların emriyle değiştirildikleri görülmektedir. Doğu bloku ülkelerinden olan Çek Cumhuriyeti'nde, kamuya ait olan işletmeler özelleştirilmiş ve özel sektöre devredilmiştir. Firmalar üzerinde yapılan incelemeler neticesinde şirket performansı ile yönetimin başarısının pozitif ilişkili olduğu ortaya çıkmaktadır.²⁵²

Özelleştirme sonrasında eski yöneticilerin değiştirildiği ve yerlerine yeni yöneticilerin getirildiği şirketlerde karlılık oranlarındaki artış eski yöneticilerini kullanan şirketlerdeki karlılık oranlarındaki artıştan daha fazla bir oranda artmıştır. Çek Cumhuriyeti'ndeki şirketlerde farklı bir durum olarak özellikle şirket sahipleri tarafından atanan yönetimlerde karlılık verileri ile yönetimin ikamesi arasında pozitif bir ilişki

²⁵⁰ Michael GIBSON, a.g.m., s.s.1-2.

²⁵¹ A.g.m., s.s.23-25.

²⁵² Stijn CLAESSENS, Simeon DJANKOV, "Enterprise Performance and Management Turnover in the Czech Republic", *European economic Review*, 1999, s.s.115-1124.

bulunmuştur. Şirket yöneticisinin şirketin ortağı olması durumunda şirket performansı üzerindeki etkisinin çok az olduğu bulunmuştur. Bunun en önemli sebebi şirket yöneticilerinin hisse payı oranının toplam hisse payı içinde %2.5 olmasıdır. Yöneticilerin sadece %1.8'i, %20 veya daha fazla bir mülkiyete sahipken % 82'si, %10 veya daha az hisseye sahip bulunmaktadır.²⁵³

Yönetimde sağlanacak olan kalite ile işletme performansı olumlu yönde etkilenecektir. İşletmelerin yönetimde ve yöneticiler arasında oluşturmaya çalıştıkları toplam kalite yönetimi sonucunda bunu oluşturabilen firmalarda performans önemli ölçüde artmıştır. Toplam kalite ödülü alan firmalar üzerinde yapılan bir çalışmada, bunun firmaların performansını olumlu olarak etkilediğini ve toplam kaliteyi sağlayarak ödül alan küçük firmalarda, büyük firmalara göre performans daha yüksek bulunmuştur.²⁵⁴

Güney Doğu Asya'da gelişen ve bütün dünyayı etkisi altına alan krizin sebeplerinden biri olarak yetersiz ve etkisiz şirket yönetimi gösterilmiştir. Başarısız şirket yönetimleri, şirketleri krize karşı daha savunmasız bir hale getirmiş ve kriz başlamadan önce onun şiddetlenmesine neden olmuştur. Kore, Malezya, Endonezya, Filipinler ve Tayland' da bulunan 399 örnek şirkette yapılan çalışmalar Güney Doğu Asya krizinde şirket yönetiminin ne kadar önemli bir rol oynadığını göstermiştir. Yönetim açısından zayıf olan firmalar krizden etkilenmektedirler.²⁵⁵

İngiltere'de büyük şirketler üzerinde yapılan çalışmada, şirket sahipleri tarafından yönetilen şirketlerin piyasa değeri, aktif verimliliği ve öz sermaye verimliliği, hissedar olmayan yöneticilerin yönettiği şirketlere göre daha yüksek bulunmaktadır.²⁵⁶

2.3.2.2. Dışardan Yönetici Atanmasının İşletme Performansına Etkisi

Bir yada daha fazla kişinin bazı karar verme yetkisini kendi adlarına bazı işleri yaptırmak için başka birini işe almak suretiyle o kişiye devretmeleri durumunda temsil

²⁵³ A.g.m., s.s.115-1124.

²⁵⁴ Kevin B. HENDRICKS, Vinod R.SINGHAL, "Firm Characteristic, Total Management, and Financial Performance", *Journal of Operations Management*, Volume: 19, Number:3, May, 2001, s.283.

²⁵⁵ Todd MITTON, "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", s.s.1-3. http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID246030_code001109130.pdf?abstractid=246030.

²⁵⁶ Dennis LEECH, John LEAHY, "Ownership Structure, Control Type Classifications and The Performance of Large British Companies", *The Economic Journal*, 1991, Volume:101, s.1418-1419. Leahy

(Agency) söz konusu olmaktadır. Dışarıdan temsilci olarak atanan yöneticilerin kendilerini işe alan kişilerin menfaatlerini gözettikleri ve diğer hisse sahiplerinin menfaatlerine karşı duyarsız kaldıkları veya kendi çıkarlarını şirket çıkarlarının önünde tuttukları görülmektedir. Bir çok büyük şirkette yöneticiler işin sahibi değildirler ve şirket sahiplerinin çıkarlarına pek de uygun olmayan tarzlarda hareket etme eğiliminde olabilirler. Böyle sorunlar, işletme sahiplerinin temsilcileri olarak kiralanmış olan firma yöneticilerinin kendi çıkarlarını kollamak istemelerinden kaynaklanır. Dışarıdan yönetici (Outsider Manager) olarak atanan kişilerin kendilerini atayanların menfaatlerini düşünerek yaptıkları işlemler sonucu oluşan kayıplar, aldıkları fazla maaş, aşırı ve lüks harcamaları, riskli fakat cazip yatırımlardan kaçmaları ve gereksiz yere çıkar amaçlı personel almaları şirketlerin temsil maliyetlerini artırır ve işletme performansı kötü yönde etkilenir.²⁵⁷

Jensen ve Meckling temsili (agency) bir yada daha fazla kişinin ilkeler doğrultusunda onların adına bazı hizmetleri sağlaması amacıyla, bazı kararları vermede temsilciyi yetkili kılmak olarak tanımlamışlardır. Temsil (agency costs) denetlemenin (yöneticinin faaliyetlerini) pahalı olması, temsil sözleşmelerinde aşırı harcama imkanları (lüks arabalar, aşırı maaş vb.) verilmesi (bonding costs) ve ikinci derecedeki gelirlerin kaybından (residual costs) oluştuğunu belirtmişlerdir.²⁵⁸ Temsil maliyetleri, öteki maliyetler kadar gerçektir ve temsil maliyetlerinin düzeyi yasalara, içtihat hukukuna, ve düzenlenen sözleşmedeki insanın becerisine göre belirir.²⁵⁹

Firma sahibi ve yöneticisi arasındaki çıkar çatışması, bu iki grup arasındaki enformasyon asimetrisine dayanır. Firma sahibi ile yönetici arasındaki çatışma üç yolla gerçekleşmektedir. Bu üç yol gizlenmiş karakteristikler, gizlenmiş eylem veya gizlenmiş bilgi, ve gizlenmiş niyet kavramları ile açıklanmıştır.

²⁵⁷ Richard A. BREALEY, Stewart C. MYERS, Alan J. MARCUS, *İşletme Finansının Temelleri*, (Çev.Ünal BOZKURT, Tükan ARIKAN, Hatice DOĞUKANLI), Literatür Yayıncılık, Ağustos, 1999, s.15.; Bkz. Harold DEMSETZ, Kenneth LEHN, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 1985, Volume:93, s.s.1155-1177.; G. Clifford HOLDERNESS, P. Dennis SHEEAN, "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1998, Volume:20, s.s.317-346.; Myeong-Hyeon CHO, "Ownership Structure, Investment and the Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1998, Volume:47, s.s.103-121.

²⁵⁸ Michael C. JENSEN, William H. MECKLING, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October, 1976, Volume: 3, No:4, s.s.5-6.

²⁵⁹ A.g.m., s.72.

- Gizlenmiş karakteristikler durumunda, firma sahibi, yöneticisinin sunduğu mal ve hizmetlerin gerçek değeri hakkında eksik bilgiye sahiptir. Çünkü firma sahibi yöneticisinin özelliklerini takip edemez ve bunlara ilişkin bir yargıya varamaz. Yönetici bu durumdan faydalanarak sözleşmede yanıltıcı olabilir veya firma sahibi hatalı tercih yapabilir. En önemlisi ise yöneticinin zaman içinde özellikleri değişebilir.
- Gizlenmiş eylem veya gizlenmiş bilgi durumunda ise firma sahibinin kontrat yapıldıktan sonra yöneticilerin çalışmalarını değerlendirememesi veya takip edememesidir. Bu ise ahlaki tehlike riskine neden olur.
- Gizlenmiş niyet durumunda ise, patronun çalışma boyunca yöneticiye bir bağlılığı vardır ve alternatifi olmaması veya spesifik bir yatırım olması nedeniyle vekalet ilişkisinin devamına mecburdur.²⁶⁰

Bir firmada yönetimin veya şirket hisselerinin çoğunluğuna sahip patronun pay sahipliği arttıkça, hisse senedinin değerini artırmak isteyen yönetimde bulunmayan ortaklar ile kendi çıkarlarını maksimize etmek isteyen yöneticiler arasındaki çıkar çatışması azalacaktır. Çünkü dışarıdan olan ve yönetimde bulunmayan ortakların denetleme ve söz sahibi olma yetkileri, hisseleri elinde toplayan patronun lehine olacaktır.²⁶¹

Fakat bunun tersi bir durumda söz konusu olabilmektedir ve dışarıdan atanan yöneticilerin idare ettiği şirketlerde eğer kendilerini atayanların olumsuz bir baskısı yoksa ve denetim mekanizması da etkili ise, şirketin performansı önemli ölçüde artabilmektedir. Çünkü böyle şirketlerde dışarıdan atanan yöneticiler, kararlarda daha objektif olabilmekte ve çıkar amaçlı olmayan işlemler neticesinde işletme performansını önemli ölçüde artırabilmektedirler. Şirketlerde yöneticilerin şirket sahiplerinden mi veya dışarıdan atanan bağımsız bir kişi tarafından mı yapılması gerektiği hep tartışma konusu olmuştur. Amerika'da şirketlerin tamamına yakın bir kısmında yöneticiler genelde firma içerisinden atanmakta ve yönetim kurulu başkanı ve genel müdürlük konumları birleştirilmiş şekildedir. Yani yönetim kurulu başkanı aynı zamanda şirketin yöneticisi de olmaktadır.

²⁶⁰ A.PİCOT, B.WOLF, "Institutional Economics of Public Firms and Administration", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 150/1,1994, s.s.220-222.

²⁶¹ Tahsin ÖZMEN, *Sermaye Artırımlarının Hisse Senetleri Fiyatları Üzerindeki Etkileri*, Yaman Aşıkoğlu'na Armağan, SPK Yayınları, Yayın no:56, Ocak, 1997, s.150.

Amerika'daki şirketlerin % 70 ile %80'inde yönetim kurulu başkanı aynı zamanda da yöneticidir.²⁶²

Dışarıdan atanan yöneticilerin şirket performansını olumlu yönde etkilemeleri için gerekli olan husus bu yöneticiyi atayan kurulun mahiyeti ile ilgili olmaktadır. Eğer kurul bu atamayı yaparken şirket ve bütün hisse sahiplerinin menfaatlerini aynı önemde görüyor ve etkili de bir denetim mekanizması işletiyorsa o zaman atanan yöneticilerin şirket performansını artırıcı etkisi gözlenmektedir. Dışarıdan bir yönetici atamanın bir diğer olumsuz tarafı da atanan yöneticilerin şirket içinden atanan yöneticiler kadar şirket çalışmaları, amaçları ve işlevleri konusunda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olmamasından kaynaklanan performans eksikliğinin ortaya çıkmasıdır.²⁶³

Lorch ve Mac Iver'in 900 şirket üzerinde yaptığı bir ankette dışarıdan atanan yöneticilerin en çok zorlandıkları konunun yönetim kurulları toplantılarında alınan kararları tartışmak ve idrak etmek olduğu sonucuna varmışlardır. Başka bir çalışmada ise, dışarıdan atanan yöneticilerin yönetim kurulunda alınan kararalar uygulanırken tarafsız ve en iyi şekilde uygulayan kişiler oldukları sonucu bulunmuştur. Başka bir araştırmada, yönetim kurulu ile yöneticinin aynı kişiler tarafından olduğu şirketlerde ki işletme performansı ile yönetim kurulundan bağımsız olan ve dışarıdan atanan yöneticilerin bulunduğu işletme performansları karşılaştırılmış ve sonuç olarak, dışarıdan atanan ve yönetim kurulundan bağımsız olan yöneticilerin bulunduğu şirketlerdeki hisse fiyatına göre performans oranları daha yüksek çıkmıştır.²⁶⁴

Yönetim danışmanlığı firması olan Mc Kinsey, ortaklıkların uzun süre hayatlarını sürdürebilmeleri ve sürekliliklerini sağlayabilmeleri için yönetimin şirket ortakları veya aile üyeleri yerine profesyonel kişilere devredilmesi ve patronların sadece yönetim kurulunda bulunmalarının gerekli olduğunu belirtmiştir.²⁶⁵

1985 ve 1992 yılları arasındaki gayri menkul yatırım firmaları (Real Estate Investment Trusts) üzerinde yapılan bir çalışmada, 298 firma incelenmiş ve bu firmalardan

²⁶² Jerilyn W. COLES, William S. HESTERLY, "Independence of the Chairman and Board Composition: Firm Choice and Shareholder Value", *Journal of Management*, 2000, Volume: 26, No:2, s.s.199-201.

²⁶³ A.g.m., s.s.199-201.

²⁶⁴ A.g.m., s.s. 199-201.

²⁶⁵ Ebru KARPUZOĞLU, a.g.e., s.s. 18-21.

şirket yönetimi için dışarıdan seçilen danışmanları kullanan firma sayısı 99'ken içeriden seçilen danışmanları yönetici olarak kullanan firma sayısı ise 199 çıkmıştır. Bu firmaların performanslarına bakıldığı zaman, dışarıdan yönetici olarak atanan danışmanların performanslarının daha düşük olduğu ve içeriden yönetici olarak atananların daha başarılı performans gösterdikleri görülmüştür. Bu araştırma, dışarıdan atanan yöneticilerin borçlanmaya daha istekli olduklarını ve daha fazla borçlanma yoluna gittiklerini göstermiştir. 298 firmanın ortalama olarak borçlanma oranları %35.8 iken dışarıdan yönetici atanan firmalarda bu oran %42.9 diğer firmalarda ise %32.3'tür.²⁶⁶

Avustralya'nın yönetim kurulu yapısı ve çalışması ABD ve İngiltere'nin yönetim kurullarına daha çok benzemesine rağmen aktif pazar özellikleri, Japonya ve Almanya'nın sistemlerine benzemektedir. Avustralya'da düşük performans sonucu yönetim kurulu başkanın görevden alınması arasındaki ilişki Amerika'dakinden daha geçerli bulunmuştur ve yönetimde olmayan, dışardan atanan yöneticilerin yönetimin denetlenmesi için daha uygun olduğu sonucu çıkmıştır.²⁶⁷

Japonya'da ve Amerika'da dışardan atanan yöneticilerin ve tepe yönetiminde yer alan üç veya beş yöneticinin, hisse getirilerinin düşük çıkması ile görevden alınmaları arasında doğrusal ilişki tespit edilmiştir.²⁶⁸ Avrupa Birliği ülkelerindeki şirket yönetim kurulları içerisinde, tecrübeli ve kalifiye bilgiye sahip, yönetimden bağımsız olan şirket dışından üyelerin yer alması ve bu üyelerin yönetim kurulunda yeterli sayıda olmaları konusunda çalışmalar yapılmaktadır. Dışarıdan atanan üyelerin yönetim üzerinde etkili bir gözetim yapabilecek şekilde bağımsız olmaları ve rahat çalışabilmeleri için önlemler alınmaktadır. Ayrıca, yönetim kurulunun şirket denetçileri ile dışarıdan üyelerin arasında objektif ve açık bir ilişkinin bulunması hedeflenmektedir.²⁶⁹

²⁶⁶ Dennis R. CAPOZZA, Paul J. SEGUIN, "Debt Agency and Management Contracts in REITS: The External Advisor Puzzle", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Volume: 20, Number:2, March, 2000, s.91-97.

²⁶⁷ A. Jo-Ann SUCHARD, Manohar SINGH, Robert BARR, a.g.m., s.1.

²⁶⁸ A.g.m., s.9.

²⁶⁹ Meral VARİŞ, Ali KÜÇÜKOLAK, Oral ERDOĞAN, Levent ÖZER, a.g.m., s.s.93-94.

2.3.2.3. Yöneticilere Hisse Verilmesinin İşletme Performansına Etkisi

Firma sahibi yöneticiden daha çok çalışmasını beklerken yönetici daha az çalışmayı tercih edebilir. Bunun giderilmesi ve kaynakların daha etkin kullanımı için çalışanların izlenmesi ve teşviki önemli bir unsurdur. Alchian ve Demsetz'e göre, firmanın piyasalara göre iki dezavantajı bulunmaktadır. Bunlar; girdi verimliliğinin ölçülmesi ve bunun karşılığı olan ödüllerin ölçümüdür. Firma içinde verimliliği ölçmek zordur. Çünkü takım çalışması söz konusudur ve takım üyelerinin marjinal verimliliklerini ölçmek zordur. Her bireyin maksimize ettiği fayda fonksiyonunun gelir ve boş zamana bağlı olması nedeniyle takım üyeleri maaşlarını garanti edecek kadar çalıştıktan sonra çalışmamayı tercih edeceklerdir. Bu durumda çalışan ile çalıştıran arasında fayda fonksiyonları açısından çatışma çıkacaktır.²⁷⁰

Ayrıca şirket yöneticileri işletmenin varlıklarını azınlık hissedarları yönünde değil, kendi menfaatleri yönünde kullanabilirler. Bu durumun çözümü için, yöneticilere şirket hissesinden pay vererek yönetimin menfaatleri ile hissedarların menfaatlerini aynı duruma getirmek gerekmektedir. Fakat yöneticilere şirket hissesinden pay verilmesi her zaman olumsuz durumu ortadan kaldırmamaktadır. Çünkü küçük hisselerle sahip şirket yöneticileri hissedarın gelirini artırmak yerine kendi gelirlerini artırma yollarına gidebilmektedirler. Şirketin büyüklüğüne, sermaye yoğunluğuna, nakit akışına ve yatırım oranına göre yöneticilere verilecek hisse miktarı önemli olmaktadır. Şirketin büyüklüğüne, sermaye yoğunluğuna, nakit akışına, reklam yoğunluğuna ve yatırım oranına ahlaki riziko oranını belirleyen değişkenler denmektedir. Bu değişkenlerin önemli ölçüde artması ahlaki rizikonun da artması demektir. Eğer şirketin ahlaki riziko değişkenleri önemli tutarlarda ise şirket yöneticilerine verilen hisse payının önemli ölçüde büyük olması beklenmektedir. Bu pay küçük kalırsa yöneticiler kendi menfaatleri için hissedar menfaatlerini dikkate almayacaklardır.²⁷¹

Risk sermayesi şirketlerinde, temsilci ile sermayedar arasındaki çatışmaları önlemek için performans teşvikleri önerilmiştir. Bu teşvikler kapsamında, şirket yöneticilerinin

²⁷⁰ Murat ÇOKGEZEN, a.g.t., s.s.40-41.

²⁷¹ Charles P. HİMMELBERG, R. Glenn THEBBARD, Darius PALİA, Understanding the Determinants of Managerial Ownership And The Link Between Ownership And Performance, , 9 March, 1998, s.s.354-355. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300482

ücretlerinin ve kar paylaşımında haklar verilmesi gibi teşvikler bulunur. Yöneticilere yapılacak bu teşviklerle şirket yöneticilerinin hissedarların menfaatlerini korumalarını önemli ölçüde sağlanabilmektedir.²⁷²

Rusya’da özelleştirme sonrasında şirketler üzerinde yapılan çalışmalarda şirket yöneticilerinin şirket hissedarı olmaları ve şirket sahipleri tarafından yönlendirilmeleri sonucunda yönetimin başarısının şirket performansına etki ettiği görülmüştür.²⁷³

Japonya’da şirket yöneticilerine hisse senedi ve yönetici primi verilmesinin şirket performansına olan etkisi incelenmiştir. Bulgulara göre, yöneticilere hisse ve prim verilmesi finansal olmayan şirketlerde prime olan hassasiyet şirket karlılığını artırmıştır. Finansal şirketlerde ise, prim önemini firma borçlarının azalmasıyla kaybetmiştir. Fakat aynı sektörün değişik kollarında faaliyetlerini yürüten firmalarda “Cross Ownership Firms” yönetime verilen başarı primi mekanizmasının, şirketin ele geçirilmesi tehditlerine karşı alternatif bir unsur olduğu görülmüştür. Aynı şirketlerde, verilen bu primler sayesinde ikinci derecedeki alacakların hissedarlardan yöneticilere doğru transfer edilmesiyle, hissedarların fırsatçı müdahalelerinden yönetim korunmuş olmaktadır.²⁷⁴

2.3.3. Yasal Kaynağın İşletme Performansına Etkisi

Sermaye piyasalarında “güven”in sağlanması önemli unsurlarından birisidir. Çünkü piyasalarda tarafların sayısı arttıkça, işlemlerin boyutları büyüdükçe ve karmaşıktıkça tarafların birbirlerine bağılılıkları artacaktır. Bu kapsamda da tarafların birbirleri hakkında sahip oldukları bilgi çoğaldıkça ve hangi durumlarda nasıl davranacaklarından emin olma seviyeleri arttıkça belirsizlikler azalacak ve bunun sonucunda hem işlemlerin maliyeti düşecek hem de işlem hacimleri giderek yükselecektir. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun amaç ve kapsam maddesinde sermaye piyasalarında “güven ve istikrarın” sağlanmasından bahsedilmektedir. Çünkü diğer finansal piyasalarda olduğu gibi sermaye

²⁷² Halil İ. BULUT, “Sermaye Piyasalarında Finansal Aracılar Olarak Risk Sermayesi Şirketlerinin Rolü”, *İMKB Dergisi*, Yıl:4, Sayı:15, Temmuz-Ağustos-Eylül, 2000, s.s.34-35.

²⁷³ Stjin CLAESSENS, Simeon DJANKOV, a.g.m., s.115.

²⁷⁴ Hideaki MURASE, “Equity Ownership and the Determination of Managers Bonuses in Japan Firms”, *Japan and the World Economy*, October, 1998, s.s.329-330.

piyasalarında da tasarruf sahibi güven kazandığı ölçüde birikimlerini bu piyasaya aktaracak böylece şirketlerin ve dolayısıyla ekonominin büyümesine yardımcı olacaktır.²⁷⁵

Ayrıca, tasarruf sahiplerinin yatırım yapacakları şirketleri gerektiği şekilde tanımamaları, taşınır değerler hakkında bilgisiz ve deneyimsiz olmaları dolayısıyla yatırımcılarda oluşan güvensizlik bu sermaye piyasasının arzulanana ortama gelmesini engeller.²⁷⁶

Yatırımcılar hisse senetleri ile ilgili olarak karar alırken kullandıkları bilgi kaynakları içerisinde en önemlisi yıllık raporlardır. ABD’de yapılan bir araştırmada, bireysel yatırımcıların en çok önem verdikleri yıllık rapor bölümlerinin gelir tablosu, bilanço ve fon akım tablosu, en çok göz attıkları bölümün gelir tablosu, önemli finansal olaylar ve bilanço olduğu görülmektedir. Kurumsal yatırımcılar ise, bireysel yatırımcılar gibi hisse senetleri ile ilgili karar alırken yıllık raporların en çok gelir tablosu bölümünü incelemektedirler. Daha sonra bilanço ve finansal dip notlara bakmaktadırlar.²⁷⁷

Hissedar ve alacaklılara verilen farklı derecelerdeki yasal güvencenin, ortaklık yönetiminde ve performans üzerindeki etkisi incelenmiştir. Buna göre, hissedar ve alacaklılara daha fazla ve güçlü yasal güvencenin sağlandığı ülkelerde, mülkiyet yoğunluğunun daha az olması (yasal güvencenin sağlanması ile sermayenin tabana yayılması amacına ulaşılmış ve hisselerin belirli grupların elinde yoğunlaşması yerine tabana yayılması sağlanmıştır) ve sermaye piyasalarının daha gelişmiş olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Ayrıca, hissedar ve alacaklılara verilen yasal güvencenin kapsamının büyük ölçüde, ülkenin yasal sistemine, örf ve adetlerine ve medeni hukuk sistemine göre belirlendiği görülmüştür.²⁷⁸

Gelişmekte olan ülkeler olarak incelenen Hindistan, Malezya, Tayland, Brezilya, Şili, Kore, Meksika, ve Tayvan’da yapılan araştırmalara göre yasal kaynağı ne olursa olsun yasal güvencenin şirket performansına etkisinin olduğu yönündedir ve halka açık şirketlerin yönetimlerinin daha etkili ve yasal güvence sağlanmış olduğu kanısı

²⁷⁵ Selim SOYDEMİR, “Türk Sermaye Piyasasında Etik Değerler ve İş Adabına İlişkin Çalışma Kuralları”, İMKB Yayını, İstanbul, 1998, s.6.

²⁷⁶ A. Sait YÜKSEL, Gültekin RODOPLU, Sermaye Piyasası, Formül Matbaası, İstanbul, 1980, s.25.

²⁷⁷ Hayrettin USUL, a.g.t., s.s.16-19.

²⁷⁸ Michael GIBSON, a.g.m., s.s.20-22.

yatırımcıların yatırım yaparken bu şirketlere karşı daha istekli olmalarını sağlamaktadır. Gelişmiş olan ülkeler ile kıyaslandığı zaman bir örfi hukuk ülkesi olan Amerika Birleşik Devletleri ile Medeni Hukuk ülkesi olan Japonya ve Almanya'da da yasal kaynağı ne olursa olsun yasal güvence şirket performansını etkilemektedir.²⁷⁹

Avrupa Birliği ülkelerinde, hissedarların korunması ve etkili denetleme mekanizmaları oluşturmalarına yardımcı olmak amacıyla yarı resmi nitelik gösteren komiteler kurulmuş ve bu komitelerin çalışmaları sonucunda bazı reformlar gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. 1990'ların başından ve İngiltere'de Cadbury Grubu'nun oluşumundan sonra, Avrupa Birliği'nde şirket yönetim ilkeleri konusunda çalışmalar yoğunlaşmıştır.²⁸⁰

Şirket yönetim ilkeleri konusunda çalışma yapan Cadbury Grubu; şirketlerdeki finansal raporlama standartlarını ve güvenilirliklerini tesbit etmek, bu hususlarda yönetici konumunda olan ve olmayan yönetim kurulu üyelerinin rollerini belirlemek amacıyla 1991 yılında kurulmuştur. 1992 yılında finansal açıdan şirket yönetimi uygulamaları (Code of Best Practice on the Financial Aspects of Corporate Governance) konusundaki çalışmasını yayınlamıştır. Londra Borsası bu kurallara uymayı isteğe bağlı tutmakla birlikte, şirketlerin yıllık raporlarında bu kurallara uyup uymadıklarını ve eğer uymuyorlarsa niçin uymadıklarını açıklamalarını mecburi tutmuştur.²⁸¹

AB'de 1995 yılında kurulan Rekabet Danışma Grubu, Cadbury Grubunun şirket yönetim ilkeleri konusunda yaptığı çalışmalara benzer çalışmalar yapmış ve AB'nin bu konudaki politikasının belirlenmesinde tavsiyelerde bulunmuştur. Rekabet Danışma Grubu; kamu şirketleriyle ilgili olarak yatırımcılar arasında ayrımcılığa neden olan altın hisseler ve bu gibi makenizmaların önlenmesi gerekliliği, özel sektör şirketlerinin yönetiminde azınlıktaki hissedarların hangi durumlarda ve hangi sınırlar içerisinde yönetimde söz sahibi olmaları gerektiği konularında ilkeler belirlemiştir.²⁸²

²⁷⁹ A.g.m., s.s.20-22.

²⁸⁰ Meral VARİŞ, Ali KÜÇÜKOLAK, Oral ERDOĞAN, Levent ÖZER, a.g.m., ss.90-91.

²⁸¹ A.g.m., s.94.

²⁸² A.g.m., s.s.90-91.

Avrupa Birliği'nde şirket yönetimi konusunda yapılan çalışmalardan bir diğeri de Centre for European Policy Studies tarafından yapılmıştır. Bu komite; Birlik ülkeleri arasında şirket yönetim ilkeleri konusunda ayrılıkların giderilmesi ve belirlenecek olan kurallara uyulmasının zorunlu hale gelmesini, muhasebe standartlarının uyumlaştırılmasını ve Uluslararası Muhasebe Standartlarına benzer bir standartlaşmaya gidilmesini, kamuyu aydınlatmayı sağlamak amacıyla şeffaflığın artırılmasını, azınlık hissedarlarına eşitlik ve dürüstlük prensibine uygun davranılmasını sağlayacak kararlar alınmasını tavsiye etmiştir.²⁸³

Türkiye'de şirketler tarafından açıklanan mali tabloların bağımsız firmalar tarafından denetlenmesi (dış denetim) yeni yeni yerleşmektedir. Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkındaki Yönetmeliğe göre; bağımsız denetleme, ortaklıkların ve yardımcı kuruluşların hesap ve işlemlerinin yetkili denetleme elemanları tarafından bu kuruluşlar adına, denetleme ilke, esas ve standartlarına göre incelenmesi ve bu inceleme sonuçlarına dayanılarak, düzenlenmiş mali tabloların 2499 sayılı Kanun çerçevesinde gerçeği yansıtır yansıtmadığının tespiti ve rapora bağlanmasıdır.²⁸⁴ Çünkü işletme yöneticileri ile yatırımcılar arasındaki çıkar çatışmasının olması açıklanan bilgilerin kalitesi ve güvenilirliği hakkında şüphe uyandıracaktır. Bu nedenle bu görevin, işletme ile hiç bir menfaat ilişkisi olmayan bağımsız bir kişi tarafından gerçekleştirilmesi ve açıklanan bilgilerin gerçekliği araştırılarak yatırımcılara sunulmalıdır.²⁸⁵

Ayrıca, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 16'ncı maddesinde, muhasebe, mali tablolar ve rapor standartları konusu düzenlenmiştir. Bu maddeye göre, ihraççılar ve sermaye piyasası kurumları –konsolide edilenler dahil- kamuya açıklanacak veya gerektiğinde Kurulca istenecek mali tablo, rapor ve bilgileri, tespit olunacak şekil ve esaslara, genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uymak suretiyle düzenlemekle yükümlüdürler.²⁸⁶

²⁸³ A.g.m., s.s.92-93.

²⁸⁴ Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, Beta Basım Yayım Dağıtım, 3.Baskı, s.475.

²⁸⁵ Cevat SARIKAMIŞ, "Faaliyet Raporlarında Yer Alan Finansal Durum Tablolarının İçeriği", Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Yıl:5, Sayı:15, Şubat 1979, s.13.

²⁸⁶ Vural GÜNAL, a.g.e., s.419.

Şirketlerin finansal bilgilerinin güvenilir olması, yani bu bilgilerin muhasebe standartlarına uygun olarak düzenlenmiş olması ve bu mali bilgilerin ve tabloların güvenilirliğinin tanınmış uluslararası firmalar tarafından onaylanmış olmasının kriz dönemlerinde şirket performansı üzerinde etkili olduğu gözlenmiştir. Çünkü kriz öncesinde şirketlerin mali durumlarıyla ilgilenmeyen küçük yatırımcılar kriz zamanlarında aşırı hassas davranmakta, yönetimin yaptığı hataları daha iyi algılamakta ve eğer mali bilgilere duyulan güven de yetersiz ise hisselerini hemen satma yoluna gitmektedirler. Küçük yatırımcıların bu davranışları da şirketin hisse değerini daha fazla düşürücü bir etki yapmaktadır.²⁸⁷

2.3.4. Şirket Portföyünü Çeşitlendirmenin İşletme Performansına Etkisi

Genel olarak çeşitlendirme, menkul kıymetlerden oluşan bir portföyün riskini azaltmak veya bu riski yaymak için yapılan faaliyetlerdir. Çeşitlendirme ile birden fazla menkul kıymete yatırım yapılarak, riskin birden fazla menkul kıymete dağıtılması amaçlanmaktadır.²⁸⁸

Ayrıca firmalar portföy çeşitlendirmeleri yoluyla daha yüksek borç kapasitesi ve ölçek ekonomilerinden yararlanma imkanı bularak fayda sağlarken, temsil sorunlarından dolayı da bedel öderler. Yöneticiler ise bu yolla kendi sermayelerini korurlar, özel menfaatlerini artırabilir ve karşılıklı mali destek sayesinde sermayeye kolayca ulaşabilirler. Şirketlerin portföy çeşitlendirmesine gitmeleri neticesinde performanslarında bir gerileme olduğu görülmüştür. ABD’ de yapılan çalışmalar; 1970’li yıllarda şirket portföyünü çeşitlendirmenin şirket performansını artırdığını ve tek sektörlü firmalara göre birden fazla sektörde faaliyet gösteren firmaların daha fazla değerli olduğunu ve hisselerinin prim yaptığını göstermiştir. Fakat 1980’lerden sonra durum değişmiş ve portföy çeşitlendirmesi yaparak birden fazla sektörde faaliyet gösteren şirketlerin daha aza prim yaptığı ve çeşitlendirme maliyetlerinin getirileri aştığı belirlenmiştir.²⁸⁹

²⁸⁷ Todd MITTON, a.g.m., s.13

²⁸⁸ İsmail BEKÇİ, Optimal Portföy Oluşturulmasında Bulanık Doğrusal Programlama Modeli ve İMKB’de Bir Uygulama, Yayınlanmamış Doktora Tezi, S.D.Ü., Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2001, s.s.12-13.

²⁸⁹ Sheng-Syan CHEN, Kim Wai HO, a.g.m., s.s.316-318.

Gelişmekte olan piyasalarda ki durumu araştırmak için gelişmekte olan Singapur borsasında 145 firma üzerinde yapılan çalışmalar sonucunda değişik sektörlerle yatırım yapan firmaların değerinin, tek sektörde faaliyet gösteren firmaların değerine göre daha düşük olduğunu göstermiştir. Buna sebep olarak gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi temsil (acentalık) maliyetlerinin, getirileri aşmasından kaynaklandığı görülmektedir.²⁹⁰

Şirketlerin portföy çeşitlendirmesine giderek değişik sektörlerdeki firmaların hisse senetlerine sahip olması halinde krizlerden etkilenme durumları incelendiği zaman, portföy çeşitlendirmesi yapan firmaların yapmayan firmalara göre kriz dönemlerinde performanslarının daha büyük oranda düştüğü gözlenmiştir. Güney Doğu Asya krizinde, Kore, Filipinler, Malezya, Endonezya ve Tayland' da portföy çeşitlendirmesi yoluna giden firmaların, portföy çeşitlendirmesine gitmeyen firmalara göre % 4.7 oranında daha fazla değer kaybettikleri ve kriz sonrası dönemde portföy çeşitlendirmeyen firmaların hisse senetlerinin çeşitlendiren firmalara göre % 20 daha fazla pirim yaptığı görülmüştür.²⁹¹

2.3.5. İçeriden Öğrenenler Ticaretinin İşletme Performansına Etkisi

İçeriden öğrenenler ticareti (insider trading), halka açık bir şirket ile ilgili halka açıklanmamış olan ve önem arzeden önemli bir bilgiyi, şirket ile özel bir ilişki nedeniyle veya herhangi bir nedenle elde eden bir kişinin özel menfaat sağlamak amacıyla bu bilgiyi kullanarak şirketin menkul kıymetleri üzerinde ticaret yapmasıdır.²⁹²

Amerika Birleşik Devletleri mevzuatında, içeriden öğrenenler ticaretine ilişkin açık olarak bir tanımlama yapılmamıştır. Fakat genel olarak içeriden öğrenenler ticareti, menkul kıymetlere ilişkin kamuya açıklanmayan bilgiye doğrudan sahip olma ya da içerideki bilgiyi “tüyo” alarak başkalarına veren kişinin güven ve sadakat yükümlülüğünün çiğnenmesi olarak belirtilmiştir.²⁹³

²⁹⁰ A.g.m., s.s.316-318.

²⁹¹ Todd MITTON, a.g.m., s.s.13-15.

²⁹² Ümit GÜCENME, Türkiye'deki Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1994, s.55.

²⁹³ Meral Varış TEZCANLI, İçeriden Öğrenenlerin..., a.g.e., s.s.13-16.

İçerideki bilginin kullanılarak menfaat sağlayıcı menkul kıymet işlemi yapılması neticesinde bu bilgiyi kullanan kişiler, bir kazanç sağlar veya muhtemel bir zarardan kurtulmuş olurlar. Halka açıklanmayan her bilgi içerideki bilgi tanımına girmeyebilir. Bir bilginin, içerideki bir bilgi olup olmadığını belirleyici olan unsur, o bilginin hisse senedi fiyatlarına olan duyarlılığıdır. Bilginin açıklanması ve dağılımı sonucunda menkul kıymetin fiyatında mutlak bir değişim oluşmalıdır. Hisse senedi fiyatlarını önemli ölçüde etkileyebilecek; temettü ödeme kararları, sermaye yapısına ilişkin değişimler, firma birleşme ve devirleri, fiyat/kazanç durumu, teknolojik gelişmeler, yeni ürünler, yeni ihraç kararları ile bilanço durumu ve işletme ile ilgili diğer yeni gelişmeler içeriden öğrenenler ticaretinin oluşmasında kullanılan bilgi kaynaklarıdır.²⁹⁴

İçeriden öğrenenler ticaretinin oluşması için bu bilgileri veren kişiler içeriden olan kişiler olarak belirtilen şahıslardır. Mesleki görevleri veya pozisyonları gereğince bir şirketin menkul kıymetleri ile yakından ilgili ve henüz kamuya açıklanmamış kıymetli bilgilere erişebilen ve kendi çıkarları için kullanma potansiyeline sahip olanlar içerideki kişiler olarak tanımlanmıştır. İçerideki kişi olmayı belirleyici unsur, firma ile olan bağlantı ve bilgi kaynağına erişim yakınlığıdır. İçeridekiler, birinci dereceden içeridekiler ve ikinci derecede içeridekiler olmak üzere iki grupta tanımlanmıştır.²⁹⁵

Birinci derecedeki içeriden olan kişiler, şirketle doğrudan bir ilişki içinde olup meslek ve görevlerin gereğini yerine getirirken firmanın faaliyetleri ile ilgili gizli bilgileri öğrenme imkanına sahip olan, yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, genel müdür, yöneticiler ve ayrıca tüzel kişiliklerin temsilcileridir. Şirket hakkındaki gizli belgelere dolaylı olarak ulaşabilen, yatırım bankaları personeli, hukuk ve mali danışmanlık şirketlerinin çalışanları, aracılar, komisyoncular ikinci dereceden içeriden olan kişilerdir. Bazı ülkelerin düzenlemelerinde, yöneticilerin aileleri ve akrabaları da ikinci dereceden içeridekiler sayılmıştır. İngiltere’de belli bir tarihte ya da belli bir tarihten önceki son altı ay içerisinde şirket içerisinde çalışan ya da şirketle ilişkisi olan kişiler içerideki kişiler olarak tanımlanmıştır. Almanya’da ise, işverenin yanı sıra şirket hisselerinin %25’den fazlasına sahip olan hisse sahipleri içeriden kişiler olarak belirtilmiştir. 1992 yılında yürürlüğe giren yeni Menkul Kıymetler Kanunu ile içeridekilerin kapsamı genişletilmiş ve şirkete ilişkin

²⁹⁴ A.g.e., s.s.13-16.

²⁹⁵ A.g.e., s.s.13-16.

gelişmelerden haberdar olma potansiyelinde olan tüm birey ve kurumlar bu tanımlamaya dahil edilmiştir.²⁹⁶

Günümüzde, dünya borsalarında büyük kazançlar elde etmek için birkaç büyük şirketin bir araya gelerek birleşmesi yerine içeriden öğrenenler, kurumsal yatırımcılar ile birlikte hareket ederek alım ve satım emirlerinin öncesinde küçük fakat sinsi pozisyonlar alarak ve bu pozisyonlarını yüzlerce kez yaparak büyük miktarlarda kazanç sağlamaktadırlar. Bu duruma ise hukuki yapıyı hazırlayan kamu gücü sebep olmakta ve bunu deşifre etmekte yetersiz kalmaktadır.²⁹⁷

İçeriden öğrenenlerin ticareti veya içerideki bilgilerin sızdırılmasının firmaların performansı üzerinde olumlu bir etki oluşturacağını savunan görüşler olmakla birlikte bunun karşısında olan görüşlerde bulunmaktadır.²⁹⁸ Olumlu olan görüşe göre, bu işlemin şirket içindeki karar alma mekanizmalarındaki dinamizmi artırarak, şirket organizasyonlarında işlerliği artırdığı ve şirket verimliliğini pozitif yönde etkilediğidir. Çünkü yöneticiler, kendi menfaatlerini de göz önünde bulundurarak şirket yararına riskli yatırımları tercih etmekten kaçınacak ve şirketin hisse senedi fiyatlarını maksimum düzeye çıkarmak için çalışacaktır.

Olumsuz olan görüşe göre, içeriden öğrenenlerin ticareti şirket içi verimliliği azaltacak ve şirket içinde organizasyon bozukluğuna yol açacaktır. Çünkü, orta kademe yöneticileri kendi amaçları için önemli bilgilerin üst kademelere geçişini yavaşlatabilmekte, aynı şekilde üst kademelerdekiler de karar verme yetkisinin alt kademelere geçmesine izin vermeyebilmektedirler. Üst kademe yöneticilerinin içerideki bilgileri kullanarak menkul kıymet ticareti yapma eğilimi ile değerli bilgileri saklı tutmak istemeleri ve bunun sonucunda beliren rekabet ortamı, şirketin performansını olumsuz etkileyecektir. Üst kademe yöneticilerin çoğu kendilerine gelen bilgileri gizleyerek şirkete ilişkin ortak alınması gerekli kararlarda bile, bilgilerini paylaşmayacak ve bu bilgilerin saklanması kurum içinde alınması lazım olan kararların alınmasını geciktirecek ve faaliyet planlarının başarıya ulaşmasını engelleyecektir. İçeriden öğrenenler ticaretinin en büyük

²⁹⁶ A.g.e., s.s.13-16.

²⁹⁷ Carol VINZANT, a.g.m., s.115.

²⁹⁸ Meral Varış TEZCANLI, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti..., a.g.e., s.29.

olumsuzluğu ise, ellerindeki bilgileri kendi menfaatleri doğrultusunda kullanmaları sonucunda alternatif maliyetlerin artması şirketin performansını azaltacaktır.

2.3.6. Manipülasyonların İşletme Performansına Etkisi

Manipülasyon içeriden öğrenenler ticareti ile aynı değildir. İçeriden öğrenenlerin yapmış olduğu ticaret ile piyasanın manüple edilmesi farklıdır. İçeriden öğrenenler ticareti çok defa manipülasyonlarla birlikte bulunabilir ama her zaman birlikte bulunması şart değildir. Örneğin, çok önemli bir makinenin veya petrol damarının bilgisi, bu bilgiden yararlanan kişilerce yapay olarak yatırımcıyı yanıltmadan da kullanılabilir.²⁹⁹ Manipülasyon veya suni fiyat oluşturma, katılımcıların iyi tanımlanmadığı veya kontrolün yetersiz olduğu borsalarda eksik bilgi nedeniyle arz ve talebin sınırlandırılarak suni fiyat oluşturulmasıdır. Manipülasyonlar genellikle borsaların gelişme aşamalarında yapısal düzenlemelerin oluşmadığı çevrede meydana gelir.³⁰⁰

Manipülasyon, sermaye piyasalarını etkileme gücüne sahip olan kişi ve kuruluşların başka yatırımcıların aleyhine işlem yapmalarına olanak sağladığı için yasaklanmıştır. Bu düzenleme ile fırsat eşitliğinin sağlanması, dürüst ve güvenilir bir piyasa oluşturulması hedeflenmektedir.³⁰¹

Rekabet düzeni ve yapısını bozucu niteliğe sahip olan manipülasyonlar üç yolla gerçekleştirilmektedir. Bu yollardan ilki, yükselen bir piyasa olduğu ve olacağı inancı yaratılarak fiyatların artmasını sağlayacak uygun ortamı oluşturmak ve eldeki hisse senetlerinin yüksek fiyattan satılmasını sağlayarak yapılan manipülasyondur. İkinci yol olarak, fiyatların düşüş trendine girmesi yönünde çaba sarfederek düşük fiyattan hisse senetlerini toplamak yoluyla yapılan manipülasyondur. Özellikle açığa satış işlemlerinde, hisse senetlerinin düşük fiyattan yerine konulmasında bu yol seçilmektedir. Üçüncü yol olarak da, hisse senedinin gerçek değerine ulaşmasını sağlayıcı işlemlerle fiyatı belli bir seviyede tutarak gerçekleştirilir. Manipülatif işlemler sonucunda oluşan yapay fiyat hareketleri, ikincil piyasaların, birincil piyasalara likidite ve fon sağlama fonksiyonunu

²⁹⁹ Ünal TEKİNALP, *Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması*, (SPK Uluslararası Semineri 31Ekim-2 Kasım 1990), SPK Yayını, Yayın no:16, Ankara, Mayıs, 1995, s.178.

³⁰⁰ Meral Varış TEZCANLI, *Insider Trading and Market Manipulation*, İMKB Yayınları, İstanbul, October, 1996, s.s. 57-58.

³⁰¹ Birol EFE, Fuat ALAYLIOĞLU, *Türk Sermaye Piyasasında Yatırımcıların Korunması*, İzmir Ticaret Odası Yayını, İzmir, 2000, s.34.

zayıflatmakta ve piyasadaki şirketlerin piyasaya karşı duyarlılıklarını yok ederek yeni yatırımcıların piyasaya gelmelerini negatif yönde etkileyerek borsada işlem gören şirketlerin performanslarını eksi yönde etkilemektedir.³⁰²

Suni olarak sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, koşan bir piyasa olduğu izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, artırmak veya azaltmak amacıyla alım satım yapmak kanunen suç sayılmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda fiyatları azaltmak veya artırmak amacıyla hareket eden gerçek kişilerle tüzel kişilerin yetkilileri ve piyasadaki araçların, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi ve haberleri verenler, yayanlar ve yorum yapanlar, bilgileri açıklamakla yükümlü olanların yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle tüzel kişiler ve yetkilileri ile bunlarla birlikte hareket eden kişiler tarafından bu ve benzeri suçların işlenebileceğini ifade edilmiştir.

Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliğinde bir sermaye piyasası aracının yapay olarak,³⁰³

- Fiyatını yükseltmek veya düşürmek,
- Arz ve talebini etkilemek,
- Aktif bir piyasa olduğu izlenimini vermek gibi işlemlerde bulunmak yapay piyasa işlemi kabul edildiğinden suç sayılmaktadır.

Avrupa Birliği Ülkelerinde manipülatif hareketler yasaklanmış ve gözetim altına alınmıştır. Fransa'da sermaye piyasalarını düzenleyici ve denetleyici bir otorite olan Commission des Operation de Bourse (COB) bünyesinde kurulan birimde, borsa işlemlerindeki aldatma, manipülasyon, borsa kurallarının ihlalleri gibi, borsaların açık ve düzenli bir şekilde çalışmasına mani olan faaliyetlerin belirlenerek anında müdahalesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır.³⁰⁴

³⁰² Meral Varış TEZCANLI, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti, a.g.e., s.s.122-123.

³⁰³ Gültekin RODOPLU, Para ve Sermaye Piyasaları, a.g.e., s.s.281-282.

³⁰⁴ Meral Varış TEZCANLI, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti....., a.g.e., s.s.149-150.

İngiltere’de Finansal Hizmetler Yasası manipölasyonların tanımını yapmakta ve suç sayılan işlemleri belirleyerek yasaklama kapsamına almaktadır. Piyasada herhangi bir menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek yanlış harekette bulunan kişiler bu davranışlarının kasıtlı olduğunun belirlenmesi halinde yasal hükümlerdeki yaptırımlara tabi olmaktadırlar.³⁰⁵

Manipölasyonlar küçük yatırımcıyı zarara uğratabilmekte ve piyasaya olan güvenlerini sarsarak başka yatırım alanlarına yönelmelerine neden olabilmektedir. Güven ortamına dayalı olan piyasalarda güvenin kalkması sonucunda, bu piyasalardan fon talep eden yatırımcıların talepleri yeterli düzeyde karşılanamayabilir.

³⁰⁵ A.g.e., s.s.149-150.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. UYGULAMADA KULLANILAN YÖNTEM VE MODELLERİN KURULMASI

Bu bölümde uygulamada kullanılan yöntem ve modeller hakkında belirleyici bilgiler sunulacaktır.

3.1. UYGULAMADA KULLANILAN YÖNTEM

Uygulamada; İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse yoğunluklarının, şirket performansını nasıl etkilediğini belirleyebilmek için uygulamaya konu olan şirketlerin hisse yoğunluğu ve performans ölçütleri belirlenerek, backward yöntemi ile regresyon analizi yapılacaktır.

3.1.1. Uygulamanın Konusu

Uygulamada; İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse yoğunluklarının, 1994 finansal krizinin yaşandığı dönem ile krizsiz dönemde şirketlerin performanslarına nasıl etki ettiğinin belirlenmesi amacıyla regresyon modeli kullanılacaktır.

3.1.2. Uygulamanın Amacı

Uygulamanın amacı; İMKB’de 1993 –1997 yılları arasında işlem gören 112 şirketin hisse yoğunluklarının, kriz döneminde ve krizsiz dönemlerdeki yıllarda şirketlerin performansına nasıl etki yaptığını belirlemektir.

3.1.3. Uygulamanın Kapsamı

Uygulamaya konu olan şirketler İMKB’de işlem gören şirketlerden seçilmiştir. Bu şirketler belirlenirken uygulamaya esas alınan dönemler içerisinde sürekli işlem gören ve 1993-1997 yılları arasında faaliyet gösteren şirketler çalışmada esas alınmıştır. Belirtilen dönem içerisinde faaliyet gösteren şirketlerden mali sektöre ait şirketler çalışmada belirlenen performans ölçütlerine uygun performans ölçütlerine sahip olmadığı için çalışmaya dahil edilmemiştir. Dolayısıyla, mali sektör dışında İMKB’de işlem gören 112 şirketin verileri kullanılarak uygulama gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada, İMKB’nin şirketler ile ilgili verilerinin 1993 yılından itibaren düzenli olarak veriliyor olması ve 1997 yılından sonraki yıllara ait şirketlerin performans ile ilgili

verilerinin bulunmaması nedeniyle uygulamaya esas olan dönem 1993 – 1997 yılları arası olarak belirlenmiştir.

1994 finansal krizinin şirketlerin hisse yoğunluğu ile performansları arasındaki ilişkiyi daha iyi göstermesi açısından kriz öncesi yıl olan 1993 yılı, krizin yaşandığı 1994 yılı, krizden sonraki yıl olan 1995 yılları kriz dönemi olarak incelenmiştir. 1996 ile 1997 yılları ise krizsiz dönem olarak ele alınmıştır.

3.1.4. Uygulamada Kullanılan Veriler

Çalışmada, 1993 - 1997 yıllarını kapsayan dönemde sürekli olarak İMKB’de işlem gören ve mali sektör dışında faaliyet gösteren 112 şirketin yıllık hisse yoğunluğu kriterine ve performans kriterlerine göre hazırlanan veriler kullanılmıştır. Her yıl itibarıyla 112 şirketin halka açıklık oranları, en büyük hissedarı ile en büyük üç hissedarının sahip olduğu sermaye payı, piyasa değeri, karlılık oranları ve büyüme hızı oranları tablolar halinde hazırlanarak regresyon modelinde kullanılmıştır.

Model için 1993 – 1997 döneminde 112 şirketin 17.920 adet hisse yoğunluk, hisse sahiplik ve performans verisi tablolar halinde düzenlenerek, SPSS programıyla sonuçlar alınmıştır.

3.1.4.1. Performans Ölçütleri

İşletmelerin performanslarını ölçebilmek için, şirketlerin, piyasa değeri, karlılık oranları ile büyüme oranları performans kriterleri olarak belirlenmiştir.

Piyasa Değeri Ölçütü:

Şirketlerin piyasa değeri (BR5), hisse senedi fiyatının hisse başına özsermaye değerinin kaç katı olduğunu gösterir. Bu oran hisse senedinin dönem sonu fiyatının, dönem hisse başına kazanç oranlanmasıyla veya şirketin dönem sonu piyasa değerinin, şirketin dönem sonu öz sermayesine bölümü sonucunda bulunur.³⁰⁶

³⁰⁶ İMKB Şirketler Yıllığı, İMKB Yayınları, İstanbul, 1998, s.1594.

Karlılık Ölçütü:

Karlılık kriterleri olarak şirketlerin net kar marjı (KR2), aktif karlılık oranı (KR3) ve özsermaye karlılık oranı (KR4) seçilmiştir. Net kar marjı, net dönem karının net satışlara bölümü sonucunda ulaşılan değerdir. Aktif karlılık oranları ise, net dönem karının aktif toplamına olan oranıdır. Özsermaye karlılık oranı da, şirketlerin net dönem karının özsermayeye olan oranıdır.

Büyüme Ölçütü:

Şirketlerin satışlarının büyüme hızı (B01) ve aktiflerinin büyüme hızı (B03) oranları büyüme kriterleri olarak seçilmiştir.

3.1.4.2. Hisse Yoğunluğu Ölçütleri

Çalışmada hisse yoğunluk kriterleri olarak, halka açıklık oranları (HAO), en büyük hissedarın sahip olduğu sermaye payı (EBHP) ve en büyük üç hissedarın sahip olduğu sermaye payı (EBÜHP) kriter olarak kullanılmıştır.

Halka Açıklık Oranı Ölçütü:

İMKB’de işlem gören şirketler halka açık şirketlerdir. Bu şirketlerin halka açıklık oranları İMKB tarafından 1992 yılından itibaren düzenli olarak yayınlanmaktadır. Halka açıklık oranı şirketin hisse yoğunluğu hakkında belirleyici bir kriterdir. Çünkü bu oran ne kadar yüksek olursa, o oranda hisselerin birden çok hissedar arasında paylaşılması gerçekleşmiş olur. Böylece, bir şirketin hisseleri ne kadar çok kişi arasında paylaşılsa o şirketteki hisse yoğunluğu o ölçüde azalır.

En Büyük Hissedarın Sahip Olduğu Sermaye Payı Ölçütü:

Bir şirketin hisselerinin çoğunluk kısmına sahip olan hissedarın sahip olduğu sermaye payı en büyük hissedarın sahip olduğu sermaye payını verir. Bu oran ne kadar yüksek olursa o şirketteki hisse yoğunluğu da o oranda yüksek olacaktır.

En Büyük Üç Hissedarın Sahip Olduğu Sermaye Payı Ölçütü:

Şirketin çoğunluk hisselerine sahip olan üç hissedarın sahip olduğu sermaye payları en büyük üç hissedarın sahip olduğu sermaye payını verir. En büyük hissedarın sermaye payında olduğu gibi bu oranında yüksek olması şirketin hisse yoğunluğunun yüksek olduğunu gösterir.

3.2. MODELİN KURULMASI

Uygulamada şirket performansı bağımlı değişken, hisse yoğunluğu, devletin payı, yabancıların payı, yöneticilerin payı ve holdinglerin payı ise bağımsız değişken olarak alınmıştır. Hisse yoğunluğunun şirketlerin performanslarına olan etkisini ölçebilmek için aşağıdaki regresyon modeli kullanılmıştır.

Model: $PERFORMANS_i = \alpha + \beta_1 \text{Hisse Yoğunluğu} + \beta_2 \text{Devlet} + \beta_3 \text{Yabancı} + \beta_4 \text{Yönetici} + \beta_5 \text{Holding} + e_i$

Modelde kullanılan notasyonlar şunlardır.

Performans = Piyasa değeri, karlılık oranı ve büyüme kriterlerine göre belirlenmektedir.

α = Sabit

β = Bağımsız değişkenlerin regresyon katsayısı

e_i = hata terimi

3.2.1. Kriz Dönemine Göre Modelin Kurulması

Modelde şirket performansı bağımlı değişken, halka açıklık oranı (HAO), en büyük hissedarın payı (EBHP), en büyük üç hissedarın payı (EBÜHP), devletin payı, yabancıların payı, yöneticilerin payı ve holdingin payı ise bağımsız değişken olarak alınmıştır. Modeldeki veriler 1993 yılı, 1994 yılı ve 1995 yılına ait verilerden elde edilmiştir. 1993 yılı, 1994 yılı ve 1995 yılı kriz dönemi olarak incelenmiştir.

Model: $PERFORMANS_i = \alpha + \beta_1 \text{Hisse Yoğunluğu} + \beta_2 \text{Devlet} + \beta_3 \text{Yabancı} + \beta_4 \text{Yönetici} + \beta_5 \text{Holding} + e_i$

3.2.2. Krizsiz Döneme Göre Modelin Kurulması

Modelde şirket performansı bağımlı değişken, halka açıklık oranı (HAO), en büyük hissedarın payı (EBHP), en büyük üç hissedarın payı (EBÜHP), devletin payı, yabancıların payı, yöneticilerin payı ve holdingin payı ise bağımsız değişken olarak alınmıştır. Kullanılan veriler İMKB’de işlem gören 112 şirketin 1996 yılı ve 1997 yıllarına ait olan verilerdir. 1996 yılı ve 1997 yılı krizsiz dönem olarak incelenmiştir.

Model: $PERFORMANS_i = \alpha + \beta_1 \text{Hisse Yoğunluğu} + \beta_2 \text{Devlet} + \beta_3 \text{Yabancı} + \beta_4 \text{Yönetici} + \beta_5 \text{Holding} + e_i$

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. UYGULAMA SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Çalışmada kullanılan veriler hazırlanarak SPSS paket programında regresyon analizi ile uygulamaya konulmuş ve uygulama sonuçları alınarak değerlendirilmesi aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır.

4.1. VERİ SETİNİN HAZIRLANMASI

İMKB’de işlem gören 112 şirketin hisse yoğunlukları ile ilgili veriler İMKB tarafından yayınlanan ve şirketlerin sermaye payları ile halka açıklık oranlarının ayrıntılı olarak açıklandığı şirketler yıllığından elde edilmiştir. En büyük üç hissedarın sahip olduğu sermaye payı ise hisselerin çoğunluk kısmına sahip olan ortakların (en fazla hisseye sahip ilk üç hissedar) hisse oranları toplanarak elde edilmiştir. (Bkz. Ek – 2)

Çalışmaya konu olan 112 şirketin 1993 – 1997 dönemlerinde her yıl için hisse yoğunluk oranları dört grup altında incelenmiştir. Tüm şirketler; belirli kıstaslara göre holdinglerin hissedar olduğu ve olmadığı, devletin hissedar olduğu ve olmadığı, yöneticilerin hissedar olduğu ve olmadığı, yabancıların hissedar olduğu ve olmadığı şirketler olarak gruplandırılmıştır. Eğer bir şirketin %1 ve daha fazla bir hissesine holdingler sahipse bu şirketler holdinglerin hissedar olduğu şirketler olarak kabul edilmiştir. Aynı şekilde devlet, yönetici ve yabancılar bir şirketin %1 ve daha fazla hissesine sahipse o şirketlerde devletin, yöneticilerin ve yabancıların hissedar olduğu şirketler olarak kabul edilmiştir. (Bkz. Ek – 2)

Şirketlerin performansları ile ilgili veriler ise İMKB’nin web sayfasında yer alan finansal tablolardan elde edilerek tablolar haline getirilmiştir. Web sayfasında finansal tablolar bölümünde 1992 yılından 1997 yılına kadar olan tablolar; 3, 6, ve 12 aylık dönemler itibariyle verilmiştir. Çalışmada 12 aylık veriler kullanılmıştır. (Bkz. Ek – 3)

4.2. UYGULAMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLERİN TANIMLAYICI İSTATİSTİKLERİ

1993 – 1997 dönemindeki her yıl İMKB’DE işlem gören 112 şirket için hisse yoğunluğu ve performans ölçütlerinin yer aldığı tablolar hazırlanmıştır. Bu dönemdeki 112 şirketin hisse yoğunlukları ve değişmelerini gösteren tablolar her yıl için holdinglerin,

devletin, yabancıların ve yöneticilerin hissedar olduğu ve olmadığı şirketler açısından incelenerek hazırlanmıştır. (Bkz. Ek 1) Mülkiyet yoğunluğu ve performans kriterlerinin birlikte yer aldığı tanımlayıcı istatistikler aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

4.2.1. Kriz Dönemine Ait Tanımlayıcı İstatistiklerin Değerlendirilmesi

İMKB’de işlem gören 112 şirketin 1993, 1994 ve 1995 yıllarına ait hisse yoğunluk ve performans oranlarına göre bulunan tanımlayıcı istatistiklerine göre, HAO %0.67 ile %95.89 aralığında değişmektedir. Kriz dönemi itibariyle şirketlerin ortalama halka açıklık oranları %23.65’dir. EBHP ile EBÜHP %0 ile %99.28 aralığında değişiklik göstermektedir. Bazı şirketlerde en büyük hissedar hisselerin %99.28’ine sahiptir. EBHP ortalama olarak %29.11’dir. EBÜHP ise ortalama olarak %46.44’tür. Kriz döneminde İMKB’de işlem gören şirketlerde en büyük paya sahip olan üç hissedarın payı yaklaşık olarak %50’dir.

Performansları incelendiği zaman, KR2, KR3 ve KR4 ortalama olarak 112 şirket için bu dönemde sırasıyla %31.45, %11.31 ve %9.50 olarak bulunmuştur. Büyüme kriterleri açısından incelendiği zaman ise, B01 ve B03 oranları ortalama olarak %96.58 ile %93.22 olarak bulunmuştur. Büyüme kriterleri, karlılık kriterleri ve piyasa değeri kriterleri açısından karşılaştırıldığı zaman ortalama olarak daha yüksek oranlara sahip oldukları görülmektedir. BR5 oranı ise ortalama olarak %5.12 bulunmuştur.

Tablo 12: Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri (Kriz Dönemi)

	Gözlem Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Mülkiyet Yoğunluğu					
HAO	336	0.67	95.89	23.65	21.41
EBHP	336	0.00	99.28	29.11	26.41
EBÜHP	336	0.00	99.28	46.44	30.34
Performans Kriterleri					
Karlılık Kriterleri					
KR2	336	-165.36	2062.36	31.45	167.07
KR3	336	-64.15	43.81	11.31	13.36
KR4	336	-3846.93	188.93	9.50	212.89
Piyasa Değeri Kriteri					
BR5	336	-24.36	246.99	5.12	14.08
Büyüme Kriterleri					
B01	336	-72.51	379.95	96.58	60.70
B03	336	-5.04	392.25	93.22	57.00

4.2.2. Krizsiz Döneme Ait Tanımlayıcı İstatistiklerin Değerlendirilmesi

Krizsiz dönem olarak incelenen 1996 ve 1997 yıllarına ait İMKB’de işlem gören şirketlerin bağımlı ve bağımsız değişkenleri için elde edilen tanımlayıcı istatistiklerine göre, HAO tüm şirketlerde ortalama olarak %28.18 olarak bulunmuştur. Bu dönemde krizin yaşandığı döneme göre HAO ortalama olarak artmıştır. Şirketler kriz sonrasında halka açılmışlardır. EBHP ve EBÜHP ise kriz dönemine göre oran olarak artış göstermiştir. Fakat bu artış HAO’da meydana gelen artıştan daha düşük seviyede gerçekleşmiştir.

Krizsiz dönemde KR4 ve BR5 oranları dışında şirketlerin performanslarını gösteren diğer oranlarda ortalama olarak kriz dönemine göre azalma meydana gelmiştir. Örneğin kriz döneminde ortalama olarak %31.45 olan KR2 oranı bu dönemde %22.11 olarak gerçekleşmiştir. Aynı şekilde %11.31 olan KR3 oranı bu dönemde %10.48 olarak bulunmuştur. B01 ve B03 oranlarında da kriz dönemine göre ortalama olarak azalma gerçekleşmiştir. Fakat KR4 ve BR5 oranları kriz dönemine göre artış göstermiştir. Özellikle kriz döneminde %11.31 olan KR4 oranı bu dönem %18.75 olmuştur. Ayrıca krizsiz dönemde şirketlerin performanslarındaki minimum ve maksimum değerler arasındaki farklar kriz dönemine göre birbirine daha yakındır. Bu oranlar arasındaki değişimler kriz döneminde daha derin olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 13: Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri (Krizsiz Dönem)

	Gözlem Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Mülkiyet Yoğunluğu					
HAO	224	0.67	86.94	28.18	20.79
EBHP	224	0.24	98.17	30.70	23.99
EBÜHP	224	0.48	99.61	48.16	27.02
Performans Kriterleri					
Karlılık Kriterleri					
KR2	224	-47.97	953.32	22.11	91.21
KR3	224	-26.92	40.57	10.48	10.45
KR4	224	-281.83	87.05	18.75	32.89
Piyasa Değeri Kriteri					
BR5	224	0.03	89.16	6.52	8.40
Büyüme Kriterleri					
B01	224	-45.64	529.21	93.82	67.04
B03	224	-30.68	538.73	93.62	73.31

4.3. UYGULAMA SONUÇLARI VE DEĞERLENDİRME

Uygulama sonuçları 1993-1995 yılları kriz dönemi, 1996 ve 1997 yılları ise krizsiz dönem olmak üzere iki dönem olarak elde edilmiştir. Her dönem için HAO, EBHP ve EBÜHP'nın şirket performansına etkisi bulunarak tablolar haline getirilmiştir. Aşağıda bu tablolar her dönem itibarıyla değerlendirilmeye çalışılacaktır.

4.3.1. Kriz Dönemi İçin Hisse Yoğunluğunun Şirket Performansına Etkisinin Değerlendirilmesi

Aşağıdaki tablolar kriz dönemindeki (1993 yılı, 1994 yılı ve 1995 yılı) İMKB'de işlem gören şirketlerin halka açıklık oranı (HAO), en büyük hissedarın payı (EBHP), en büyük üç hissedarın payı(EBÜHP) oranları ile ölçülen hisse yoğunluklarının şirketlerin net kar marjına (KR2), aktif karlılık oranına (KR3), öz sermaye karlılık oranına (KR4), piyasa değeri/defter değeri oranına (BR5) ve satışların büyüme hızı (B01) ile aktif büyüme hızı (B03) oranlarına olan etkilerini göstermektedir.

Bu modelde bağımlı değişken olarak KR2, KR3, KR4, BR5, B01 ve B03 belirlenmiştir. Bağımsız değişkenler ise şirketlerin halka açıklık oranı (HAO), en büyük hissedarın payı (EBHP), en büyük üç hissedarın payı(EBÜHP), devlet (D), yabancı (Y), yönetici (Y1) ve holding (H) dir.

Kriz dönemine ait olarak bağımlı değişkenler ve bağımsız değişkenler için yapılan korelasyon analizi sonuçları ekler kısmında verilmiştir. (Bkz. Ek 5)

Regresyon analizinde backward yöntemi, modelde bütün değişkenleri analize sokmaktadır. Aralarında anlamsız olanları modelden çıkararak geriye kalan değişkenlerle tekrar çalışmakta ve parametrelerin anlamlı olup olmadığını tekrar test etmektedir. Bu işlemi modelde bağımlı değişkeni açıklayan en anlamlı parametreler bulununcaya kadar devam ettirmektedir.

4.3.1.1. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Net Kar Marjına Etkisi

14. tablo KR2 bağımlı değişkeni için yapılan analiz sonucunda elde edilen en anlamlı parametreleri göstermektedir. Yapılan analiz sonucunda, KR2 ile EBHP ve devlet arasında istatistiksel olarak önemli ilişkiler olduğu bulunmuştur. Ayrıca modelin sabit değerleri ve F istatistikleri de anlamlı bulunmuştur. KR2 ile EBHP arasında pozitif, devlet arasında negatif ilişki bulunmuştur. Kriz döneminde EBHP arttıkça şirketlerin net kar marjı

artmaktadır. Fakat devletin sahip olduğu şirketlerde ise hisse yoğunluğunun artması durumunda, net kar marjı azalmaktadır. Şirketin en büyük hissedarının payının %1 oranında artması net kar marjını %1.006 oranında artırmaktadır.

Tablo 14: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Net Kar Marjına Etkisi

Model: $KR2_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	EBHP	Devlet	R ²	F
KR2	13.089	1.006	-42.114	0.027	4.706
(Önem Derecesi)	(0.339)	(0.005)	(0.051)		(0.010)

4.3.1.2. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi

KR3 bağımlı değişkeni ve diğer bağımsız değişkenler modele sokulmuş ve bağımlı değişkeni açıklayan en anlamlı bağımsız değişkenler 15. Tabloda gösterilmiştir.

Modelde KR3 ile EBHP arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca modelin F istatistikleri de anlamlı bulunmuştur. Kriz dönemlerinde EBHP artması sonucunda şirketin aktif karlılık oranı azalmaktadır.

Tablo 15: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi

Model: $KR3_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	EBHP	R2	F
KR3	12.872	-0.050	0.011	3.777
(Önem Derecesi)	(0.000)	(0.053)		(0.053)

4.3.1.3. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Öz Sermaye Karlılık Oranına Etkisi

KR4 bağımlı değişkeni modelde analize sokulmuş ve en anlamlı bulunan bağımsız değişkenler 16. Tabloda gösterilmiştir.

Modelde KR4 bağımlı değişkeni ile sabit ve EBHP arasında anlamlı ilişki bulunmuştur. F istatistikleri de önemli olarak bulunduğunu göstermektedir. Şirket hissedarlarından EBHP arttıkça öz sermaye karlılık oranı azalmaktadır. Kriz döneminde, şirketin en büyük hissedarının payının %1 artması öz sermaye karlılık oranını %1.197 oranında azaltmaktadır.

Tablo 16: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Öz Sermaye Karlılık Oranına Etkisi

Model: $KR4_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	EBHP	R^2	F
KR4	44.352	-1.197	0.022	7.533
(Önem Derecesi)	(0.010)	(0.006)		(0.006)

4.3.1.4. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Piyasa Değeri Oranına Etkisi

BR5 bağımlı değişkeni modelde uygulamaya sokulmuş ve elde edilen en anlamlı değişkenler 17. Tabloda gösterilmiştir. Krizin yaşandığı dönemde sabit ve EBÜHP arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Şirketteki EBÜHP artınca şirketin piyasa değeri/defter değeri oranı da artmaktadır. BR5 bağımlı değişkeni ile EBÜHP arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Tablo 17: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Piyasa Değeri Oranına Etkisi

Model: $BR5_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	EBÜHP	R^2	F
BR5	3.029	0.045	0.009	3.186
(Önem Derecesi)	(0.031)	(0.075)		(0.075)

4.3.1.5. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Satışların Büyüme Hızı Oranına Etkisi

18. tabloda B01 bağımlı değişkenine etki eden bağımsız değişkenler gösterilmiştir. Kriz döneminde yabancıların hisse yoğunluğu ile satışların büyüme hızı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler bulunmuştur. Modelde F istatistiği de anlamlı olarak bulunmuştur. Yabancıların hisse yoğunluklarında meydana gelen %1 oranında ki artışlar şirketin satışlarının büyüme hızında %16.185 oranında azalma meydana getirmektedir.

Tablo 18: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Satışların Büyüme Hızı Oranına Etkisi

Model: $B01_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	Yabancı	R^2	F
B01	99.185	-16.185	0.010	3.244
(Önem Derecesi)	(0.000)	(0.073)		(0.073)

4.3.1.6. Kriz Döneminde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Aktif Büyüme Hızı Oranına Etkisi

Kriz döneminde aktiflerin büyüme hızı oranı ile şirketlerin hisse yoğunlukları arasında istatistiksel olarak anlamlı bağımsız bir değişken bulunmamıştır. HAO, EBHP, EBÜHP, devlet, yabancı, yönetici ve holding bağımsız değişkenleri ile B03 arasında ilişki bulunmamıştır.

Tablo 19: Kriz Döneminde Hisse yoğunluğunun Şirketin Aktif Büyüme Hızı Oranına Etkisi

Model: $B03_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	R^2
B03	93.229	0.000
(Önem Derecesi)	(0.000)	

4.3.2. Krizsiz Dönem İçin Hisse Yoğunluğunun Şirket Performansına Etkisinin Değerlendirilmesi

Aşağıdaki tablolar krizin yaşanmadığı dönemdeki (1996 yılı ve 1997 yılı) İMKB’de işlem gören şirketlerin halka açıklık oranı (HAO), en büyük hissedarın payı (EBHP), en büyük üç hissedarın payı (EBÜHP) oranları ile ölçülen hisse yoğunluklarının şirketlerin net kar marjına (KR2), aktif karlılık oranına (KR3), öz sermaye karlılık oranına (KR4), piyasa değeri/defter değeri oranına (BR5) ve satışların büyüme hızı (B01) ile aktif büyüme hızı (B03) oranlarına olan etkilerini göstermektedir.

Bu modelde bağımlı değişken olarak KR2, KR3, KR4, BR5, B01 ve B03 belirlenmiştir. Bağımsız değişkenler ise şirketlerin halka açıklık oranı (HAO), en büyük hissedarın payı (EBHP), en büyük üç hissedarın payı (EBÜHP), devlet (D), yabancı (Y), yönetici (Y1) ve holding (H)’dır.

Krizsiz dönem için bağımlı ve bağımsız değişkenler için yapılan korelasyon analizi sonuçları ekler kısmında verilmiştir. (Bkz. Ek 6)

4.3.2.1. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Net Kar Marjına Etkisi

20. tablo KR2 bağımlı değişkeni için yapılan analiz sonucunda elde edilen en anlamlı parametreleri göstermektedir. Yapılan analiz sonucunda, KR2 ile EBHP arasında istatistiksel olarak önemli ilişkiler olduğu bulunmuştur. Ayrıca modelin F istatistikleri de anlamlı bulunmuştur. KR2 ile EBHP arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki mevcuttur. Krizin yaşanmadığı dönemde EBHP arttıkça şirketlerin net kar marjı artmaktadır. Şirketin en büyük hissedarının payının %1 oranında artması net kar marjını %0.540 oranında artırmaktadır.

Tablo 20: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Net Kar Marjına Etkisi

Model: $KR2_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	EBHP	R^2	F
KR2	5.536	0.540	0.020	4.573
(Önem Derecesi)	(0.574)	(0.034)		(0.034)

4.3.2.2. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi

KR3 bağımlı değişkeni ve diğer bağımsız değişkenler modele sokulmuş ve bağımlı değişkeni açıklayan anlamlı bağımsız değişkenler 21. Tabloda gösterilmiştir.

Modelde KR3 ile devlet ve yabancı bağımsız değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca modelin F istatistikleri de anlamlı bulunmuştur. Krizsiz dönemde devletin ve yabancıların sahip olduğu şirketlerde hisse yoğunluğunun artması ile şirketin aktif karlılık oranı arasında anlamlı ilişki mevcuttur. Devletin sahip olduğu şirketlerdeki hisse yoğunluk oranlarındaki artışlar KR3 oranı azaltıcı etkide bulunmaktadır. Yabancıların sahip olduğu şirketlerde ise hisse yoğunluk oranlarının artması aktif karlılık oranını da artırmaktadır.

Tablo 21: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Aktif Karlılık Oranına Etkisi

Model: $KR3_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	Devlet	Yabancı	R^2	F
KR3	10.514	-2.772	3.961	0.031	3.515
(Önem Derecesi)	(0.000)	(0.092)	(0.038)		(0.031)

4.3.2.3. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Öz Sermaye Karlılık Oranına Etkisi

KR4 bağımlı değişkeni modelde analize sokulmuş ve en anlamlı bulunan bağımsız değişkenler 22. Tabloda gösterilmiştir.

Modelde KR4 bağımlı değişkeni ile sabit, devlet ve yabancı bağımsız değişkenleri arasında anlamlı ilişki bulunmuştur. F istatistikleri de önemli olarak bulunduğunu göstermektedir. Devletin ve yabancıların sahip olduğu şirketlerdeki hisse yoğunluğunun artması öz sermaye karlılık oranı üzerinde etkili olmaktadır. Krizin yaşanmadığı dönemde, devletin hisse yoğunluğunun artması öz sermaye karlılık oranını azaltmaktadır. Fakat yabancıların sahip olduğu şirketlerde hisse yoğunluk oranlarının artması öz sermaye

karlılık oranını artırmaktadır. Yabancıların hisse yoğunluklarının %1 artması KR4 oranını %11.154 oranında artırmaktadır. Devletin hisse yoğunluk oranındaki %1 artış ise KR4 oranını %13.191 oranında azaltmaktadır.

Tablo 22: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Öz Sermaye Karlılık Oranına Etkisi

Model: $KR4_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	Devlet	Yabancı	R^2	F
KR4	20.075	-13.191	11.154	0.043	4.961
(Önem Derecesi)	(0.000)	(0.011)	(0.062)		(0.008)

4.3.2.4. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Piyasa Değeri Oranına Etkisi

BR5 bağımlı değişkeni modelde uygulamaya sokulmuş ve elde edilen en anlamlı değişkenler 23. Tabloda gösterilmiştir. Krizin yaşanmadığı dönemde sabit, HAO ve yabancı bağımsız değişkenleri ile BR5 bağımlı değişkeni arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulunmuştur. HAO ile negatif, yabancılar bağımsız değişkeni ile BR% arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Yabancıların sahip olduğu şirketler dışındaki şirketlerin HAO artması BR5 oranını azaltmaktadır. Yabancıların sahip olduğu şirketlerdeki hisse yoğunluk artışları ise, piyasa değerini artırmaktadır.

Tablo 23: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Piyasa Değeri Oranına Etkisi

Model: $BR5_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	HAO	Yabancı	R^2	F
BR5	7.907	-0.065	3.028	0.055	6.432
(Önem Derecesi)	(0.000)	(0.017)	(0.054)		(0.002)

4.3.2.5. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Satışların Büyüme Hızı Oranına Etkisi

24. tabloda B01 bağımlı değişkenine etki eden bağımsız değişkenler gösterilmiştir. Krizsiz dönemde B01 bağımlı değişkenine etki eden anlamlı bir bağımsız değişken bulunmamıştır.

Tablo 24: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Satışların Büyüme Hızı Oranına Etkisi

Model: $B01_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	R^2
B01	93.820	0.000
(Önem Derecesi)	(0.000)	

4.3.2.6. Krizsiz Dönemde Hisse Yoğunluğunun Şirketin Aktif Büyüme Hızı Oranına Etkisi

B03 bağımlı değişkenine etki eden anlamlı bir bağımsız değişken bulunmamıştır. Sadece sabit anlamlı bulunmuştur.

Tablo 25: Krizsiz Dönemde Hisse yoğunluğunun Şirketin Aktif Büyüme Hızı Oranına Etkisi

Model: $B03_i = \alpha + \beta_1 HAO + \beta_2 EBHP + \beta_3 EBÜHP + \beta_4 Devlet + \beta_5 Yabancı + \beta_6 Yönetici + \beta_7 Holding + e_i$

Performans Kriteri	Sabit (α)	R^2
B03	93.627	0.000
(Önem Derecesi)	(0.000)	

4.3.3. Kriz Dönemi İle Krizsiz Dönem İçin Hisse Yoğunluklarının Şirket Performansına Etkisinin Karşılaştırılması

Kriz döneminde, İMKB’de işlem gören 112 şirketin hisse yoğunluk oranları ile şirket performansları arasında ilişkiler olduğu bulunmuştur. Bu dönemde, Şirketlerin net kar marjı (KR2) EBHP artışından dolayı artarken, devletin sahip olduğu şirketlerde hisse yoğunluk artışından dolayı azalmıştır. Aktif karlılık oranı (KR3) ve öz sermaye karlılık

oranları (KR4) ise, şirketlerdeki EBHP artışından dolayı olumsuz etkilenerek azalma göstermiştir. Fakat piyasa değeri/defter değeri oranı (BR5) ise EBÜHP artışından pozitif olarak etkilenerek artmıştır. Büyüme oranlarından olan satışların büyüme hızı oranı (B01) ise yabancıların sahip olduğu şirketlerdeki hisse yoğunluk artışından olumsuz olarak etkilenerek azalmıştır. Aktiflerin büyüme hızı oranı ise bu dönemde hisse yoğunluk oranlarından etkilenmemiştir.

Krizin yaşanmadığı krizsiz dönemde ise, net kar marjı şirketlerdeki EBHP artışından olumlu olarak etkilenerek artmıştır. Aktif karlılık oranı ise, devletin sahip olduğu şirketlerdeki hisse yoğunluk oranı artışından dolayı azalmıştır. Fakat yabancıların sahip olduğu şirketlerde ise, bu oran artmıştır. Öz sermaye karlılık oranı devletin sahip olduğu şirketlerde hisse yoğunluk artışından olumsuz etkilenerek azalma gösterirken yabancıların sahip olduğu şirketlerde ise olumlu yönde artmıştır. Piyasa değeri/defter değeri oranı ise HAO artışından dolayı azalırken yabancıların sahip olduğu şirketlerde artma göstermiştir. Aynı dönemde, satışların büyüme hızı ve aktiflerin büyüme hızı oranları ile bağımsız değişkenler arasında bir ilişki bulunmamıştır. Krizin yaşanmadığı dönemlerde EBHP artışıyla performans arasında pozitif ilişki bulunmaktadır.

Krizin yaşandığı ve yaşanmadığı dönemde devletin sahip olduğu şirketlerdeki hisse yoğunluk oranlarında meydana gelen artışlar bu şirketlerin performansını olumsuz olarak etkilemiştir. Her iki dönemde de hisse yoğunluk oranı artışıyla şirket performansı arasında ters ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Krizin yaşandığı dönemde, net kar marjı krizsiz dönemde ise aktiflerin karlılık oranı ve öz sermaye karlılık oranı hisse yoğunluk oranı artışından etkilenerek azalmıştır. Sonuç olarak devletin sahip olduğu şirketlerde hisse yoğunluk oranları ile performans oranları arasında ters ve anlamlı bir ilişki mevcuttur. Yabancıların sahip olduğu şirketlerde ise, kriz dönemlerinde satışların büyüme hızı oranı hisse yoğunluk oranı artışından etkilenerek azalmıştır. Bu dönemde hisse yoğunluk oranı artışıyla satışların büyüme hızı oranı arasında ters ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Krizin yaşanmadığı dönemde ise; yabancıların sahip olduğu şirketlerde hisse yoğunluk oranı artışı aktif karlılık oranı, öz sermaye karlılık oranı ve piyasa değeri oranlarını artırmıştır. Yabancıların sahip olduğu şirketlerde hisse yoğunluğu ile performans arasında kriz dönemlerinde ters ve anlamlı ilişki, krizin yaşanmadığı dönemlerde ise pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. HAO oranı ile performans arasında krizsiz dönemler için ters ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

SONUÇ

Bu çalışmada şirketlerin hisse yapıları ve hisse yapılarının işletmelerin performanslarına olan etkileri ile özellikle finansal krizlerin yaşandığı dönemlerdeki etkileri incelenmiştir. Bu amaçla çalışmanın ilk iki bölümünde teori, üçüncü bölümde modellerin kurulması ve dördüncü bölümde de uygulama bölümleri oluşturulmuştur. Birinci bölümde finansal krizler, nedenleri, Türkiye'nin global olarak etkilendiği finansal krizler ile Türkiye'de yaşanan krizlerin oluşumu ve etkileri incelenmiştir. İkinci bölümde hisse yapıları, hisse yoğunluğu ve hisse yoğunluğunu etkileyen nedenler incelenerek, Türkiye'deki işletmelerin hisse yapıları ile ABD'deki, Avrupa Topluluğu Ülkelerindeki ve Asya Ülkelerindeki işletmelerin hisse yapıları karşılaştırılmıştır. Ayrıca, bu bölümde şirketlerin hisse yapılarının şirket performanslarına olan etkileri hakkında teorik bilgiler verilmiştir. Üçüncü bölümde, hisse yapılarının şirket performansına olan Etkilerinin belirlenebilmesi amacıyla regresyon modeli kurulmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı ve diğer dünya ülkelerini de etkileyen finansal krizlerin temelinde plansız hızlı büyüme, aşırı dış borçlanmalar, uygulanan ekonomik ve siyasi politikalar bulunmaktadır. Globalleşmenin etkisiyle uluslararası finans piyasalarında dolaşan uluslararası sermayenin hızlı hareket etmesi de finansal krizlerin yaşanmasına neden olmuştur. Türkiye geliştirmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerden etkilenmekle birlikte bu krizlerin etkilerini giderme yollarını da görebilmiştir. 1994 yılında yaşanan finansal krizin etkilerinden kurtulmaya çalışan Türkiye ekonomisi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 finansal krizlerinin olumsuz etkilerini yaşamıştır. Bu olumsuz etkileri gidermek için, 1994 finansal krizinde olduğu gibi krizden çıkabilmek için programlar uygulamaya sokulmuştur. Şubat 2001 finansal krizinin olumsuz etkisini gidermek için uygulamaya konan “güçlü ekonomiye geçiş programı” 5 Nisan Kararları'na göre daha kapsamlı ve köklü reformlar içeren bir program olma özelliğine sahip olmuştur.

Yaşanan finansal krizlerden etkilenen şirket performansları, şirketlerden beklentileri olan yatırımcıları da etkilemektedir. Özellikle sermaye piyasalarına yatırım yapan küçük yatırımcılar finansal krizlerden daha fazla etkilenmektedirler. Fakat şirket performansları finansal krizlerin yaşanmadığı dönemlerde de olumsuz olarak etkilenebilmektedir. Bu etkilerden birisi de şirketlerin hisse yapılarıdır. Şirketlerin hisse yapıları, şirketin yönetim ve kontrolü üzerinde belirleyici olduğu için önemli olmaktadır. Çünkü hisselerin çoğunluk

kısmına sahip olan hissedarlar şirketin yönetimi ve kontrolü üzerinde de söz sahibi olmaktadırlar. Şirketler kontrol açısından Monsen ve Downs tarafından iki grupta incelenmiştir. Bu gruplardan ilki şirketin sahibinin ve yöneticisinin aynı olduğu **maliklerin yönettiği** şirketler, ikinci grup şirketler ise, şirkette hiçbir kontrol hissesine sahip olmayan yöneticilerin yönettiği **yönetimsel** şirketlerdir.

Berle ve Means ise, şirketleri kontrol açısından hissedarların hisse oranlarına göre özel mülkiyetli şirketler, çoğunluk kontrollü şirketler, azınlık kontrollü şirketler, yasal araçlar tarafından kontrol edilen şirketler ve yönetim kontrollü şirketler olmak üzere beş gruba ayırmışlardır.

Dışarıdan atanan yöneticiler tarafından yönetilen firmalarda temsil sorunları ile karşılaşılırken, çoğunluk hissedarlar tarafından yönetilen firmalarda da baskın olan hissedarın şirketin kaynaklarını kendi menfaatleri doğrultusunda kullanmaları sorunları ile karşılaşmaktadır. Bu durumda şirket hisselerinin küçük bir kısmına sahip ve dağınık durumda olan azınlık hissedarların şirketten bekledikleri getiriler gerçekleşmemektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de azınlık hissedarların menfaatlerini koruyucu etkin bir mekanizma bulunmamaktadır.

Türkiye’de şirketlerin hisse yapıları incelendiği zaman tamamına yakın bir kısmında hisselerin bir kişi veya gruba ait olduğu görülmektedir. Bunun temel sebeplerinden birisi de sanayinin aile şirketleri tarafından kurulmuş olması ve bu tür şirketlerin halka açılırken şirketin yönetim ve kontrolünü ellerinde bulundurarak halka arz yapmalarıdır. Ayrıca ekonomiyi güçlendirmek için önemli sanayi yatırımlarını devletin yapması ve günümüzde bu şirketlerin etkin bir şekilde özelleştirilememesi de devletin çoğu şirkette en büyük hissedar olarak kalmasına neden olmuştur.

Şirketlerin performansı şirketlerin hisse yapılarının dışında, şirket yönetiminin etkinliği, yasal kaynağın etkinliği, şirket portföyünün çeşitlendirilmesi, içeriden öğrenenler ticareti ve manipülasyonlardan da etkilenmektedir.

Şirketlerin hisse yapılarının şirket performansına olan etkilerinin belirlenmesi amacıyla kurulan regresyon modeli hisse yapılarının, performanslara olan etkilerini göstermek amacıyla kurulmuştur. Bu modelde; performans kriterleri bağımlı değişken, hisse yapıları ise bağımsız değişken olarak modelde uygulamaya sokulmuştur. Hisse

yapılarının finansal kriz dönemlerinde şirketin performansına olan etkisinin görülebilmesi amacıyla finansal krizlerin yaşandığı dönemlerdeki hisse yoğunluk verileri ile performans verileri modelde kullanılmıştır.

Şirketler ile ilgili olarak sağlıklı verilerin bulunabilmesi amacıyla uygulama İMKB’de işlem gören şirketler üzerinde yapılmıştır. Çünkü İMKB’de işlem gören kayıtlı şirketler, hisse yapıları ile performanslarının belirlenebildiği mali tabloları düzenli ve standart bir şekilde kullanıma sunmaktadırlar. Uygulamada, İMKB’de 1993 ve 1997 yıllarında sürekli olarak işlem gören 112 şirketin verileri kullanılmıştır. Mali sektörün performans ile ilgili verilerinin farklı olması sebebiyle uygulama sadece reel sektör üzerinde yapılmıştır.

Bu amaçla 112 şirketin hisse yapıları ve performansları ile ilgili elde edilen veriler regresyon modeli kullanılarak SPSS programı ile regresyon analizine sokulmuştur. Şirket performansına etki eden en anlamlı değişkenin bulunabilmesi amacıyla backward yöntemi ile regresyon analizi yapılmış ve her bir performans kriteri için en anlamlı bağımsız değişken elde edilmiştir. Bu anlamlı değişkenlerin finansal krizlerin yaşandığı dönemlerdeki etkisinin belirlenmesi amacıyla uygulamada finansal kriz dönemi olarak 1994 finansal krizinin yaşandığı dönem dikkate alınmıştır. Kriz dönemi olarak kriz öncesi yıl olan 1993 yılı, krizin ortaya çıktığı 1994 yılı ve kriz sonrası yıl olan 1995 yılı kriz dönemi olarak incelenmiştir. Krizlerin yaşanmadığı 1996 ve 1997 yılları ise krizsiz dönem olarak ele alınmıştır.

Elde edilen uygulama sonuçlarına göre, kriz dönemlerinde şirketin en büyük hissedarının payının artması şirketin karlılık oranlarından net kar marjını artırırken, aktif karlılık oranı ile öz sermaye karlılık oranlarını azaltmaktadır. Şirketin en büyük üç hissedarının payının artması ise şirketin büyüme oranını artırmaktadır. Bu dönemde devletin ve yabancıların sahip olduğu şirketlerdeki hisse yoğunluk oranlarının artması devletin sahip olduğu şirketlerde net kar marjını, yabancıların sahip olduğu şirketlerde ise satışların büyüme hızını azaltmıştır.

Krizin yaşanmadığı krizsiz dönemde şirketin en büyük hissedarının hisse oranının artması şirketin net kar marjını artırmıştır. Devletin sahip olduğu şirketlerde, hisse yoğunluğunun artması şirketin aktif karlılık oranı ile öz sermaye karlılık oranını azaltmıştır. Yabancıların sahip olduğu şirketlerdeki hisse yoğunluk oranlarındaki artışlar

aktif karlılık oranları, öz sermaye karlılık oranları ile piyasa değeri oranlarında artış meydana getirmiştir.

Devletin sahip olduğu şirketlerde devletin hisse yoğunluk artışı her iki dönemde de şirketlerin performansını negatif olarak etkilemektedir. Kriz dönemlerinde şirketin en büyük hissedarı ile en büyük üç hissedarının sermaye payının artması şirketlerin net kar marjı ve piyasa değerlerinin artmasını sağlamıştır.

Sonuç olarak, kriz dönemlerinde hisse yoğunluğunun artması bazı şirket performansı ölçütleri üzerinde olumlu etki yaparken bazılarında ise olumsuz etki yapmaktadır. Ayrıca, devletin sahip olduğu şirketlerde hisse yoğunluk artışının şirketin her iki dönemde de performansı üzerinde olumsuz etki yapması bu şirketlerdeki performans düşüklüğü sebeplerinin varlığına delil teşkil etmektedir.



KAYNAKÇA

AĞAOĞLU E. Abdülgaffar, **“Kaos Kuramı”, İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:101-102, Ağustos- Eylül, 1994.

ALKİN Erdoğan, **“On Yıl Önce-On Yıl Sonra”, İktisat Dergisi**, Sayı:312, Şubat, 1991.

ALPARSLAN Melike, **“Bankaların Gözetim ve Denetimi Konusunda Asya Krizinden Alınması Gereken Dersler”, Bankacılar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Sayı:30, Eylül, 1999.

ARI Önder, **“Körfez Krizinin Etkileri ve Türkiye”, İktisat Dergisi**, Sayı:308-309, Ekim-Kasım 1990.

ARİBOĞAN Deniz Ülke, **“Uluslararası İlişkiler Disiplini Açısından Körfez Krizi”, İktisat Dergisi**, Sayı:312, Şubat, 1993.

ARORA Alka- ALAM Pervaiz- PEARSON Michael A., **“Enhancing the Quality of CEO Compensation Disclosure”, The Mid-Atlantic Journal of Business**, Volume: 36, No:1, March, 2000.

ATEŞ Toktamış, **“Körfez Krizi ve Düşündürdükleri”, İktisat Dergisi**, Sayı:308-309, Ekim-Kasım 1990.

AYDIN Selda, **“Asya Krizi ve Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi”, Maliye Dergisi**, Sayı :133, Ocak-Nisan, 2000.

AYDOĞUŞ İsmail, **“Global Büyüme ve Kriz”, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi**, Cilt:2, Sayı:1, Temmuz 2000.

BEKÇİ İsmail, “Optimal Portföy Oluşturulmasında Bulanık Doğrusal Programlama Modeli ve İMKB’de Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, S.D.Ü., Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2001.

BIANCHI Marcello- BIANCO Magda- ENRIQUES Luca, “Pramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=293882

BOYNER Cem, “Zamanı Gelmiş Bir Fikir Kadar Güçlü Bir Silah Yoktur”, İktisat Dergisi, Yıl:30, Sayı:349, Mayıs-Haziran, 1994.

BOZKURT Ünal, “Aile Şirketleri Daha mı Başarılı?”, Milliyet Gazetesi, 18 Şubat 1997.

BREALEY Richard A.- MYERS Stewart C.- MARCUS Alan J., İşletme Finansının Temelleri, (Çev.Ünal BOZKURT , Türkân ARIKAN, Hatice DOĞUKANLI), Literatür Yayıncılık, Ağustos, 1999.

BRUNO Michael, Kriz, İstikrar Programları ve Ekonomik Reform, (Çev: Zülfü DİCLELİ), Türk Henkel Dergisi Yayınları, İstanbul, 1994.

BULUT Halil İ., “Sermaye Piyasalarında Finansal Aracılar Olarak Risk Sermayesi Şirketlerinin Rolü”, İMKB Dergisi, Yıl:4, Sayı:15, Temmuz-Ağustos-Eylül, 2000.

BÜKER Semih, Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, Eskişehir İ.T.İ.A Yayınları, No:156/98, Eskişehir, 1976.

CAPOZZA Dennis R.- SEGUIN Paul J., **“Debt Agency and Management Contracts in REİTS: The External Advisor Puzzle”, The Journal of Real Estate Finance and Economics, Volume: 20, Number:2, March, 2000.**

CELASUN Oya, **“The 1994 Currency Crises”, Turkish Business World, April, 20001.**

CHEN Sheng-Syan- HO Kim Wai, **“Corporate Diversification, Ownership Structure, and Firm Value the Singapore Evidence”, International Review of Financial Analysis, September, 2000.**

CHO Myeong-Hyeon, **“Ownership Structure, Investment and the Corporate Value: An Empirical Analysis”, Journal of Financial Economics, Volume:47, 1998.**

CHUNG Kee. H.- KİM Jeong-Kuk, **“Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market”, Journal of Corporate Finance, May, 1999.**

CLAESSENS Stijn- DJANKOV Simeon- LANG Larry H.P., **“The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, Journal of Financial Economics, December, 2000.**

CLAESSENS Stijn- DJANKOV Simeon, **“Enterprise Performance and Management Turnover in the Czech Republic”, European economic Review, 1999.**

COLES Jerilyn W.- HESTERLY William S., **“Independence of the Chairman and Board Composition: Firm Choice and Shareholder Value”, Journal of Management, Volume: 26, No:2, 2000.**

ÇELEBİ Işın, **Yeni Bir Düzen Anlayışı Özelleştirme, Milliyet Yayınları, İnceleme/Ekonomi Dizisi, 2.Baskı, Nisan, 1995.**

**ÇETİNKAYA Mevlüt, “75 Yılda Türk Sanayii”, İzmir Ticaret Borsası I
Sayı:24, Ekim-Aralık, 1998.**

**ÇITAK Serdar, Amerika Birleşik Devletleri Finans Sistemi İçinde Aracı Kurum
SPK Yayınları, Yayın No:121, Temmuz, 1998.**

**ÇİLOĞLU Barış, “Bir Arjantinli Kadar Zengin Deyiminden Ekonomisi Çö
Arjantin’e”, <http://www.haberbilgi.com/haber/200204/arjantin.html>**

**ÇOKGEZEN Murat, “Mülkiyet Yapısı Etkinlik İlişkisi Şeker Fabrikaları Örneği
Yayımlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul, 1996.**

**DEMİR Yusuf, “İMKB’de Hisse Senedi Fiyatlarını Belirleyen Faktörler ve Mali
Sektör Üzerine Bir Uygulama”, Yayımlanmamış Doktora Tezi, SDÜ, SBE,
Isparta, 2001.**

**DEMSETZ Harold- LEHN Kenneth, “The Structure of Corporate Ownership: Causes
and Consequences”, Journal of Political Economy, Volume:93, 1985.**

**DERVİŞ Kemal, “Küresel İktisadi Kriz ve Dünya Bankası”, İktisat İşletme ve Finans
Dergisi, Yıl:14, Sayı:158, Mayıs, 1999.**

**ECZACIBAŞI Bülent, “Büyüme Yerine İstikrarı Seçelim Büyüme Arkadan
Gelecektir”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:10, Sayı:111, Haziran,
1995.**

**EFE Birol- ALAYLIOĞLU Fuat, Türk Sermaye Piyasasında Yatırımcıların
Korunması, İzmir Ticaret Odası Yayını, İzmir, 2000.**

EGE Yavuz, “Güneydoğu Asya Krizi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Muhtemel Etkileri”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:13, Sayı:144, Mart, 1998.

EİCHENGREEN Barry, “Predicting, Preventing and Managing International Financial Crises”, 1998.
<http://financialservices.house.gov/banking/91498eic.htm>

EKİCİ M. Sena- SEVER Erşan, “Türkiye’deki Ekonomik İstikrarsızlığın Nedenleri ve Buna Bağlı Olarak Alınması Gereken Önlemler”, İktisat Dergisi, Yıl:36, Sayı:397-398, Ocak-Şubat, 2000.

EMİR Mustafa, “Türk Bankacılık Sektörünün Mülkiyet Yapısı ve Performansı: Ampirik Bir Çalışma”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:14, Sayı:157, Nisan, 1999.

ERÇEL Gazi, “99 İlkbaharında Türkiye Ekonomisinde İstikrar Arayışları”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:14, Sayı:157, Nisan, 1999.

ERÇEL Gazi, “Features and Prospects of the Turkish Economy”, Turkish Business World, No:26, November, 2000.

ERÇEL Gazi, “Krizler ve Alınacak Dersler”, Finans Dünyası Dergisi, Sayı:55, Temmuz, 1994.

ERDÖNMEZ Pelin Ataman- TÜLAY Burçak, “Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar”, Bankacılar Dergisi, Yıl: 10, Sayı:31, Aralık, 1999.

EREN Ercan- BİLDİRİCİ Melike- FIRAT S. Ümit, “Türkiye’de 1998-1999 Krizinde Yönetici Davranışlarının İktisadi Analizi”, İktisat ve İşletme Dergisi, Yıl:15, Sayı:166, Ocak, 2000.

EREN, Kasım “Doğu Asya Ekonomilerindeki Krizin Nedenleri ve Etkileri”, İMKB Dergisi, Yıl:3, Sayı:10, Nisan-Mayıs-Haziran, 1999.

EREZ Yalım, “5 Nisan İstikrar Programı Hakkında Görüşler”, Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, 1994.

ERSEL Hasan, “1980’lerde Türkiye’de Yapısal Değişim ve İktisadi Düşünce Ortamı”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:14, Sayı:155, Şubat, 1999.

ESEN Oğuz, “Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları”, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Yayını, Cilt:9, Sayı:30, Sonbahar, 1998.

ESEN Oğuz, “Rusya Krizi: Geçmişe Kısa Bir Bakış”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:13, Sayı:150, Eylül, 1998.

ESER Kadir- BELET Nuran Halise, “Yeni Bir Uluslararası Ekonomik Düzene Doğru Asya Krizinden Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Çıkarılabilecek Dersler”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:15, Sayı:173, Ağustos, 2000.

ESTRİN Saul- ROSEVAR Adam, “Enterprise Performance and Ownership: The Case of Ukrania”, European Economic Review, 1999.

FLORES Enrique Buj, “Küresel İktisadi Kriz, Meksika Krizi, Krizle Mücadelede Meksika Deneyimi”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:15, Sayı:169.

GEREK Sevgi, **Finansal Küreselleşme ve Türkiye**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1095, Yıl.11, Sayı.125, Eskişehir, 1999.

GIBSON Michael, **“Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?”**, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=205808

GÖKTAŞ Abdülkadir, **“Güneydoğu Asya Krizinin Maliye ve Para Politikaları Açısından Sonuçları”**, Maliye Dergisi, Sayı 133, Ocak-Nisan, 2000.

GRAHAM Benjamin, **Akıllı Yatırımcı**, Scala Yayıncılık, (Çev:Ali PERŞEMBE), Ocak, 1999.

GÜCENME Ümit, **Türkiye’deki Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler**, Türkiye Bankalar Birliği, Ankara, 1994.

GÜNAL Mehmet, **“Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky’nın Finansal İstikrarsızlık Hipotezi”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:16, Sayı:180, Mart, 2001.

GÜNAL Vural, **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul 1997.

HENDERSON Callum (Çev:Meral GÖNENÇ), **Asya Çöküyor**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, Ocak, 2000.

HENDRİCKS Kevin B.- SINGHAL Vinod R., **“Firm Characteristic, Total Management, and Financial Performance”**, Journal of Operations Management, Volume: 19, Number:3, May, 2001.

HİMMELBERG Charles P.- THEBBARD R. Glenn- PALİA Darius, **“Understanding the Determinants of Managerial Ownership And The Link Between Ownership And Performance”**, Volume:9 March, 1998

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300482

HOLDERNESS G. Clifford- SHEEAN P. Dennis, **“The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis”**, Journal of Financial Economics, Volume:20, 1998.

HULLE Cynthia Van, **“On the Nature of European Holdings Groups”**, Elseiver Science Inc, 1998.

JENSEN Michael C.- MECKLING William H., **“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”**, Journal of Financial Economics, Volume: 3, No:4, October, 1976.

KARABIÇAK Mevlüt, **“Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Tarihsel Gelişim Süreci”**, Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Dergisi, Cilt:5, Sayı:2, Isparta, 2000.

KARAOSMANOĞLU Atilla, **“Krizin Tarifindeki Kriz”**, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:23, Mart,1999.

KARPUZOĞLU Ebru, **Büyüyen ve Gelişen Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma**, Hayat Yayıncılık, İstanbul, 2001.

KARSLI Muharrem, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Beta Basım Yayım Dağıtım, 3.Baskı,1994.

KAVASOĞLU Abdurrahman, "Anonim Şirketlerde Özel Denetçi", Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul, 1999.

KEPENEK Yakup- YENTÜRK Nurhan, **Türkiye Ekonomisi**, 7. Baskı, İstanbul, 1995.

KIYMAZ Halil, KILIÇ Osman, "Asya Krizinin Finansal Kuruluşlar Üzerindeki Etkileri: İMKB Deneyimi", **İMKB Dergisi**, Yıl:4, Sayı:13, Ocak-Şubat-Mart, 2000.

KIZILIRMAK ÜÇKAYA A. Burçin, "Finansal Sistem ve Ekonomik Kalkınma :Doğu Asya Ülkeleri Deneyimi", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:14, Sayı:158.

KÖKE F. Jens, "New Evidence on Ownership Structures in Germany", June, 1999.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=198929

LEECH Dennis- LEAHY John, "Ownership S tructure, C ontrol T ype C lassifications and The Performance of Large British Companies", **The Econonmic Journal**, Volume:101, 1991.

MAHMUT Hayrullah, "5 Nisan: Buruk Bir Yıldönümü", **Egevizyon Dergisi**, ESİAD Yayını, Sayı:7, Ocak-Mart, 1995.

MALATYALI Kamuran, "Türkiye'de Ekonomik Kriz Koşullarına Etki Eden Unsurlar Hakkında Bir Araştırma", **İMKB Dergisi**, Yıl:4, Sayı:15, Temmuz-Ağustos-Eylül 2000.

MANİSALI Erol, "Krizler ve Dış İlişkiler", **Ekonomik Forum Dergisi**, TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001.

MAZGİRT İsmail- UYSAL Yaşar, “İMF ve Türkiye”, İzmir Ticaret Odası Dergisi, Temmuz, 1998.

MAZGİRT İsmail-UYSAL Yaşar, “47 Yıllık Macera, IMF ve Türkiye”, İzmir Ticaret Odası Dergisi, Sayı:7, Temmuz, 1994.

MERCAN Muhammet- YOLALAN Reha, “Türk Bankacılık Sisteminde Ölçek ve Mülkiyet Yapıları İle Performans İlişkisi”, İMKB Dergisi, Yıl:4, Sayı:15, Temmuz-Ağustos-Eylül, 2000.

MİTROFF Ian I., When' at Crisis Management, Organizational Dynamics, Autumn, 1997.

MİTTON Todd, “A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis”, http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID246030_code001109130.pdf?abstractid=246030.

MONSEN R. J.- DOWNS A., “A Theory of Large Managerial Firms”, Journal of Political Economy, 1965.

MORGİL Orhan, “Krizden Alınacak Dersler”, İzmir Ticaret Odası Dergisi, Sayı:26, Nisan-Haziran, 1998.

MURASE Hideaki, “Equity Ownership and the Determination of Managers Bonuses in Japan Firms”, Japan and the World Economy, October, 1998.

ÖNDER Zeynep, “İMKB’deki Türk Şirketlerinde Mülkiyet Yapısı ve Şirketin Performansına Etkileri”, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, Cilt:2, Sayı:2, Haziran, 2000.

ÖZGENER Şevki, “Ekonomik Sistemler ve Ahlak”, Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Dergisi, Cilt:5, Sayı:1, Isparta, 2000.

ÖZMEN Hasan, “Kalkınmanın Kaynakları Ekonominin Solunum Yolları: Üretim ve İhracat”, İzmir Ticaret Borsası Dergisi, Sayı:7, Temmuz, 1994.

ÖZMEN Tahsin, Sermaye Artırımlarının Hisse Senetleri Fiyatları Üzerindeki Etkileri, Yaman Aşıkoğlu’na Armağan, SPK Yayınları, Yayın no:56, Ocak, 1997.

ÖZTÜRK Emin, “Kriz Ne Zaman”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:11, Sayı:125, Ağustos, 1996.

ÖZÜN Alper, “Kaos Teorisi, Hisse Senedi Getirilerindeki Doğrusal Olmayan Davranışlar, Zayıf İşlem ve Gelişen Piyasalarda Piyasa Etkinliği: İMKB Örneği”, İMKB Dergisi, Cilt:3, Sayı:9, Ocak-Şubat-Mart, 1999.

PARASIZ M. İlker, Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa 2001.

PARASIZ M. İlker, Kriz Ekonomisi, Ezgi Kitabevi Yayınları, İkinci Baskı, Bursa, 1996.

PAYA Merih, “5 Nisan Paketinin Bir Yılı”, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:350, Mayıs, 1995.

PİCOT A.- WOLF B., “Institutional Economics of Public Firms and Administration”, Journal of Institutional and Theoretical Economics, 150/1,1994.

Qİ Daqing- WU Woody- ZHANG Hua, “Shareholding Structure and Corporate Performance of Partially Privatized Firms: Evidence From Listed Chinese Companies”, Pasific-Basin Finance Journal, 8 February, 2000.

RAMASWAMY Kannan- GOMES Lenn- VELİYATH Rajaram, **“The Performance Correlates of Ownership Control: a Study of US: and European MNE Joint Ventures in India”**, *International Business Review*, 7, 1998.

RENNEBOOG Luc, **“Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange”**, *Journal Of Banking & Finance*, 2000.

RODOPLU Gültekin, **“Aile Şirketinin Ömrü Kısa”**, *Milliyet Gazetesi*, 12 nisan 1998, <http://www.milliyet.com.tr/1998/04/12/index.html>

RODOPLU Gültekin, **Para ve Sermaye Piyasaları**, Tuğra Ofset, Isparta, 2002.

RODOPLU Gültekin, **Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşları ve Analizleri**, Yıldırım Matbaası. İstanbul, 1990.

RODOPLU Gültekin, **Türkiyede Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, No:459-692, İstanbul-1993.

RODOPLU Gültekin- AKDEMİR Ali, **İşletme Bilimine Giriş**, Isparta, 1998.

SAĞLAM Dündar, **“Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli Bir Analizi”**, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:13, Sayı:152.

SARAÇOĞLU Rüşdü, **“Ekonomik Özgürlükler, Güven ve Reform Süreci”**, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:9, Sayı:100, Temmuz, 1994.

SARIKAMIŞ Cevat- A YDIN Nurhan- SEVİL Güven, **Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar**, Açık Öğretim Fakültesi Yayınları, No:526, Eskişehir, 13 Kasım 2001.

SARIKAMIŞ Cevat, **“Faaliyet Raporlarında Yer Alan Finansal Durum Tablolarının İçeriği”**, Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Yıl:5, Sayı:15, Şubat 1979.

SCHNEIDER Carl W.- MARKO Joseph M.- KANT Robert S., **Going Public**, Bowne Publishing Division, New York, 1995.

SEVER Murat, **“Efficient Ownership Patterns: Three Examples”**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ankara, August, 1994.

SHORT Helen- KEASEY Kevin, **“Managerial Ownership and The Performance of Firms:Evidence From The Uk”**, Journal of Corporate Finance, May, 1999.

SİDİ Selim, **“The Effects of Ownership Structure on Corporate Performance”**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilkent Üniversitesi, Ankara, 1996.

SOYDEMİR Selim, **“Türk Sermaye Piyasasında Etik Değerler ve İş Adabına İlişkin Çalışma Kuralları”**, İMKB Yayını, İstanbul, 1998.

SÖNMEZ Atilla, **“Krizleri Önlemek Krizleri Yönetmek”**, Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001.

SÖNMEZ Mustafa, **“1994 Krizi Işığında 2001 Krizi Ne Olacak”**, Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001.

STIGLITZ Joseph E., **“Dünya Bankası ile Söyleşi”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:13, Sayı:152, Kasım, 1998.

SUCHARD Jo-Ann- SINGH Manohar- BARR Robert, **“The Market of CEO Turnover in Australian Firms”**, Pacific Basin Finance Journal, September, 2001.

SUNAY Serdar, **“Kriz Ahşveriř Psikolojisini Bozuyor”**, Hürriyet Gazetesi, 24 Haziran, 2001.

şAHİNKAYA Serdar, **“Türkiye Turizm Bankası’ndan TC. Turizm Bankası Ař’ne: Bir Kurumsal Tarih Denemesinin İpuçları”**, İktisat ve İşletme Dergisi, Yıl:11, Sayı:125, Ağustos, 1996.

şİMşEK M. şerif- AYDOĞAN Enver, **“Kriz Ortamlarında Stratejik İnsan Kaynakları Yönetimi Stratejisi”**, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt:14, Sayı:1, 2000.

TANYILMAZ Kurtar, **“Kriz v e “Post-Fordizm” Teorileri: İstikrarlı Bir Kapitalizm Mümkün (mü) dür (?) Karşılaştırma ve Eleştirisel Bir Değerlendirme”**, İktisat Dergisi, Yıl:36, Sayı.403, Temmuz, 2000.

TEKİNALP Ünal, **Sermaye Piyasalarında Kamu Otoritesi ve Yatırımcının Korunması**, (SPK Uluslararası Semineri 31Ekim-2 Kasım 1990), SPK Yayını, Yayın no:16, Ankara, Mayıs, 1995.

TEZCANLI Meral Varış- ERDOĞAN Oral, **Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, İMKB Araştırma Yayınları, No:8, İstanbul, Mayıs 1996.

TEZCANLI Meral Varış, **Insider Trading and Market Manipulation**, İMKB Yayınları, İstanbul, October, 1996.

TEZCANLI Meral Varış, **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipölasyonlar**, İMKB Yayınları, İstanbul, Aralık, 1996.

TINAR Mustafa Yaşar, “İstikrar Peşinde”, İzmir Ticaret Borsası Dergisi, Sayı:24, Ekim-Aralık, 1998.

TOPKARA USLU Aypar, ”Ekonomik Kriz Dönemlerinde Stratejik Pazarlama Yönetimi ve Tüketici Davranışları”, Marmara Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Yıl:1999, Cilt:XV, Sayı:1.

TUNCA Zafer, “Asya Krizinde Yapısal Sorunlar”, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:386, Mayıs, 1998.

TUNCER Selahattin, Türkiye’de Sermaye Piyasası, İstanbul, 1985.

TURANLI Rona- İŞGÜDEN Tamer, Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1987.

TUTAR Hasan, Kriz ve Stres Ortamında Yönetim, Hayat Yayınları, 2000.

URİEL Rosenthal, “Crises and Crisis Management: Toward Comprehensive Government Decision Making”, Journal of Public Administration Research & Theory, Volume: 7, Issue: 2, April, 1997.

USUL Hayrettin, “İşletmelerin Halka Açılma Sürecinde Dış Denetimin Yatırımcı Kararına Etkileri”, Yayımlanmamış Doktora Tezi, SDÜ, SBE, Isparta, 2000.

UYGUR Ercan, “Türkiye’de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:9, Sayı:100, Temmuz, 1994.

UYGUR Ercan, Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Türkiye Ekonomi Kurumu, No:2001/1, Ankara, 7 Nisan, 2001.

UYSAL NİLGÜN, **“Kriz Toplumun Bütün Dengesini Bozar”**, Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001.

ÜZÜMCÜOĞLU ÖZHAN, **“Meksika Ekonomisinde Yaşanan Krizin Temelleri ve Seyri”**, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:10, Sayı:109, Nisan, 1995.

VARIŞ MERAL- KÜÇÜKOLAK ALI- ERDOĞAN ORAL- ÖZER LEVENT, **“AB Sermaye Piyasalarına Uyum ve Rekabette Türk Sermaye Piyasası ve İMKB’nin Gelişimi”**, İMKB Dergisi, Yıl:4, Sayı:14, Nisan- Mayıs-Haziran 2000.

VERGİLİEL TÜZ MELEK, **Kriz ve İşletme Yönetimi**, Alfa Yayınları, 2001.

VINZANT CAROL T, **“The New Improved Game of Insider Trading”**, Fortune, 06/07/1999, Volume:139, Issue:1.

XU XIAONIAN-WANG YAN, **“Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance: The Case of Chinese Stock Companies”**, May, 1997, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=45303

YAMAK NEBİYE RAHMI, **“Türkiye’de Genel Milletvekili Seçimleri ve Ekonomi”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:14, Sayı:155, Şubat, 1999.

YAŞAR SÜLEYMAN, **“Bir Devalüasyon Ya da Reformun Hikayesi !”**, Finans Dünyası Dergisi, Sayı:50, Şubat, 1994.

YELDAN A. ERİNÇ, **“Kamu-Finans Krizinin Ardındaki Etkenlerin Bölüşüm Göstergeleri Açısından İrdelenmesi”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:9, Sayı:100, Temmuz, 1994.

YILDIRIM MIZRAK Nihal- EROĞLU Ömer, **“Türkiye’de Ekonomik Yönetimde Patron Kim ?: Ekonomi ve Siyaset Çekişmesi”**, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:12, Sayı:132, Mart, 1997.

YILDIRIM Murat, **“Paketten 3 Yıllık Program Çıkmalı”**, Ekonomik Forum Dergisi, TOBB Yayını, 1994.

YILDIZOĞLU Ergin, **“Kriz Üzerine Bir Araştırma Projesi Önerisi-1”**, İktisat Dergisi, Yıl:30, Sayı:346, Şubat, 1994.

YURTOĞLU B. Burçin, **“Ownership Structure of Turkish Listed firms”**, ISE Finance Award Series, Nisan 2000.

YURTOĞLU B. Burçin, **“Ownership Structure, Cash Flow, and Investment: Evidence from Turkish Business Groups”**, Working Papers, University of Vienna.

YURTOĞLU B. Burçin, **“Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”**, Emprica, Kluwer Academic Publishers, 2000.

YÜKSEL A. Sait, Gültekin RODOPLU; **Sermaye Piyasası**, Formül Matbaası, İstanbul, 1980.

YÜKSEL Orhan, **“Kredibilite, Devalüasyon, Ekonomik İstikrar ve İMF”**, Finans Dünyası Dergisi, Sayı:50, Şubat, 1994.

AnaBritannica, Genel Kültür Ansiklopedisi, Cilt: 13, Ana Yayıncılık A.Ş., 1992.

Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, Dünya Yayıncılık, Genişletilmiş Altıncı Baskı, Globus Dünya Basınevi, s.168.

Bankacılar Dergisi, Türkiye Ekonomisi ve Mali Sektör, Sayı:16, şubat, 1996.

DİE, Temel Ekonomik Göstergeler, DİE Yayınları, Mart 1997

Ekonomik Forum Dergisi, "19 şubat Kara arřamba", TOBB Yayını, Yıl:8, Sayı:3, 15 Mart, 2001.

Ekonomik Forum Dergisi, "19 şubat Krizi Sonrası", TOBB Yayını, Yıl:8, 15 Nisan, 2001.

Ekonomik Forum Dergisi, "Arjantin'de Krizle Tango Günleri", TOBB Yayını, Yıl:7, Sayı:12, 15 Aralık, 2000

Ekonomik Forum Dergisi, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", TOBB Yayını, yıl:8, Sayı:5, 1 Mayıs 2001.

Ekonomist Dergisi, "Krizden Korunmanın 8 Altın Kuralı", Yıl:6, Sayı:22, 2 Haziran, 1996.

Ekonomist Dergisi, "Ekonominin 200 yılı", Türkiye 1994 Yıllığı, 23 ocak, 1994.

Ekonomist Dergisi, "Yönetimde Yenilikler", Türkiye 1995 Yıllığı, 22 Ocak, 1995.

Hürriyet Gazetesi, "Kriz, Ekonomiye İlk eyrekte %4,2 Kltt", 1 Temmuz, 2001.

İktisat ve İşletme Dergisi, “Küresel Ekonomik Beklentiler ve Gelişmekte Olan Ülkeler”,

Yıl:13, Sayı:153, Aralık, 1998.

İMKB Yayınları, Güneydoğu Asya Krizi: Türkiye Ekonomisi ve İMKB’ ye Etkileri,

MKB Araştırma Müdürlüğü, İstanbul, 1998.

İMKB Yayınları, Halka Açılan Şirketler 1998, İMKB Kotasyon Müdürlüğü, Ekim 1998.

İstanbul Sanayi Odası Dergisi, “Ekonomide Zor Günler”, Mart, 1994.

Sermaye Piyasası Kanunu Madde.11

SPK, Tebliğ Seri:1, No.26.

Türkçe Sözlük, Türk Dil Kurumu Yayınları, Türk Tarih Dil Kurumu Basın Evi, Cilt:I.,
Ankara, 1998.

Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Grubu, “Türkiye Ekonomisi ve Mali Sektör”,
Bankacılar Dergisi, Sayı:16, 1996.

http://www.treasury.gov.tr/genel_degerlendirme.htm “Güçlü Ekonomiye Geçiş
Programı’nda Temel Yapısal Reform Konuları”,

EKLER

- Ek-1. 1993-1997 yılları arasında İMKB’de işlem gören şirketlerin Hisse Yoğunluklarına Ait veriler.
- Ek: 1.1. Devletin, Yabancıların, Yöneticilerin ve Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerdeki Hisse Yoğunluğu (1993 Yılı)
- Ek: 1.2. Devletin, Yabancıların, Yöneticilerin ve Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerdeki Hisse Yoğunluğu (1994 Yılı)
- Ek: 1.3. Devletin, Yabancıların, Yöneticilerin ve Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerdeki Hisse Yoğunluğu (1995 Yılı)
- Ek: 1.4. Devletin, Yabancıların, Yöneticilerin ve Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerdeki Hisse Yoğunluğu (1996 Yılı)
- Ek: 2. 1993-1997 yılları arasında İMKB’de işlem gören şirketlerin Hisse Yoğunluk Verileri.
- Ek: 2.1. 1993, 1994 ve 1995 Yıllarına Ait İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Hisse Yoğunluk Verileri
- Ek: 2.2. 1996 ve 1997 Yıllarına Ait İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Hisse Yoğunluk Verileri
- Ek: 3. 1993-1997 Yılları Arasında İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Performans Verileri
- Ek: 3.1. 1993 ve 1994 Yıllarında İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Performans Verileri
- Ek: 3.2. 1995 ve 1996 Yıllarında İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Performans Verileri
- Ek: 3.3. 1997 Yılında İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Performans Verileri
- Ek: 4. Uygulama İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.1. Kriz Dönemi İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.1.1. KR2 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.1.2. KR3 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.1.3. KR4 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.1.4. BR5 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.1.5. B01 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.1.6. B03 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.2. Krizsiz Dönem İle İlgili Regresyon Sonuçları

- Ek: 4.2.1. KR2 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.2.2. KR3 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.2.3. KR4 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.2.4. BR5 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.2.5. B01 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 4.2.6. B03 İle İlgili Regresyon Sonuçları
- Ek: 5. Kriz Döneminin Korelasyon Sonuçları
- Ek: 6. Krizsiz Dönemin Korelasyon Sonuçları
- Ek: 7. 2000- 2001 Döneminde, İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Hisse Yoğunluk Oranları Verileri.



Ek: 1. 1993-1997 yılları arasında İMKB’de işlem gören şirketlerin Hisse Yoğunluklarına Ait veriler.

Ek: 1.1. Devletin, Yabancıların, Yöneticilerin ve Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerdeki Hisse Yoğunluğu (1993 Yılı)

	Şirket Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Şirket Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
	Devletin Hissedar Olduğu Şirketler			Devletin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	31	22.91	18.33	81	35.99	21.91	-2.95	0.004
EBHP	31	52.21	24.40	81	40.24	20.68	2.60	0.010
EBÜHP	31	73.85	19.28	81	59.66	21.16	3.25	0.002
	Yabancıların Hissedar Olduğu Şirketler			Yabancıların Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	16	21.14	16.71	96	34.25	21.95	-2.27	0.025
EBHP	16	41.22	12.53	96	43.94	23.58	-0.451	0.653
EBÜHP	16	75.43	16.49	96	61.62	21.71	2.42	0.017
	yöneticilerin Hissedar Olduğu Şirketler			yöneticilerin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	13	33.97	20.28	99	32.16	21.98	0.28	0.780
EBHP	13	44.05	23.50	99	43.49	22.28	0.08	0.933
EBÜHP	13	62.54	21.06	99	63.73	21.70	-0.18	0.853
	holdinglerin Hissedar Olduğu Şirketler			holdinglerin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	50	30.21	17.78	62	34.12	24.44	-0.94	0.347
EBHP	50	41.37	18.16	62	45.32	25.19	-0.93	0.354
EBÜHP	50	64.57	17.72	62	62.80	24.29	0.43	0.666

Ek:1.2. Devletin, Yabancıların, Yöneticilerin ve Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerdeki Hisse Yoğunluğu (1994 Yılı)

	Şirket Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Şirket Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
	Devletin Hissedar Olduğu Şirketler			Devletin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	27	24.92	16.14	85	32.23	19.35	-1.77	0.079
EBHP	27	57.23	23.13	85	39.43	19.11	4.00	0.000
EBÜHP	27	71.52	16.15	85	61.49	17.85	2.59	0.011
	Yabancıların Hissedar Olduğu Şirketler			Yabancıların Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	17	20.48	10.40	95	32.25	19.45	-2.42	0.017
EBHP	17	46.81	15.56	95	43.17	22.36	0.64	0.521
EBÜHP	17	74.33	10.70	95	62.04	18.34	2.67	0.009
	Yöneticilerin Hissedar Olduğu Şirketler			Yöneticilerin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	21	35.51	24.33	91	29.30	17.26	1.36	0.174
EBHP	21	38.69	19.40	91	44.88	21.83	-1.19	0.235
EBÜHP	21	58.78	21.42	91	65.09	16.92	-1.46	0.147
	Holdinglerin Hissedar Olduğu Şirketler			Holdinglerin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	57	29.37	15.61	55	31.60	21.73	-0.62	0.532
EBHP	57	37.93	16.31	55	49.72	24.45	-3.01	0.003
EBÜHP	57	63.07	14.41	55	64.77	21.05	-0.50	0.618

Ek:1.3. Devletin, Yabancıların, Yöneticilerin ve Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerdeki Hisse Yoğunluğu (1995 Yılı)

	Şirket Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Şirket Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
	Devletin Hissedar Olduğu Şirketler			Devletin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	29	26.24	15.56	83	33.91	18.25	-2.01	0.046
EBHP	29	55.92	23.67	83	35.62	17.44	4.89	0.000
EBÜHP	29	70.21	16.48	83	57.29	17.51	3.47	0.001
	Yabancıların Hissedar Olduğu Şirketler			Yabancıların Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	21	23.91	12.36	91	33.77	18.45	-2.32	0.022
EBHP	21	40.32	14.29	91	41.00	22.46	-0.11	0.896
EBÜHP	21	68.54	13.16	91	58.81	18.64	2.26	0.026
	Yöneticilerin Hissedar Olduğu Şirketler			Yöneticilerin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	9	32.97	12.85	103	31.83	18.26	0.18	0.855
EBHP	9	37.09	11.47	103	41.20	21.76	-0.55	0.578
EBÜHP	9	55.99	9.19	103	61.04	18.64	-0.80	0.425
	Holdinglerin Hissedar Olduğu Şirketler			Holdinglerin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	55	30.34	15.44	57	33.45	19.91	-0.91	0.360
EBHP	55	36.27	16.50	57	45.31	24.10	-2.30	0.023
EBÜHP	55	60.33	15.41	57	60.93	20.49	-0.17	0.861

Ek:1.4. Devletin, Yabancıların, Yöneticilerin ve Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerdeki Hisse Yoğunluğu (1996 Yılı)

	Şirket Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Şirket Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
	Devletin Hissedar Olduğu Şirketler			Devletin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	27	28.18	17.60	85	33.44	17.75	-1.34	0.182
EBHP	27	55.65	24.73	85	37.27	17.70	4.24	0.000
EBÜHP	27	68.00	18.19	85	58.05	18.67	2.42	0.017
	Yabancıların Hissedar Olduğu Şirketler			Yabancıların Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	19	21.81	14.32	93	34.29	17.73	-2.87	0.005
EBHP	19	45.50	15.23	93	40.93	22.03	0.86	0.391
EBÜHP	19	71.22	14.42	93	58.25	19.08	2.80	0.006
	Yöneticilerin Hissedar Olduğu Şirketler			Yöneticilerin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	6	25.95	13.31	106	32.52	17.98	-0.88	0.380
EBHP	6	41.62	17.86	106	41.71	21.28	-0.01	0.992
EBÜHP	6	60.83	17.82	106	60.43	19.10	0.05	0.960
	Holdinglerin Hissedar Olduğu Şirketler			Holdinglerin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	54	31.59	16.00	58	32.71	19.41	-0.33	0.742
EBHP	54	38.89	16.20	58	44.32	24.57	-1.36	0.174
EBÜHP	54	60.47	15.35	58	60.44	21.93	0.00	0.994

Ek:1.5. Devletin, Yabancıların, Yöneticilerin ve Holdinglerin Hissedar Olduğu ve Olmadığı Şirketlerdeki Hisse Yoğunluğu (1997 Yılı)

	Şirket Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Şirket Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	t	p
	Devletin Hissedar Olduğu Şirketler			Devletin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	25	31.20	19.53	87	33.97	16.62	-0.70	0.483
EBHP	25	55.47	25.34	87	37.29	17.15	4.16	0.000
EBÜHP	25	65.26	19.96	87	59.17	16.06	1.58	0.117
	Yabancıların Hissedar Olduğu Şirketler			Yabancıların Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	16	23.83	9.70	96	34.94	17.76	-2.43	0.017
EBHP	16	48.36	11.38	96	40.17	21.59	1.47	0.142
EBÜHP	16	71.64	9.41	96	58.68	17.42	2.89	0.005
	Yöneticilerin Hissedar Olduğu Şirketler			Yöneticilerin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	7	34.31	25.26	105	33.29	16.76	0.15	0.880
EBHP	7	29.14	18.38	105	42.16	20.57	-1.63	0.106
EBÜHP	7	52.93	17.87	105	61.03	17.02	-1.21	0.227
	Holdinglerin Hissedar Olduğu Şirketler			Holdinglerin Hissedar Olmadığı Şirketler				
HAO	62	33.03	14.76	50	33.74	20.08	-0.21	0.830
EBHP	62	37.41	15.90	50	46.22	24.56	-2.29	0.024
EBÜHP	62	59.74	14.65	50	61.55	19.83	-0.54	0.588

Ek: 2 1993-1997 yılları arasında İMKB’de işlem gören şirketlerin Hisse Yoğunluk Verileri.

Ek: 2.1. 1993, 1994 ve 1995 Yıllarına Ait İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Hisse Yoğunluk Verileri

	1993 yılı						1994 yılı						1995 yılı								
Şirket	D	Y	Y1	H	HAO	EBHP	EBÜHP	D	Y	Y1	H	HAO	EBHP	EBÜHP	D	Y	Y1	H	HAO	EBHP	EBÜHP
Abana	0	0	0	1	28,54	36,13	61,46	1	0	0	1	34,17	32,1	58,43	1	0	0	1	46,07	45,6	53,93
Adana	1	0	0	0	44,37	55,63	55,63	1	0	0	0	45,58	54,52	54,52	1	0	0	0	45,58	54,42	54,42
Afyon	1	1	0	1	9,11	51	86,78	0	1	0	0	33	51	67	0	1	0	0	49	51	51
Akalt	0	0	0	0	42,23	30,67	57,77	0	0	0	0	31,94	30,76	63,05	0	0	0	0	31,95	30,71	59,25
Aksa	0	0	0	0	28,71	38,71	64,73	0	1	0	0	29,49	38,71	69,71	0	0	0	0	18,7	38,72	64,16
Alark	0	0	0	1	23,81	76,19	76,19	0	0	0	1	23,81	76,19	76,19	0	0	0	1	23,81	76,19	76,19
Altın	0	0	0	1	19	51	81	0	0	0	1	15	51	60,86	0	0	0	1	15	51	60,62
Anacm	1	1	0	0	18,27	39,41	81,73	1	0	0	0	24,71	39,41	75,29	1	1	0	0	42,89	39,41	57,11
Arcık	0	0	0	1	34,5	37,49	56,1	0	0	0	1	23,43	23,11	56,39	0	0	0	1	20,66	23,11	56,39
Asels	1	0	0	0	14,13	22,8	85,87	1	0	0	0	14,49	85,51	85,51	1	0	0	0	13,22	84,98	86,58
Aslan	0	1	0	0	3,25	32,25	96,75	0	1	0	0	3,25	32,25	96,75	0	1	0	0	3,25	32,25	96,75
Aygaz	0	1	0	1	25,03	33,74	74,97	0	1	0	1	19	34	75	0	1	0	1	18,88	41,23	79,98
Bagfs	0	0	0	0	75	25	25	0	0	0	1	69,01	25	29,74	0	0	0	1	68,96	25,05	29,79
Banvt	0	0	1	0	23,9	20,9	58,6	0	0	1	0	13,6	26,3	66,1	0	0	1	0	15,03	23,01	60,09
Beko	0	0	0	1	15,79	27,5	60,79	0	0	0	1	17,49	27,5	60,79	0	0	0	1	18,09	23,45	56,74
Boluc	1	0	0	0	36,21	47,77	63,79	1	0	0	0	35,89	48,01	64,11	1	0	0	0	34,88	48,35	58,54
Brisa	0	1	0	0	25,4	36	63,5	0	1	0	1	9,14	36	63,81	0	1	0	1	13,9	36	63,8
Burce	0	0	0	0	31,75	53,25	68,25	0	0	1	0	39,08	53,25	59,28	0	0	1	0	42,28	53,25	57,36
Celha	0	0	0	1	49,11	37,55	50,01	0	0	0	1	42,49	27,2	48,61	0	0	0	1	42,18	27,09	46,5
Cimsa	0	0	0	0	33,6	30,94	56,38	0	0	0	1	22,56	30,94	56,4	0	0	0	1	22,6	30,94	56,4
Cment	0	0	0	0	43,37	15,42	39,34	0	0	0	0	46,92	14,05	33,2	0	0	0	0	52,83	12,49	30
cukel	0	0	0	1	62,65	21,8	37,35	0	0	0	1	63,24	12,68	35,78	0	0	0	1	51,21	11,32	29,51
dencm	1	0	0	0	20,99	59,49	75,44	1	0	0	0	28,14	55,92	71,86	1	0	0	0	32,05	26,09	53,25
derim	0	0	1	0	15	85	85	0	0	1	0	15	79,96	85	0	0	1	0	25	45	75
deva	0	0	0	0	57,1	28,8	42,9	0	0	0	0	63,04	26,99	36,96	0	0	0	0	52,54	20,27	33,66
ditas	1	0	0	0	15,54	31,5	63,06	1	0	0	0	13,03	31,5	63,06	1	0	0	1	36,47	31,5	60,49
dogub	1	0	0	0	49,41	30	50,59	1	0	0	1	52,6	30	46,5	1	0	0	1	53,29	30	46,5
dokts	0	0	0	1	25	41	65	0	0	0	1	23,7	41	65	0	0	0	1	25	41	65
durof	0	0	1	0	28,72	32,59	71,58	0	0	1	0	15	32,59	72,32	0	1	0	0	15	32,59	73,21
ecile	0	0	0	1	15,66	30,84	84,34	0	0	0	1	20,63	28,49	79,27	0	0	0	1	21,95	28,26	78
eczyt	0	0	0	1	46,25	24,87	53,75	0	0	0	1	46,25	24,87	53,75	0	0	0	1	45,52	24,87	53,75
edip	0	1	0	0	65,35	13,55	34,62	0	0	0	1	15,67	47,63	74,33	0	0	0	1	33,14	14,1	34,87
egbra	0	0	0	0	46,88	36,11	53,12	0	0	0	0	46,71	36,11	53,26	0	0	0	0	46,87	36,11	53,12
egen	0	0	0	0	38,5	61,8	61,8	0	0	0	0	38,11	61,78	61,89	0	0	0	1	36,38	63,62	63,62
eggub	0	0	0	1	52,09	19,59	47,91	0	0	0	1	52,56	21,12	49,44	0	0	0	1	48,06	21,12	49,44
emek	0	0	0	1	10,04	44,2	80,2	0	0	0	1	18,34	24,84	50,4	0	0	1	1	27,29	24,84	48,41
ercys	0	0	0	1	24,48	32,4	75,52	0	0	0	0	16,32	32,4	75,51	0	0	0	1	16,67	32,41	75,52
eregl	1	0	0	0	43,52	25,76	51,8	1	0	0	0	44,54	26,05	53,78	0	0	0	0	44,76	25,77	51,66
fenis	0	0	0	1	1,5	98,5	98,5	0	0	0	1	2,27	97,73	97,73	0	0	0	1	4,68	95,3	95,3
gima	0	0	0	0	0,67	94,05	100	0	0	0	0	5,95	94,05	94,05	1	0	0	0	5,8	94,05	94,06
goody	1	1	0	1	26,43	50,75	83,57	1	1	0	1	19,64	50,15	72,34	1	1	0	1	29,41	50,15	70,59
gorbn	0	0	1	0	27	58,15	71,52	0	0	1	0	40	25,8	55,8	0	0	1	0	45,9	27,2	42,2
gubrf	1	0	0	0	11,47	86,51	88,53	1	0	0	0	11,55	86,52	88,09	1	0	0	0	12,19	86,52	86,88
guney	0	0	0	0	43,61	25,69	56,39	0	0	0	0	36,51	25,69	56,39	0	0	0	0	39,55	25,69	56,39
hekts	1	0	0	0	36,14	53,18	63,86	1	0	0	0	39,52	53,18	60,48	1	0	0	0	34,02	62,18	65,98
hurgz	0	0	0	1	10,01	79,53	89,99	0	0	0	1	4,3	75,68	95,7	0	0	0	1	4,3	70,68	95,68
iktfn	0	0	0	1	31,27	45,29	68,73	0	0	0	1	42,92	27,73	55,88	0	0	0	1	63,45	12,05	30,12
intem	0	0	0	1	47,6	25,4	45,13	0	0	0	1	46,95	25,57	47,54	0	0	0	1	48,52	25,57	47,54
istmp	0	0	0	1	70,41	28,41	29,59	0	0	1	1	15,05	28,41	56,77	0	0	1	1	15	28,4	58
izmde	1	1	0	0	11,51	68,51	86,64	1	1	0	0	17,1	68,51	82,79	0	0	0	0	31,19	57,84	68,77
izocm	0	0	0	1	43,25	31,82	56,8	0	0	1	1	30,8	31,81	67,69	0	0	0	0	32,79	31,81	54,81
kartn	0	0	0	0	75,82	14,13	24,18	0	0	1	1	51,66	14,46	42,4	0	1	0	1	27,69	15,18	42,26
kavor	0	0	0	1	63,09	18,46	36,91	0	0	0	1	41,98	18,46	48,03	0	0	0	1	40,76	18,45	46,55
kchol	0	0	0	0	11	35	89	0	0	0	0	11,31	35	59,23	0	0	0	0	15,8	35	59,17
keyat	0	0	0	1	62,18	37,82	37,82	0	0	0	1	40,3	37,82	57,31	0	0	0	1	43,82	34,93	53,79
kent	0	0	1	0	50,07	12,6	37,8	0	0	1	0	15	35,43	60,77	0	0	0	0	16,15	12,67	38,01
kepez	1	0	0	0	39,41	30	57,39	0	0	0	1	37,99	45,06	61,99	1	0	0	1	32,44	38,05	64,88
kibmo	0	0	0	1	18,4	33,9	74,6	0	0	0	1	14	33,8	74,5	0	0	0	0	14	37,35	74,5
konya	0	1	0	0	49,5	50,5	50,5	0	1	1	0	44,69	50,5	55,04	0	1	1	0	45,42	50,5	54,58
kords	0	0	0	1	40,21	33,29	59,79	0	0	0	1	32,96	34,23	61,92	0	0	0	1	30,4	34,2	62,2
koyts	0	0	0	0	60,39	36,57	39,61	0	0	0	1	50,95	28,92	45,52	0	0	0	0	66,15	33,85	33,85
kutpo	1	0	0	0	40,4	26,53	44,83	0	0	0	0	33,79	25,23	72,55	0	0	0	0	28,41	26,53	56,57

	1993 yılı							1994 yılı							1995 yılı						
Şirket	D	Y	Y1	H	HAO	EBHP	EBÜHP	D	Y	Y1	H	HAO	EBHP	EBÜHP	D	Y	Y1	H	HAO	EBHP	EBÜHP
lüksk	0	0	0	0	34,6	65,4	65,4	0	0	1	0	30,55	65,4	69,45	0	0	0	0	24,35	65,4	75,65
maalt	0	0	0	1	21,04	31,2	59,77	0	0	1	1	8,75	31,21	77,11	0	0	0	1	39,89	31	60,07
maktk	0	0	0	1	48,95	51,05	51,05	0	0	0	1	48,93	51,05	51,07	0	0	0	1	64,62	33,76	35,38
maret	0	0	0	1	63,96	26,04	36,04	0	0	0	1	37	26	42,7	0	0	0	1	41	26	36,8
medya	0	0	0	0	5,33	65,74	90,95	0	0	0	1	40,3	52,9	59,7	0	0	0	0	39,74	59,91	60,26
metas	1	0	0	0	24,23	60,83	72,74	1	0	0	0	21,37	60,83	72,74	1	1	0	0	30,47	42,55	64,75
migrs	0	0	0	0	44,7	55,3	55,3	0	0	0	0	44,6	55,4	55,4	0	0	0	0	44,87	55,11	55,13
mmart	0	0	0	0	100	0	0	0	0	0	1	57,6	32,8	42,4	0	0	0	0	57,58	20	36,83
mrldn	1	0	0	0	49,89	50,11	50,11	1	0	0	0	49,89	50,11	50,11	1	0	0	0	49,89	50,11	50,11
mrshl	0	0	1	0	46	40	54	0	0	1	0	39,77	40,26	57,5	0	0	1	0	34,86	40,27	58,42
netas	1	1	0	1	20	31	75	0	1	0	1	29	51	68,5	1	1	0	0	29	51	67,6
nigde	1	0	0	0	12,9	19,36	52,1	1	0	0	1	12,91	19,36	52,1	1	0	0	1	15	19,36	52,09
nthol	0	0	0	0	68,99	15,99	31,11	0	0	0	0	89,48	10,52	10,52	0	0	0	0	82,59	9,24	14,41
nttur	0	0	0	1	26,6	73,4	73,4	0	0	1	1	21,13	63,65	78,43	0	0	0	1	24,88	63,65	73,24
okant	0	0	0	1	60,67	15	39,33	0	0	0	1	24,04	51	71	0	0	0	1	29	51	71
olmks	0	0	0	1	13,88	24,93	65,25	0	0	0	1	22	25	65	0	0	0	1	11,68	24,94	67,44
otosn	0	1	0	1	15,8	54,4	74,4	0	1	0	1	21	30	65,56	0	1	0	1	14,41	30	72,95
parsn	0	0	0	0	14,7	58,93	85,3	0	0	0	0	12	40	72	0	0	0	0	14,23	35,85	68,05
pegpr	0	0	0	1	15	39,77	69,68	0	0	0	1	19,93	34,78	80,07	0	1	0	1	19,77	29,36	59,27
petkm	1	0	0	0	4,1	95,9	95,9	1	0	0	0	3,97	96,03	96,03	1	0	0	0	4	96	96
pinas	0	0	0	1	13	64	23	0	0	0	1	16	62	84	0	0	0	1	14	64	86
plnsu	0	0	0	0	15,35	52,28	84,65	0	0	0	0	49,5	32,4	50,05	0	0	0	0	31,41	33,49	68,59
pinsut	0	0	0	1	22,56	24,35	62,05	0	0	0	1	35,07	35,72	64,15	0	0	0	1	35,25	35,72	60,07
pkent	0	0	1	0	86	14	14	0	0	1	0	81,92	14,75	18,08	0	0	0	0	44,42	24,3	55,18
pnun	0	0	0	1	35	40	65	0	0	0	1	34,89	40	65,11	0	0	0	1	34,89	40	65,11
polyl	0	0	0	0	14,27	82,89	85,73	0	0	0	0	12,98	84,18	87,02	0	0	0	1	45,7	49,3	54,3
ptofs	1	0	0	0	5	95	95	1	0	0	0	5,73	94,27	94,27	1	0	0	0	6,7	93,3	99,3
sabah	0	0	0	1	33,75	66,25	66,25	0	0	1	1	31,17	56,17	68,46	0	0	0	1	43,48	56,15	56,52
sarky	0	0	0	0	100	0	0	0	0	1	0	95,89	4,11	4,11	0	0	0	0	82,23	5,48	11,04
sifas	1	0	0	1	18,24	58,53	76,84	0	0	1	0	29,6	61,3	70,4	0	0	1	1	46	41,37	49,9
sise	1	0	0	0	5,8	89,17	94,2	1	0	0	0	26,89	73,11	73,11	1	0	0	0	24,53	71,42	75,47
smens	0	1	0	1	29,9	30,3	70,1	0	1	0	1	20	67,96	79,97	0	1	0	1	34,02	30,33	65,38
soksa	1	0	0	0	29,49	39,95	70,51	1	0	0	0	28,84	58,33	71,16	1	0	0	0	41,37	51,5	58,63
sonme	0	0	0	1	47,72	23,94	44,78	0	0	0	1	43,6	23,94	46,7	0	0	0	1	20,08	33,68	64,82
tborg	0	0	0	1	27,09	51	69,28	0	1	0	1	29,93	30,27	70,07	0	1	0	1	34	25,59	58,65
thyao	1	0	0	0	0,76	99,24	99,24	1	0	0	0	0,72	99,28	99,28	1	0	0	0	1,8	98,2	98,2
tire	1	0	0	0	80,5	19,5	19,5	0	0	1	0	80,24	19,76	19,76	0	0	0	0	88	6,76	10,27
toaso	1	1	0	1	2,23	41,9	98,17	1	1	0	1	19,43	41,5	80,06	1	1	0	1	19,94	37,86	80,05
tofas	1	1	0	1	5	39,95	85,95	1	1	0	1	6,52	39,95	84,43	1	1	0	1	6,85	37,5	84,1
trkcm	0	1	0	0	12,46	43,77	63,23	0	1	0	0	20,66	43,77	62,12	1	1	0	0	20,84	43,77	62,15
trnsk	0	0	0	0	20,16	49,84	79,84	0	0	1	0	32,67	35,04	67,31	0	0	0	0	54,38	23,5	45,62
tuddf	0	0	0	1	31,58	35,26	68,62	0	0	0	1	28,28	34,6	67,77	0	0	0	1	25,14	32,57	65,75
tuprs	1	0	0	0	2,17	97,83	97,83	1	0	0	0	2,73	97,23	97,23	1	0	0	0	3,59	96,41	96,41
tures	0	1	0	1	19	42,5	81	0	1	1	1	14,17	42,5	82,75	0	1	0	1	14,96	46,24	80,73
unyec	1	0	1	0	14,1	50,53	85,9	1	0	0	0	49,66	50,34	50,34	1	0	0	0	47,71	52,29	52,29
usak	0	0	1	0	47,42	52,58	52,58	1	0	0	0	47,44	52,56	52,56	1	0	0	0	20,64	52,56	79,36
vakfn	1	0	1	0	19	51	81	1	0	0	0	16	51	81	1	1	0	0	20,4	36,56	66,62
vestl	0	0	1	1	13,9	86,1	86,1	0	1	0	0	12,17	87,83	87,83	0	1	0	0	12,17	87,83	87,83
yasas	0	0	1	1	41,72	40,43	55,28	0	0	0	1	41,52	44,6	58,28	0	0	0	0	41,68	44,6	58,28
yunsa	0	0	1	1	28,8	28,8	59,7	0	0	0	1	10,12	30,82	64,04	0	0	0	1	9	30,09	66,29

Ek:2.2. 1996 ve 1997 Yıllarına Ait İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Hisse Yoğunluk Verileri

	1996 yılı							1997 yılı						
Şirket	D	Y	Y1	H	HAO	EBHP	EBÜHP	D	Y	Y1	H	HAO	EBHP	EBÜHP
Abana	1	0	0	1	39,86	43,21	58,03	1	0	0	1	54,37	43,02	45,43
Adana	1	0	0	0	47,88	52,12	52,12	1	0	0	0	42,41	57,59	57,59
Afyon	0	1	0	0	11,03	51	88,97	0	1	0	0	34,31	51	65,69
Akalt	0	0	0	0	30,55	30,83	57,93	0	0	0	0	30,55	30,83	57,93
Aksa	0	0	0	0	19,12	38,77	71,27	0	0	0	0	19,33	38,77	71,27
Alark	0	1	0	1	22,48	74,18	76,18	0	0	0	1	24,49	74,18	74,96
Altın	0	0	0	1	15	51	60,62	0	0	0	1	28,43	51	60,34
Anacm	1	0	0	0	35,89	24,22	64,11	0	0	0	0	34,35	25,85	65,65
Arcik	0	0	0	1	20,36	23,24	56,55	0	0	0	1	20,36	23,24	56,55
Asels	1	0	0	0	13,21	84,98	86,67	1	0	0	0	15,02	83,16	84,86
Aslan	0	1	0	0	3,28	32,24	96,72	0	1	0	0	3,28	32,24	96,72
aygaz	0	1	0	1	16,48	41,23	75,99	0	1	0	1	17,16	41,23	76,21
bagfs	0	0	0	1	68,16	25,05	29,79	0	0	0	1	68,16	25,05	29,79
banvt	0	0	0	0	15,88	22,36	64,68	0	0	1	0	15,36	20,75	55,63
beko	0	0	0	1	18,75	23,45	56,66	0	0	0	1	18,75	23,45	56,66
boluc	0	0	0	0	51,99	48,01	48,01	1	0	0	0	49	51	51
brisa	0	1	0	1	12,63	36	60,82	0	1	0	1	12,64	42,86	64,32
burce	0	0	1	0	24,74	53,25	65,73	0	0	1	0	40,23	53,25	58,13
celha	1	0	0	1	41,95	50,78	58,05	0	0	0	0	50,86	49,14	49,14
cimsa	0	0	0	0	22,44	30,94	56,4	0	0	0	1	22,7	30,94	56,41
ciment	0	0	0	0	56,97	5,62	15,6	0	0	0	0	55,43	13,25	30,62
cukel	0	0	0	0	54,69	11,37	30,36	0	0	0	1	43,87	11,37	31,16
dencm	1	0	0	0	31,95	26,09	53,25	1	0	0	0	32,24	26,09	53,25
derim	0	0	1	0	15	45	75	0	0	1	0	15	53,5	89
deva	0	0	0	0	56,87	20,1	31,9	0	0	0	0	56,7	21,08	36,19
ditas	1	0	0	0	39,1	31,5	60,49	0	0	0	1	49,16	31,5	50,84
dogub	1	0	0	0	63,42	30	31,63	1	0	0	0	59,11	30	40,33
dokts	0	0	0	1	23,61	41,1	65,1	0	0	0	1	25	41	65
durof	0	0	0	0	25,88	29,75	67,15	0	0	0	0	25,88	29,75	65,29
ecile	0	0	0	1	21,96	28,25	77,99	0	0	0	1	22	28,26	78
eczyt	0	0	0	1	45,53	37,37	54,34	0	0	0	1	46,25	37,37	53,75
edip	0	0	0	1	15,54	30	54	0	0	1	1	29,66	30	48
egbra	0	0	0	0	48,71	36,11	53,29	0	0	0	0	46,03	36,48	53,97
egeen	0	0	0	1	33,49	63,62	66,47	0	0	0	1	33,53	63,62	66,33
eggub	0	0	0	1	48,65	39,44	41,07	0	0	0	1	48,74	39,44	51,07
emek	0	0	0	1	43,38	24,84	45,4	0	0	0	1	20,65	24,84	60
ercys	0	0	0	1	34,27	26,64	58,81	0	0	0	1	33,97	20,52	59,09
eregl	0	0	0	0	44,76	25,77	51,66	1	0	0	0	44,76	25,77	51,66
fenis	0	0	0	1	14,92	85,08	85,08	0	0	0	1	15,09	84,91	84,91
glma	1	0	0	0	15,24	84,64	84,77	0	0	0	1	15,36	30	72,32
goody	1	1	0	1	23,53	50,15	70,6	1	1	0	1	29,41	50,15	70,59
gorbn	0	1	1	0	40,5	27,2	45,58	0	0	1	0	39,8	27,21	45,59
gubrf	1	0	0	0	15,28	83,85	84,72	1	0	0	0	15,27	83,85	84,39
guney	0	0	0	0	41,08	25,69	56,51	0	0	0	0	42,62	25,69	57,38
hekts	1	0	0	0	35,55	64,45	64,45	1	0	0	0	41,07	58,93	58,93
hurgz	0	0	0	1	18,36	68,22	81,64	0	0	0	1	18,36	68,22	81,64
iktfn	0	0	0	1	64,78	12,01	30,08	0	0	0	1	38,34	26,43	47,52
intem	0	0	0	1	48,52	25,57	47,54	0	0	0	1	48,52	25,57	47,54
istmp	0	0	1	1	15	56,6	85	0	0	0	1	15	56,6	85
lzmde	0	0	0	0	31,19	57,84	68,77	1	1	0	1	31,19	57,84	68,77
izocm	0	0	0	0	37,29	31,81	54,81	0	0	0	1	37,29	31,81	54,81
kartn	0	0	0	1	50,92	13,81	32,63	0	0	0	1	50,92	13,81	37,15
kavor	0	0	0	1	43,64	18,45	43,84	0	0	0	1	43,64	18,45	42,15
kchol	0	0	0	0	15,8	35	58,88	0	0	0	0	15,86	35	53,35
kcyat	0	0	0	0	43,82	34,93	53,79	0	0	0	1	42,91	34,93	54,42
kent	0	0	1	0	16,15	12,67	38,01	0	0	1	0	14,64	12,84	38,52
kepez	0	0	0	0	30,24	30,1	44,85	0	0	0	1	25,2	25,09	45,43
kibmo	0	0	0	1	17,55	37,04	74,19	0	0	0	1	17,55	37,04	74,19
konya	0	1	0	0	43,49	50,5	53,42	0	1	0	0	27,85	62,18	65,1
kords	0	0	0	1	31,88	34,23	61,72	0	0	0	1	31,88	31,72	66,84
koyts	0	0	0	1	48,77	33,73	50,79	0	0	0	1	42,14	27,63	57,42
kutpo	0	0	0	0	26,38	26,52	57,92	0	0	0	0	26,38	26,52	57,92
luksk	0	0	0	0	24,35	65,4	75,65	0	0	0	0	26,6	65,4	73,4
maalt	0	0	0	1	25,55	31,21	67,45	0	0	0	1	25,55	31,21	67,45
maktk	0	0	0	1	64,63	33,76	35,37	0	0	0	1	64,63	33,76	35,37
maret	0	0	0	1	46,6	26	36,8	0	0	0	1	46,56	26,04	36,8

	1996 yılı							1997 yılı						
Şirket	D	Y	Y1	H	HAO	EBHP	EBÜHP	D	Y	Y1	H	HAO	EBHP	EBÜHP
medya	0	0	0	0	38,84	43,51	61,16	0	0	0	0	37,08	43,51	58,16
metas	1	0	0	1	36,72	41,99	55,92	1	0	0	1	45,3	41,99	51,48
migrs	0	0	0	0	44,89	55,11	55,11	0	0	0	0	44,89	55,11	55,11
mmart	0	0	0	0	28,22	8,17	24,3	0	0	0	0	59,24	17,95	33,69
mrdirn	1	0	0	0	53,05	46,95	46,95	1	0	0	0	52,17	47,83	47,83
mrshl	0	0	0	0	36,53	40,16	57,9	0	0	0	0	36,55	40,16	57,87
netas	0	1	0	1	29,03	51,85	69,35	0	1	0	0	29,39	53,05	70,55
nigde	1	0	0	1	15	19,36	52,09	1	0	0	1	15	19,36	52,1
nthol	0	0	0	1	74,11	5,05	14,51	0	0	0	1	77,07	5,04	13,76
nttur	0	0	0	1	28,2	59,16	66,04	0	0	0	1	31,51	59,16	65,33
okant	0	0	0	1	46,23	51	53,77	0	0	0	1	43,86	51	55,57
olmks	0	0	0	1	16,77	24,95	67,45	0	0	0	1	32,55	24,95	67,45
otosn	0	1	0	1	16,13	30	69,45	0	1	0	1	17,6	53,7	82,4
parsn	0	0	0	0	17,45	74,98	98,61	0	0	0	0	15	62,03	81,73
pegpr	0	1	0	1	9,36	66	84,12	0	1	0	1	8,75	66,48	83,88
petkm	1	0	0	0	4	96	96	1	0	0	0	4	96	96
plmas	0	0	0	1	18,1	59,4	81,5	0	0	0	1	18,1	59,4	81,9
pinsu	0	0	0	0	31,4	33,5	69,6	0	0	0	1	31,4	33,5	68,6
pinsut	0	0	0	1	35,23	35,72	60,07	0	0	0	1	35,85	35,72	64,15
pkent	0	0	1	0	44,31	55	55,69	0	0	0	0	44	24	56
pnun	0	0	0	1	34,89	40	65,11	0	0	0	1	34,89	65,11	65,11
polyl	0	0	0	1	45,17	32,17	54,77	0	0	0	1	45,7	32,17	54,3
ptofs	1	0	0	0	6,7	93,3	93,3	1	0	0	0	6,7	93,3	93,3
sabah	0	0	0	1	33,77	66,22	66,6	0	0	0	1	33,78	40,48	66,22
sarky	0	0	0	0	86,87	5,58	7,25	0	0	0	0	86,94	12,05	13,06
sifas	0	0	0	1	41,45	29,69	58,14	0	0	0	1	44,86	26,69	55,14
sise	1	0	0	0	20,26	74,91	79,74	1	0	0	0	20,26	74,91	79,74
smens	0	1	0	1	29	30,27	65,81	0	1	0	1	34,2	30,3	65,8
soksa	1	1	0	0	55,98	29,27	43,26	1	0	0	0	75,69	8,91	20,84
sonme	0	0	0	1	20,08	33,68	64,82	0	0	0	1	20,08	33,68	64,82
tborg	0	1	0	1	34	47,28	66	0	1	0	1	34	46,51	65,98
thyao	1	0	0	0	1,8	98,2	98,2	1	0	0	0	1,83	98,17	98,17
tire	0	0	0	0	85,82	2,39	4,69	0	0	1	0	85,53	6,49	35,7
toaso	1	1	0	1	22,33	37,86	77,67	0	1	0	1	24,27	37,86	75,72
tofas	1	1	0	1	7,77	37,5	83,18	1	1	0	1	25	37,5	68,3
trkcm	1	1	0	0	19,4	43,8	59,2	1	1	0	0	19,5	43,8	59,1
trnsk	0	0	0	0	59,03	23,5	40,97	0	0	0	1	59,02	26,62	40,98
tuddf	0	0	0	1	25,56	32,57	65,15	0	0	0	1	25,56	32,57	65,13
tuprs	1	0	0	0	3,59	96,41	96,41	1	0	0	0	3,59	96,41	96,41
tures	0	1	0	0	0	46,24	85,04	0	0	0	0	15	82,16	85
unyec	1	0	0	0	49,79	50,21	50,21	1	0	0	0	27,4	49,59	72,6
usak	1	0	0	0	41,29	51,53	58,66	1	0	0	0	49,45	50,22	50,55
vakfn	1	0	0	0	20,48	59,48	76,54	1	0	0	0	20,48	61,48	78,52
vestl	0	1	0	0	18	82	82	0	1	0	0	32,82	67,18	67,18
yasas	0	0	0	1	41,72	44,6	58,28	0	0	0	1	41,72	44,6	58,28
yunsa	0	0	0	1	9	38,84	67,03	0	0	0	1	8,93	21,18	57,37

Ek: 3. 1993-1997 Yılları Arasında İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Performans Verileri

Ek: 3.1. 1993 ve 1994 Yıllarında İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Performans Verileri

Şirket	1993 Yılı						1994 Yılı					
	KR2	KR3	KR4	BR5	B01	B03	KR2	KR3	KR4	BR5	B01	B03
Abana	-44,72	-32,76	-63,32	2,26	109,01	51,31	-37,76	-18,48	-33,2	2,47	8,82	82,66
Adana	27,19	24,14	38,09	2,6	70,8	76,73	35,81	35,93	55,58	2,17	108,35	100,89
Afyon	4,57	9,27	27,63	7,42	72,96	134,97	3,03	4,95	18,02	12,68	76,88	118,34
Akalt	16,14	23,3	42,73	4,87	64,02	52,5	12,11	14,92	32,78	3,47	144,32	187,31
Aksa	23,33	31,61	43,46	3,88	63,66	50,13	24,84	36,28	57,69	8,64	187,8	166,89
Alark	1400,09	24,42	26,36	10,16	31,89	45,24	2062,36	36,38	40,97	18,99	81,79	79,69
Altin	18,37	19,85	36,15	5,06	61,45	92,93	10,76	11,53	24,79	4,53	114,57	114,75
Anacm	9,63	10,38	21,51	2,34	59,65	44,91	18,13	21,11	37,56	5,84	94,69	77,64
Arcik	8,42	17,7	43,1	6,41	79,91	85,24	4,44	7,75	20,9	6,22	91,32	126
Asels	10,01	5,7	19,94	2,73	97,58	106,65	7,73	5,74	17,56	3,08	158,22	98,34
Aslan	7,03	7,7	21,75	4,03	56,56	86,05	-0,09	-0,08	-0,3	4,65	87,62	112,46
aygaz	5	10,11	21,34	4,07	66,3	75,27	5,92	10,69	22,37	3,89	65,91	83,76
bagfs	11,85	18,95	31,82	3,72	82,66	79,56	15,16	20,58	40,7	2,68	81,54	113,26
banvt	3,39	11,71	27,32	4,61	107,35	97,11	4,7	13,85	35,49	12,83	145,26	189,31
beko	12,99	18,46	39,74	4,62	28,16	45,43	3,65	5,55	15,78	3,06	80,85	70,49
boluc	11,9	6,03	8,95	3,01	94,48	99,14	14,78	11,38	14,01	4,74	200,96	104,17
brisa	7,37	8,67	15,72	2,9	61,1	59,7	13,79	12,99	21,41	4,04	118,54	153,95
burce	8,95	13,11	29,11	2,98	84,45	103,57	15,4	20,91	37,71	6,69	77,72	91,51
celha	4,1	5,09	11,23	4,04	68,33	39,84	4,7	5,9	10,13	4,48	82,9	81,16
cimsa	21,12	20,41	34,08	4,16	88,18	84,56	25,47	24,72	38,88	7,7	111,15	106,39
cment	28,86	30,14	45,13	3,98	63,43	79,71	30,86	26,6	36,64	5,63	133,43	165,89
cukel	16,51	14,61	42,68	6,35	77,66	64,25	0,11	0,08	0,51	2,24	141,36	175,49
dencm	15,24	19,97	49,37	4,07	69,99	126,97	41,98	41,84	75,89	17,01	165,83	255,1
derim	2,94	4,67	17,56	4,6	13,53	11,62	0,63	0,83	4,49	5,28	123,5	155,45
deva	5,66	6,41	21,28	2,45	85,96	53,24	-10,48	-10,37	-28,89	1,75	61,27	79,26
ditas	22,3	35,31	54,64	6,01	95,39	166,48	16,4	16,82	24,38	3,19	14,85	69,41
dogub	7,85	7,69	15,03	3,74	178,88	15,97	-21,83	-13,79	-27,01	2,2	33,51	106,98
dokts	15,06	23,32	38,71	6,3	103,28	78,42	18	21,09	33,71	5,2	49,53	96,7
durof	2,99	6,48	15,44	2,76	141,05	81,96	12,3	23,72	48,09	14,17	160,71	193,25
ecilc	5,24	4,17	9,16	3,84	66,43	37,12	0,93	0,76	1,59	3,45	87,37	85,43
eczty	17,39	21,14	16,85	4,82	16,1	23,19	19,59	21,42	25,25	4,16	102,81	80,08
edip	-2,64	-3,33	-8,46	1,88	6,96	31,73	16,41	26,45	47,47	18,14	264,39	170,22
egbra	32,7	33,75	46,87	10,6	54,94	74,09	46,27	31,57	48,71	20,53	113,68	220,6
eege	10,88	16,06	34,27	4,68	100,24	90,51	3,88	4,98	12,83	2,05	42,18	64,13
eggub	8,1	17,99	25,63	3,53	70,48	42,65	13,23	30,25	39,99	4,65	114,08	101,3
emck	13,08	8,86	14,56	2,01	146,91	101,75	11,29	8,85	14,72	2,02	148,58	114,71
ercys	16,56	24,98	41,11	8,5	118,09	60,57	30,97	38,71	53,91	22,81	132,56	183,44
eregl	5,25	3,35	7,4	2,87	67,36	76,42	10,86	5,2	17,94	2,77	155,96	241,48
fenis	3,08	3,52	16,04	4,29	73,52	77,76	1,68	1,16	1,87	7,15	199,22	392,25
gima	-3,01	-8,09	-125,67	-24,36	54,45	57,62	0,41	1,29	188,93	-23,56	60,93	37,55
goody	9,87	20,31	53,23	7,56	69,64	105,55	12,82	25,12	58,36	7,61	124,81	136,93
gorbn	2,61	3,14	26,53	6,13	29,69	87,48	1,73	3,72	18,39	7,1	196,15	67,02
gubrf	5,14	7,16	22,42	3,75	97,17	144,5	6,68	15,25	22,89	3,64	92,89	17,07
guney	15,16	23,68	38,97	6,02	82,57	108,32	20,08	27,75	38,95	13,43	108,58	132,95
heks	3,98	4,79	11,86	2,62	68,77	79,97	1,44	1,82	3,51	2,59	127,42	116,58
hurgz	3,79	6,04	23,33	5,56	127,22	105,45	-14,81	-14,59	-30,22	2,6	112,06	162,13
iktfn	15,64	8,22	57,53	6,75	101,57	136,42	2,24	1,36	20,86	2,32	149,26	115,47
intem	3,65	7,69	18,24	4	162,01	53,26	3,79	9,23	36,55	6,22	192,68	144,8
istmp	21,59	24,29	34,73	4,88	95,06	71,61	8,05	8,31	11,94	5,1	47,49	64,09
izmdc	4,76	4,15	5,33	1,53	114,21	50,72	4,69	4,28	6,94	1,96	181,65	144,66
izocm	24,15	24,83	39,01	6,03	60,25	91,51	16,68	17,97	27,93	4,55	99,51	89,94
kartn	22,14	18,15	23,23	2,35	62,08	76,7	31,06	29,99	35,6	6,02	157,41	118,58
kavor	0,36	0,43	0,84	2,82	117,92	58,9	14,66	20,16	30,35	6,87	162,31	124,29
kchol	533,82	33,68	35,43	11,99	131,86	73,3	675,12	43,81	47,43	16,88	155,53	148,45
kcyat	23,88	29,14	34,31	9,22	87,61	89,82	37,06	42,84	48,73	12,07	34,05	46,96
kent	4,22	5,23	23,65	6,88	48,21	150,29	5,82	6,98	32,26	14,98	259,29	269,2
kepez	20,04	15,02	39,56	6,46	54,7	55,97	-8,58	-8,4	-54,05	1,88	149,95	91,44
klbmo	9,76	17,37	46,46	2,87	107,1	100,21	10,26	18,15	40,02	4,07	81,59	77,35
konya	27,95	32,22	52,95	5,19	86,36	77,01	28,13	32,47	47,33	9,95	87,5	87,68
kords	4,08	5,07	10,77	1,9	63	60,59	12,47	14,24	30,91	5	104,92	122,43
koyts	5,65	6,73	16	2,78	105,55	91,71	1,83	3,86	9,35	3,54	293,81	120,95
kutpo	13,45	19,8	35,04	2,59	127,11	103,36	17,46	24,07	35,62	6,36	141,4	130,85
luksk	4,66	9,99	26,05	2,53	66,21	26,76	15,51	28,56	56,69	10,95	91,59	121,64

Şirket	1993 Yılı						1994 Yılı					
	KR2	KR3	KR4	BR5	B01	B03	KR2	KR3	KR4	BR5	B01	B03
maalt	10,14	5,2	5,54	2,39	53,82	35,12	33,48	19,37	21,76	2,82	140,27	111,29
maktk	1,67	2,25	7,67	4,32	138,23	87,79	3,09	2,6	6,63	1,78	68,27	180,69
maret	2,52	5,31	7,01	2,3	171,25	82,09	3,79	7,68	10	2,72	79,87	85,71
medya	3,65	7,69	18,24	4	162,01	53,26	3,79	9,23	36,55	6,22	192,68	144,8
metas	12,97	18,76	22,23	3,24	379,95	26,84	6,18	13,22	18,59	2,82	186,08	92,21
migrs	2,77	9,82	40,01	18,86	106,84	100,5	5,09	16,62	54,38	29,99	160,75	182,08
mmart	12,82	4,07	5,18	1,43	53,82	77,99	13,17	4,81	6,38	2,02	150,58	119,71
mrdir	42,38	41,45	57,88	4,66	74,09	75,52	48,4	37,18	53,32	5	86,36	130,39
mrshl	6,22	12,32	26,65	4,51	69,41	120,6	8,95	19,59	29,17	5,1	95,94	81
netas	17,36	15,7	63,44	6,87	87,12	160,49	53,71	35,85	60,57	9,27	35,14	82,49
nigde	26	33,22	55,09	4,95	89,85	126,45	24,94	31,46	50,96	6,64	123,68	120,17
nthol	152,35	12,12	15,97	2,39	144,01	25,9	229,01	16,29	19,67	1,9	132,15	159,65
nttur	10,04	9,52	31,38	3,06	147,81	114,25	5,1	4,76	23,95	1,81	101,15	104,95
okant	-10,3	-4,33	-5,83	0,67	41,49	41,9	-6,73	-3,38	-4,9	1,19	143,98	94,68
olmks	0,59	0,7	1,75	2,03	100,64	71,81	13,24	19,28	30,72	6,51	174,65	123,59
otosn	15,03	32,64	60,8	9,89	109,96	128,49	8,34	13,09	19,69	5,08	-1,73	33,33
parsn	0,18	0,23	1,38	7,26	52,08	40,88	-5,44	-7,1	-21,79	10,03	64,1	58,27
pegpr	4,05	6,99	21,99	3,33	71,76	84,82	1,06	1,63	7,35	3,77	98,93	123,45
petkm	-19,24	-10,69	-15,43	2	49,75	43,32	15,3	12,35	16,04	5,9	250,17	140,29
pimas	2,67	4,53	28,3	6,07	101,11	101,44	0,16	0,27	1,36	6,35	106,15	105,28
pinsu	3,25	5,12	10,94	4,19	92,7	-25,3	1,5	2,91	6,27	3,6	152,99	98,33
pinsut	5,87	12,82	48,76	7,67	62,79	85,83	0,37	0,77	4,16	3,86	117,36	126,38
pkent	4,01	0,45	0,71	0,98	282,78	25,63	-23,49	-2,98	-3,26	1,64	88,91	65,22
pnun	5,23	16,07	22,09	3,37	80,1	65,23	9,93	27,02	37,29	7,19	114,74	134,43
polyl	0,29	0,25	1,39	2,89	63,74	163,74	1,58	1,81	5,67	3,77	287,22	191,92
ptofs	2,75	19,97	52,16	7,85	61,21	61,81	3,21	24,87	47,52	9,22	114,37	100,42
sabah	5,62	10,13	15,51	1,97	120,6	173,5	2,25	2,72	4,67	0,99	62,91	141,2
sarky	8,37	18,94	32,67	4,8	41,14	41,66	12,29	26,97	52,41	10,12	232,14	240,28
sifas	1,57	1,54	5,76	3,48	40,56	98,06	6,84	8,45	24,66	5,18	259,66	182,95
sise	131,44	9,57	10,51	2,59	17,62	72,75	128,73	12,28	14,9	3,69	108,48	59,03
smens	10,44	9	21,27	4,21	76,17	60,38	13,13	14,22	28,44	6,62	185,33	127,35
soksa	-55,37	-63,03	-122,6	-3,82	88,3	8,34	-45,31	-64,15	-222,49	20,39	142,25	90,14
sonme	6,31	6,86	13,43	3,95	45,77	57,12	12,97	18,1	28,12	3,7	167,31	109,15
tborg	9,69	9,96	14,07	3,29	68,85	41,2	10,95	10,44	17,3	4,85	109,58	124,24
thyao	-14,17	-10,46	-33,39	6,08	85,06	70,8	-8,02	-8,91	-26,42	8,18	197,45	94,95
tire	12,86	21,15	33,17	3,09	86,75	81,6	32,36	40,87	58,78	9,22	166,24	247,96
toaso	20,49	36,23	65,98	8,33	138,83	178,67	30,67	34,82	52,35	7,05	12	68,04
tofas	1,82	8,9	66,36	7,58	141,16	139,14	0,09	0,46	4,32	4,15	4,59	-5,04
trkcm	21,88	15,84	22,78	2,81	60,96	60,07	26,49	19,4	28,22	4,4	125,85	119,73
trnsk	145,37	6,09	7,32	3,61	172,31	17,14	243,59	9,53	13,09	1,87	65,89	77,74
tuddf	11,92	13,75	40,35	6,38	76,11	96,54	1,72	2,17	5,24	4,64	43,67	24,3
tuprs	1,47	3,08	8,32	4,19	61,53	48,63	-4,52	-10,33	-44,76	4,27	104,42	125,51
turcs	2,7	18,25	27,28	6,5	71,98	68,83	2,65	15,13	18,19	3,3	79,49	110,22
unyec	23,55	27,54	45,23	3,8	101,96	117,72	30,13	32,01	45,17	5,32	69,18	87,89
usak	6,08	6,93	14,97	1,72	95,85	70,53	35,26	27,46	50,68	8,17	145,6	205,83
vakfn	16,76	8,89	22,88	2,78	82,71	74,64	12,73	4,79	20,35	2,75	137,25	234,72
vestl	1,83	1,77	4,75	2,92	14,96	19,23	-1,69	-2,3	-8,96	5,76	114,37	56,06
yasas	9,1	19,16	27,82	2,81	63,58	31,8	12,9	24,3	37	4,45	86,45	135,75
yunsa	10,66	10,14	31,16	3,15	57,16	86,77	-5,1	-5,7	-13,01	2,65	113,87	78,29

Ek: 3.2. 1995 ve 1996 Yıllarında İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Performans Verileri

Şirket	1995 Yılı						1996 Yılı					
	KR2	KR3	KR4	BR5	B01	B03	KR2	KR3	KR4	BR5	B01	B03
Abana	-45,86	-3,12	-3,36	2,82	-72,51	110,36	69,04	13,92	14,5	4,81	349,16	51,64
Adana	17,98	15,31	19,4	0,71	67,01	102,34	15,45	9,96	16,44	0,68	74,95	135,78
Afyon	-1,97	-4,33	-14,16	6,85	56,49	16,97	3,24	8,04	19,32	14,88	96,67	77,7
Akalt	7,81	11,67	22,08	2,51	95,01	60,44	15,16	18,07	36,69	2,7	72,18	116,23
Aksa	15,2	25,08	38,35	6,48	95,61	72,81	21,48	31,46	44,6	5,94	51,06	70,62
Alark	1386,58	26,24	28,68	12,8	112,36	97,93	953,32	23,81	25,95	10,15	147,06	87,22
Altin	12,48	14,22	31,23	4,83	150,47	136,91	11,56	13,01	28,95	4,85	95,93	100,42
Anacm	8,92	8,09	23,18	2,63	84,8	148,14	9,77	3,61	18,49	2,58	91,64	379,2
Arcik	6,08	11,85	27,87	4,16	100,2	77,88	9,96	17,54	39,44	6,88	78,13	95,32
Asels	8,66	6,31	16	2,29	98,84	77,71	10,74	7,18	19,44	2,55	63,22	103,49
Aslan	0,9	0,81	3,02	2,59	68,59	75,31	6,47	5,95	18,45	8,05	81,57	79,8
aygaz	8,29	18,21	32,83	7,4	115,69	79,6	12,7	25,57	43,54	9,41	74,83	90,34
bagfs	5,19	9,75	19,76	3,42	95,2	42,47	7,04	10,69	26,58	3,22	64,46	102,35
banvt	11,15	33,74	63,74	19,03	196,77	189,48	0,36	1,22	3,41	11,09	108,7	86,15
beko	8,27	12,38	32,01	2,76	94,86	97,47	13,49	15,52	47,79	6,21	89,07	146,32
boluc	19,48	14,03	17,16	1,72	110,73	123,59	20,76	16,74	21,1	2,35	106,58	84,68
brisa	19,32	20,64	31,81	4,47	136,88	106,97	27,8	29,33	42,11	6,64	94,1	94,64
burce	13,34	16,76	32,58	4,56	99,86	116,06	11,04	14	29,73	3,69	84,44	82,53
celha	5,9	8,42	15,05	3,63	122,66	94,93	12,16	15,95	25,55	4,18	56,43	69,78
cimsa	15,71	13,57	26,53	4,39	76,72	98,63	12,41	14,07	20,91	4,55	112,11	63,8
cment	27,49	24	33,21	4,85	53,94	58,8	8,84	6,07	15,43	2,62	91,3	146,96
cukel	4,01	2,94	20,1	6,07	69,23	64,37	18,61	17,32	72,74	24,27	118,15	71,92
denem	18,49	19,69	37,41	2,83	88,62	78,41	-0,99	-0,95	-3,26	6,39	105,91	119,44
derlm	7,41	6,16	33,66	4,14	76,26	181,09	5,74	6,3	34,62	5,19	231,36	151,82
deva	7,61	6,36	8,84	1,12	168,01	224,04	5,83	5,61	9,93	1,34	86,39	59,84
ditas	16,86	20,9	32,73	4,47	187,89	154,3	12,39	13,29	30,89	3,03	129,32	162,36
dogub	4,99	3,77	6,82	1,98	135,78	96,94	-0,23	-0,23	-0,4	7,72	112,75	56,11
dokts	8,84	10,94	23,66	2,85	152,84	138,03	4,59	4,62	15,2	5,09	95,83	141,14
durof	3,09	4,44	10,8	3,41	114,74	186,63	-8,33	-12,21	-33,63	4,91	58,06	55,31
ecile	8,95	7,65	11,96	2,7	80,63	67,53	8,93	8,65	15,53	3,75	112,74	86,92
eczyt	15,8	16,62	19,36	3,78	46,78	81,94	17,62	18,19	19,69	4,29	136,7	112,28
edip	14,02	17,68	33,78	4,29	58,28	108,29	9,28	10,23	22,05	3,96	73,16	106,83
egbra	24,87	20,71	32,43	14,03	98,87	61,35	9,69	8,92	14,89	13,18	131,3	101,61
egeen	11,64	24,84	46,96	5,94	254,58	113,02	14,06	19,11	40,91	5,56	31,74	107,47
eggub	4,87	14,15	20,48	2,98	104,06	65,44	2,7	4,17	11,53	2,22	33,44	148,73
emek	14,52	9,91	15,31	0,74	61,01	85,03	2,2	1,61	2,38	0,76	65,34	54,1
ercys	33,97	25,13	32,61	5,31	101,81	243,86	27,6	16,11	36,7	6,34	89,35	136
eregl	25,97	11,3	34,48	2,54	64,52	81,05	8,29	4,36	15,85	3,23	117,97	80,01
fenis	2,8	1,52	2,33	1,01	63,62	109,06	2,6	3,21	23,47	0,56	57,62	-30,68
gima	-5,96	-15,73	-3846,93	246,99	75,24	110,35	-5,01	-14,59	-281,83	8,86	70,88	54,28
goody	12,62	26,56	58,3	6,27	134,95	120,52	14,8	31,68	63,92	8,22	74,02	68,26
gorbn	4,39	9,78	28,31	5,42	85,72	80,06	5,45	10,49	41,24	26,39	100,45	133,13
gubrf	1,62	4,64	8,55	1,98	88,85	50,92	3,04	8,5	23,3	4,42	140,3	141,79
guney	17,43	23,35	33,44	6,42	90,8	98,16	12,09	16,13	29,45	4,48	100,9	100,24
hekts	18,54	26,55	40,28	7,13	167,52	134,9	18,31	22,86	35,72	3,71	59,16	83,85
hurgz	13,45	12,66	25,84	1,7	102,34	131,25	13,56	13,08	28,51	2,35	114,12	107,36
iktfn	3,02	1,28	23,25	1,04	68,12	141,61	4,31	1,59	17,15	1,71	87,46	114,63
intem	4,08	8,18	16,23	14,75	149,6	188,05	2,69	5,63	12,53	4,54	107,22	100,3
istmp	28,95	26,57	40,65	4,89	188,06	141,36	27,18	28,09	43,06	4,26	26,14	43
izmdc	0,69	0,55	0,78	1,05	28,24	50,41	1,47	1,44	1,91	0,89	112,76	74,27
izocm	11,7	12,13	22,79	3	100,34	109,33	11,86	12,5	23,34	3,34	94,99	84,82
kartn	39,93	35,78	43,78	4,26	134,77	152,81	47,98	28,06	35,64	3,67	12,27	71,97
kavor	6,94	9,08	16,95	5,81	119,04	126,41	46,25	18,6	22,75	6,92	-24,4	135,77
kchol	669,26	24,36	26,21	6,54	13,38	102,17	552,6	26,02	27,88	13,45	118,41	68,82
keyat	11,93	12,43	15,13	7,46	100,87	116,5	15,98	16,66	19,03	6,39	87,36	53,55
kent	5,62	8,57	33,39	10,29	112,82	67,13	12,04	13,98	42,8	11,39	87,54	148,94
kepez	20,09	15,46	66,65	20,58	85,81	136,79	21,34	21,83	74,18	16,94	130,79	71,93
klbmo	6,71	12,74	32,21	3,1	107,47	94,99	8,22	16,71	40,25	7,64	100,12	90,84
konya	7,35	9,42	12,16	2,76	104,42	86,44	13,77	18,09	26,85	4,7	102,32	101,56
kords	16,07	25,18	40,04	3,92	123,32	63,14	18,34	27,57	48,13	5,88	100,97	109,46
koyts	2,7	4,53	13,64	2,75	146,18	206,87	11,62	15,45	51,86	8,46	132,06	196,46
kutpo	7,74	7,83	13,14	2,7	114,25	173,54	0,24	0,21	0,45	2,51	86,7	118,5
luksk	8,92	14,9	29,52	2,71	35,93	57	16,48	24,67	49,23	7,9	103,26	125,11
maalt	5,19	2,74	3,61	1,79	117,97	138,48	-3,69	-3,13	-3,48	1,98	93,72	21,08
maktk	4,51	3,33	5,85	0,96	83,67	108,18	9,98	7,42	21,34	1,92	119,37	117,23
maret	4,51	3,33	5,85	0,96	83,67	108,18	5,03	10,64	15,1	2,57	59,44	53,78

Şirket	1995 Yılı						1996 Yılı					
	KR2	KR3	KR4	BR5	B01	B03	KR2	KR3	KR4	BR5	B01	B03
medya	4,08	8,18	16,23	14,75	149,6	188,05	2,69	5,63	12,53	4,54	107,22	529,21
metas	-1,01	-1,55	-2,53	1,06	3,32	44,37	-5,24	-8,4	-14,98	2,73	57,42	48,98
mlgrs	3,71	11,11	45,76	20,25	149,63	171,14	2,96	9,48	41,99	45,72	134,57	120,26
mmart	15,79	6,28	9,88	1,38	214,68	190,84	14,69	7,22	11,63	1,79	190,28	133,78
mrldn	39,42	29,68	40,13	3,48	69,93	72,66	19,75	17,51	24,71	1,85	77,52	57,11
mrshl	5,51	12,75	17,66	3,92	94,37	83,01	10,1	21,38	30,72	3,22	80,2	100,53
netas	44,97	33,6	57,08	5,16	56,83	40,36	21,31	22,23	45,02	5,25	159,87	85,82
nigde	11,9	16,52	25,16	2,96	77,41	59,71	20,33	25,25	35,99	3,41	96,33	118,92
nthol	73,63	4,6	4,72	0,93	318,56	376,27	99,9	6,79	6,99	1,25	110,36	93,39
nttur	10,58	12,79	46,46	5,3	166,84	106,03	9,58	12,68	46,48	6,04	113,91	95,26
okant	-3,99	-1,65	-2,03	1,01	35,56	65,23	3,29	1,57	1,96	0,69	87,06	61,68
olmks	14,84	23,74	36,44	4,84	132,4	111,65	0,5	0,72	1	2,04	30,27	45,6
otosn	14,76	28,27	49,54	6,53	263,11	203,52	21,08	37,36	66,13	11,04	156,73	176,65
parsn	5,71	8,92	17,86	5,28	134,58	96,3	10,04	13,16	24,18	6,79	64,26	95,02
pegpr	4,21	7,41	27,74	5,94	94,84	69,72	3,65	6,53	23,01	7,67	93,22	89,89
petkm	41,21	26,66	34,43	3,8	115,5	168,46	33,77	20,03	25,03	1,98	30,42	43,18
pimas	2,8	4,19	18,15	4,47	108,9	136,76	7,34	12,66	36,21	12,88	89,28	72,59
pinsu	-0,16	-0,27	-0,74	2,21	81,55	104,68	0,82	0,58	3,66	4,17	77,58	341,44
pinsut	1,91	4,61	16,9	5,59	119,32	87,86	5,94	10,18	29,76	3,04	102,96	187,97
pkent	-8,31	-1,65	-1,91	0,97	203,68	94,61	-47,97	-12,3	-17,82	0,99	135,86	83,09
pnun	8,57	22,47	31,23	3,55	105,22	112,85	6,95	21,8	30,44	4,09	86,44	54,6
polyl	3,24	3,33	12,74	2,67	187,88	222,4	0,75	1,26	6,18	1,64	134,13	43,22
ptofs	2,55	21,13	46,47	3,89	73,96	62,09	3,29	28,6	63,24	8,43	103,45	94,01
sabah	6,5	7,73	12,04	1,06	126,65	137,14	4,95	7,18	14,79	0,72	66,71	35,66
sarky	8,97	24,68	39,98	4,65	110,38	68,53	10,65	27,18	38,18	3,68	46,19	65,93
sifas	5,83	6,32	22,22	2,84	155,97	191,57	1,37	1,67	8,82	1,76	91,76	72,07
sise	231,99	18,65	22,05	5,69	70,24	102,04	300,18	20,87	22,4	10,82	84,24	113,06
smens	15,94	15,23	30,71	6,09	83,35	107,53	5,25	5,84	12,47	4,05	86,3	49,56
soksa	-65,02	-22,07	-119,64	-9,75	-24,29	191,87	7,91	2,24	6,51	1,92	424,88	538,73
sonme	7,77	12,39	20,86	2,48	70,68	49,35	6,61	8,77	16,38	2,28	60,94	93,53
tborg	1,02	1,13	2,02	3,65	99,93	72,49	0,76	0,5	1,06	2,88	48,55	141,2
thyao	0,72	0,95	1,89	7,69	84,31	56,2	4,39	6,9	13,11	12,18	101,52	71,39
tire	38,77	42,91	55,87	4,57	118,01	149,79	16,96	19,18	24,23	2,07	42,32	39,58
toaso	7,75	11,34	20,17	2,48	108,69	65,41	7,22	11,63	18,81	2,23	52,37	38,4
tofas	0,08	0,38	5,06	6,91	64,79	82,37	0,35	2,01	20,31	4,28	42,91	18,29
trkcm	42,21	27,22	40,47	4,46	122,41	162,38	12,08	8,18	13,74	4,66	74,95	64,54
trnsk	-165,36	-4,82	-5,94	2,09	87	151,23	51,73	1,07	1,34	0,96	-3,94	35,5
tuddf	4,89	7,09	15,43	4,75	132,51	103,81	6,71	9,84	22,26	5,53	89,97	87,6
tuprs	-3,08	-6,79	-31,65	5,03	97,55	89,96	-5,52	-12,45	-183	7,99	120,96	107,1
turcs	3,27	19,91	26,38	2,53	105,91	93,45	4,36	23,76	29,78	4,7	83,14	106,96
unyec	19,52	22,33	31,26	1,98	102,38	84,88	22,03	24,16	32,46	2,74	74,24	86,86
usak	12,68	11,24	18,93	2,36	73,47	35,69	6,2	6,02	9,73	3,24	54,47	54,89
vakfn	6,95	2,57	17,58	0,98	92,33	93,25	25,58	13,1	49,78	2,84	103,32	48,43
vestl	3,75	4,23	21,96	4,32	105,5	146,25	8,66	10,32	55,95	10,47	191,69	178,76
yasas	1,87	4,41	7,83	1,56	132,3	66,96	11,6	22,91	41,47	2,91	111,41	160,89
yunsa	9,09	9,75	25,74	4,84	100,84	115,46	10,06	9,42	21,25	3,99	65,91	94,38

Ek: 3.3. 1997 Yılında İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Performans Verileri

Şirket	1997 yılı					
	KR2	KR3	KR4	BR5	B01	B03
Abana	399,88	25,51	26,62	8,43	-41,69	84,29
Adana	11,51	4,59	7,42	0,56	127,88	99,95
Afyon	6,95	8,58	22,52	8,35	107,75	103,73
Akalt	7,2	8,92	19,41	2,33	82,06	74,9
Aksa	20,64	32,51	47,72	5,65	111,72	96,79
Alark	711,23	26,77	29,43	16,93	147,61	64,3
Altin	5,85	7,22	18,47	4,12	90,26	73,67
Anacm	0,25	0,12	0,52	2,82	149,31	86,51
Arclk	11,13	18,75	38,95	8,94	85,56	97,7
Asels	8,78	6,13	18,18	3,92	109	99,64
Aslan	8,77	8,5	19,62	15,43	100,5	86,57
aygaz	7,74	18,66	31,52	11,42	105,79	71,64
bagfs	12,28	19,04	40,47	10,76	132	126,6
banvt	6,02	14,68	43,23	11,61	88,89	159,35
beko	7,3	11,64	37,68	6,53	154,68	83,38
boluc	19,59	18,63	23,57	2,71	108,32	72,29
brisa	25,85	27,25	40,28	6,65	94,53	87,7
burce	16,44	22,34	46,3	6,35	140,01	122,5
celha	11,21	12,56	23,29	5,39	73,16	102,5
cimsa	18,17	16,54	24,4	8,71	103,58	153,64
ciment	-3,95	-2,94	-7,18	4,15	108,85	94,66
cukel	24,25	22,47	71,51	38,06	82,28	83,32
dencm	1,26	1,61	4,49	6,8	119,24	67,05
derim	1,19	1,56	9,63	8,61	112,62	79,78
deva	0,71	0,61	1,17	1,49	66,39	80,23
ditas	14,78	14,88	39,59	8,39	140,79	162,22
dogub	-12,33	-8,13	-24,23	12,2	70,14	166,16
dokts	3,63	4,02	10,7	10,49	153,35	128,36
durof	-2,33	-3,94	-13,13	10,34	140,99	108,12
ecilc	6,43	6,05	14,14	4	100,3	106,16
eczyt	7,47	7,75	11,81	3,55	-45,64	28,2
edip	1,38	1,12	3,81	3,18	66,38	123,58
egbra	9,78	6,79	13,12	11,25	57,21	99,43
egeen	15,05	28,9	55,21	7,78	195,7	109,25
eggub	3,19	4,89	15,29	3,49	95,47	98,29
emek	5,25	4,01	6,65	1,51	134,88	125,17
ercys	4,68	2,2	8,41	11,65	75,65	104,77
eregl	0,27	0,18	0,46	5,26	122,71	69,96
fenis	3,4	4,73	32,79	5,89	115,55	91,26
gima	-6,47	-12,4	-93,76	17,41	65,34	153,48
goody	11,46	20,21	54,19	8,53	86,38	122,13
gorbn	3,15	5,25	28,43	17,67	124,91	156,76
gubrf	2,16	5,91	17,07	3,56	47,02	51,15
guney	9,76	10,63	21,87	7,26	71	65,55
hekts	11,59	11,93	23,54	2,39	62,66	91,12
hurgz	33	34,45	54,15	7,87	145,92	121
iktfn	6,68	2,07	22,9	2,67	88,49	124,73
intem	0,7	2,28	6,9	4,84	529,21	285,61
istmp	20,18	24,38	42,83	4,21	81,76	63,59
izmde	2,02	1,99	2,92	1,57	81,16	87,03
izocm	9,34	9,53	21,19	3,59	88,14	102,21
kartn	33,74	24,66	31,69	3,36	107,83	66,35
kavor	36,12	9,43	12,02	3,52	-32,26	3,81
kchol	483,34	27,75	29,73	29,52	143,03	99,3
keyat	25,75	28,51	33,79	12,86	86,99	84,32
kent	13,77	14,53	43,99	9,1	94,16	113,76
kepez	35,04	31,12	87,05	37,83	91,77	120,28
kibmo	6,84	11,17	32,77	5,77	90,75	135,76
konya	13,58	16,17	22,02	3,05	108,65	129,91
kords	18,23	14,15	39,39	5,59	63,46	216,3
koyts	13,05	8,09	17,39	12,1	143,05	420,55
kutpo	5,52	7,59	13,9	2,89	154,39	73,36
luksk	19,85	25,62	49,99	7,1	120,56	157,6
maalt	11,35	10,06	11,41	2,67	91,52	83,77
maktk	9,44	7,18	14,98	2,19	114,12	119,72
maret	2,15	5,73	9,08	2,24	139,34	88,07
medya	0,7	2,28	6,9	4,84	100,3	285,61
metas	-19,39	-26,92	-50,47	2,05	-12,54	1,15
migrs	4,2	10,83	51,76	55,3	132,75	188,34

Şirket	1997 yılı					
	KR2	KR3	KR4	BR5	B01	B03
mmart	20,18	8,76	14,27	2,26	107,96	134,18
mrđin	30,93	26,26	35,77	3,52	126,75	130,12
mrshl	9,11	16,82	28,01	5,83	110	138,14
netas	15,55	22,22	38,44	10,32	112,03	55,11
nigde	16,33	23,9	36,94	4,16	93,31	66,96
nthol	133,15	6,37	6,59	2,76	49,96	113,29
nttur	7,11	10,12	32,32	8,44	101,31	87,25
okant	0,43	0,25	0,3	0,63	110,8	78,04
olmks	6,53	9,54	13,56	4,39	79,54	76,69
otosn	19,7	40,57	69,2	16,58	206,54	158,44
parsn	17,86	24,03	39,18	8,38	124,9	119,77
pegpr	4,5	7,1	32,02	7,06	116,77	147,24
petkm	25,5	17,2	21,25	3,45	83,45	61,62
pimas	8,06	12,4	41,14	15,03	136,59	171,36
pinsu	-8,09	-8,76	-80,09	6,62	186,24	72,94
pinsut	4,23	7,88	24,37	6,46	118,01	100,37
pkent	-25,48	-7,96	-10,74	1,18	101,03	64,7
pnun	5,49	16,2	25,98	4,71	66,43	75,5
polyl	0,73	1,36	6,33	2,74	181,61	153,27
ptofs	3,81	28,38	58,73	17,16	77,6	107,2
sabah	3,79	4,74	11,5	1,68	101,44	137,78
sarky	8,5	23,33	39,73	4,94	112,13	106,69
sifas	1,77	3,16	16,9	3,75	210,86	112,02
sise	195,9	14,72	16,5	12,23	87,68	73,59
smens	3,01	2,89	7,07	4,05	59,92	68,53
soksa	28,08	18,66	44,07	3,05	245,52	59,18
sonme	20,93	24,38	47,17	5,5	133,61	166,45
tborg	2,54	1,67	3,88	4,32	76,12	63,93
thyao	1,39	2,49	5,11	10,54	98,17	73,13
tire	6,97	8,17	10,67	4,88	80,52	73,81
toaso	11,97	15,62	31,76	6,08	75,97	118,48
tofas	1,14	5,24	31,26	89,16	182,3	250,19
trkcm	8,44	6,57	10,85	9,51	102,03	75,46
trnsk	30,1	1,55	1,92	2,11	433,04	113,6
tuddf	7,02	10,36	27,12	6,61	112,53	110,79
tuprs	-4,78	-11,67	-186,12	30,58	90,17	63,64
tures	2,47	17,15	24,88	3	90,49	49,99
unyec	25,21	32,19	42,93	4,74	149,78	114,97
usak	11,9	9,56	21,72	3,92	103,01	163,03
vakfn	12,33	7,09	24,8	1,63	66,15	48,03
vestl	9,62	9,36	44,86	6,06	233,28	308,67
yasas	12,42	20,52	46,27	6,07	140,19	165,5
yunsa	9,28	8,9	21,37	3,31	83,04	80,01

Ek: 4. Uygulama İle İlgili Regresyon Sonuçları

Ek. 4.1. Kriz Dönemi İle İlgili Regresyon Sonuçları

Ek: 4.1.1. KR2 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,182 ^a	,033	,012	166,0293
2	,182 ^b	,033	,015	165,7871
3	,180 ^c	,032	,018	165,5917
4	,177 ^d	,031	,020	165,4332
5	,173 ^e	,030	,021	165,3092
6	,166 ^f	,027	,022	165,2564

- a. Predictors: (Constant), HOL, HAO, EBÜHP, YÖN, YAB, DEV, EBHP
b. Predictors: (Constant), HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
c. Predictors: (Constant), HOL, YÖN, YAB, DEV, EBHP
d. Predictors: (Constant), YÖN, YAB, DEV, EBHP
e. Predictors: (Constant), YÖN, DEV, EBHP
f. Predictors: (Constant), DEV, EBHP

ANOVA^g

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	309625,7	7	44232,246	1,605	,133 ^a
	Residual	9041556	328	27565,719		
	Total	9351181	335			
2	Regression	308502,1	6	51417,017	1,871	,085 ^b
	Residual	9042679	329	27485,347		
	Total	9351181	335			
3	Regression	302383,2	5	60476,638	2,206	,053 ^c
	Residual	9048798	330	27420,601		
	Total	9351181	335			
4	Regression	292325,6	4	73081,392	2,670	,032 ^d
	Residual	9058856	331	27368,145		
	Total	9351181	335			
5	Regression	278570,1	3	92856,708	3,398	,018 ^e
	Residual	9072611	332	27327,142		
	Total	9351181	335			
6	Regression	257053,7	2	128526,859	4,706	,010 ^f
	Residual	9094128	333	27309,693		
	Total	9351181	335			

- a. Predictors: (Constant), HOL, HAO, EBÜHP, YÖN, YAB, DEV, EBHP
b. Predictors: (Constant), HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
c. Predictors: (Constant), HOL, YÖN, YAB, DEV, EBHP
d. Predictors: (Constant), YÖN, YAB, DEV, EBHP
e. Predictors: (Constant), YÖN, DEV, EBHP
f. Predictors: (Constant), DEV, EBHP
g. Dependent Variable: KR2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	17,092	24,736		,691	,490
	EBÜHP	7,9E-02	,389	,014	,202	,840
	EBHP	,954	,451	,151	2,115	,035
	HAO	-,219	,441	-,028	-,498	,619
	DEV	-41,101	23,139	-,108	-1,776	,077
	YAB	-22,265	26,200	-,049	-,850	,396
	YÖN	-22,979	28,491	-,046	-,807	,421
	HOL	10,996	19,806	,033	,555	,579
2	(Constant)	18,452	23,766		,776	,438
	EBHP	1,008	,363	,159	2,775	,006
	HAO	-,205	,434	-,026	-,472	,637
	DEV	-40,804	23,059	-,107	-1,770	,078
	YAB	-21,036	25,445	-,046	-,827	,409
	YÖN	-23,455	28,351	-,047	-,827	,409
	HOL	11,346	19,700	,034	,576	,565
3	(Constant)	12,545	20,177		,622	,535
	EBHP	1,009	,363	,160	2,782	,006
	DEV	-39,848	22,942	-,105	-1,737	,083
	YAB	-18,685	24,923	-,041	-,750	,454
	YÖN	-22,450	28,238	-,045	-,795	,427
	HOL	11,896	19,643	,036	,606	,545
4	(Constant)	20,568	15,205		1,353	,177
	EBHP	,976	,358	,154	2,725	,007
	DEV	-43,922	21,913	-,115	-2,004	,046
	YAB	-17,607	24,836	-,039	-,709	,479
	YÖN	-25,991	27,599	-,052	-,942	,347
5	(Constant)	17,335	14,495		1,196	,233
	EBHP	,996	,357	,157	2,792	,006
	DEV	-45,409	21,796	-,119	-2,083	,038
	YÖN	-24,389	27,486	-,049	-,887	,376
6	(Constant)	13,089	13,678		,957	,339
	EBHP	1,006	,357	,159	2,820	,005
	DEV	-42,114	21,470	-,111	-1,962	,051

a. Dependent Variable: KR2

Ek: 4.1.2. KR3 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,149 ^a	,022	,001	13,3605
2	,148 ^b	,022	,004	13,3415
3	,148 ^c	,022	,007	13,3223
4	,147 ^d	,022	,010	13,3038
5	,133 ^e	,018	,009	13,3099
6	,120 ^f	,014	,009	13,3118
7	,106 ^g	,011	,008	13,3137

a. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP

b. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, EBHP

c. Predictors: (Constant), EBÜHP, HAO, YÖN, YAB, EBHP

d. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, EBHP

e. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, EBHP

f. Predictors: (Constant), HAO, EBHP

g. Predictors: (Constant), EBHP

ANOVA^h

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1323,767	7	189,110	1,059	,390 ^a
	Residual	58549,12	328	178,503		
	Total	59872,88	335			
2	Regression	1312,312	6	218,719	1,229	,291 ^b
	Residual	58560,57	329	177,996		
	Total	59872,88	335			
3	Regression	1303,209	5	260,642	1,469	,200 ^c
	Residual	58569,67	330	177,484		
	Total	59872,88	335			
4	Regression	1289,066	4	322,266	1,821	,124 ^d
	Residual	58583,82	331	176,990		
	Total	59872,88	335			
5	Regression	1058,084	3	352,695	1,991	,115 ^e
	Residual	58814,80	332	177,153		
	Total	59872,88	335			
6	Regression	864,092	2	432,046	2,438	,089 ^f
	Residual	59008,79	333	177,204		
	Total	59872,88	335			
7	Regression	669,489	1	669,489	3,777	,053 ^g
	Residual	59203,39	334	177,256		
	Total	59872,88	335			

a. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP

b. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, EBHP

c. Predictors: (Constant), EBÜHP, HAO, YÖN, YAB, EBHP

d. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, EBHP

e. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, EBHP

f. Predictors: (Constant), HAO, EBHP

g. Predictors: (Constant), EBHP

h. Dependent variable: KR3

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	11,162	1,991		5,608	,000
	DEV	-,472	1,862	-,015	-,253	,800
	YAB	2,226	2,108	,061	1,056	,292
	YÖN	2,425	2,293	,061	1,058	,291
	HOL	-,465	1,594	-,017	-,292	,771
	HAO	4,2E-02	,035	,068	1,188	,236
	EBHP	-6,E-02	,036	-,110	-1,536	,125
	EBÜHP	9,8E-03	,031	,022	,313	,755
2	(Constant)	11,013	1,898		5,802	,000
	YAB	2,186	2,099	,060	1,041	,299
	YÖN	2,547	2,238	,064	1,138	,256
	HOL	-,343	1,518	-,013	-,226	,821
	HAO	4,3E-02	,035	,069	1,220	,223
	EBHP	-6,E-02	,036	-,113	-1,589	,113
	EBÜHP	9,3E-03	,031	,021	,297	,766
3	(Constant)	10,800	1,647		6,557	,000
	YAB	2,179	2,096	,060	1,040	,299
	YÖN	2,622	2,210	,066	1,186	,236
	HAO	4,3E-02	,035	,069	1,233	,218
	EBHP	-6,E-02	,035	-,109	-1,581	,115
	EBÜHP	8,8E-03	,031	,020	,282	,778
4	(Constant)	10,983	1,512		7,264	,000
	YAB	2,321	2,032	,064	1,142	,254
	YÖN	2,553	2,194	,064	1,164	,245
	HAO	4,5E-02	,035	,072	1,294	,197
	EBHP	-5,E-02	,028	-,097	-1,779	,076
5	(Constant)	11,638	1,400		8,314	,000
	YÖN	2,283	2,182	,057	1,046	,296
	HAO	3,7E-02	,034	,059	1,080	,281
	EBHP	-5,E-02	,028	-,101	-1,846	,066
6	(Constant)	12,025	1,350		8,905	,000
	HAO	3,6E-02	,034	,057	1,048	,295
	EBHP	-5,E-02	,028	-,105	-1,937	,054
7	(Constant)	12,872	1,082		11,899	,000
	EBHP	-5,E-02	,028	-,106	-1,943	,053

a. Dependent Variable: KR3

Ek: 4.1.3. KR4 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,173 ^a	,030	,009	211,9240
2	,172 ^b	,030	,012	211,6124
3	,172 ^c	,030	,015	211,3015
4	,171 ^d	,029	,018	211,0054
5	,166 ^e	,028	,019	210,8797
6	,159 ^f	,025	,019	210,8237
7	,149 ^g	,022	,019	210,8479

- a. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
b. Predictors: (Constant), EBÜHP, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
c. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
d. Predictors: (Constant), HAO, YAB, DEV, EBHP
e. Predictors: (Constant), HAO, DEV, EBHP
f. Predictors: (Constant), DEV, EBHP
g. Predictors: (Constant), EBHP

ANOVA^h

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	452402,7	7	64628,953	1,439	,189 ^a
	Residual	14731069	328	44911,795		
	Total	15183471	335			
2	Regression	450918,5	6	75153,087	1,678	,126 ^b
	Residual	14732553	329	44779,796		
	Total	15183471	335			
3	Regression	449519,2	5	89903,844	2,014	,076 ^c
	Residual	14733952	330	44648,340		
	Total	15183471	335			
4	Regression	446260,5	4	111565,135	2,506	,042 ^d
	Residual	14737211	331	44523,295		
	Total	15183471	335			
5	Regression	419344,1	3	139781,367	3,143	,025 ^e
	Residual	14764127	332	44470,263		
	Total	15183471	335			
6	Regression	382740,4	2	191370,186	4,306	,014 ^f
	Residual	14800731	333	44446,639		
	Total	15183471	335			
7	Regression	334893,2	1	334893,221	7,533	,006 ^g
	Residual	14848578	334	44456,821		
	Total	15183471	335			

- a. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
b. Predictors: (Constant), EBÜHP, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
c. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
d. Predictors: (Constant), HAO, YAB, DEV, EBHP
e. Predictors: (Constant), HAO, DEV, EBHP
f. Predictors: (Constant), DEV, EBHP
g. Predictors: (Constant), EBHP
h. Dependent Variable: KR4

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	26,306	31,574		,833	,405
	DEV	-25,300	29,535	-,052	-,857	,392
	YAB	27,018	33,442	,047	,808	,420
	YÖN	10,230	36,366	,016	,281	,779
	HOL	4,596	25,280	,011	,182	,856
	HAO	,606	,563	,061	1,077	,282
	EBHP	-,963	,576	-,119	-1,673	,095
	EBÜHP	-1,E-01	,497	-,014	-,192	,848
2	(Constant)	29,405	26,537		1,108	,269
	DEV	-26,914	28,127	-,055	-,957	,339
	YAB	27,238	33,371	,047	,816	,415
	YÖN	8,896	35,566	,014	,250	,803
	HAO	,599	,560	,060	1,068	,286
	EBHP	-,981	,566	-,122	-1,732	,084
	EBÜHP	-9,E-02	,494	-,012	-,177	,860
3	(Constant)	27,616	24,495		1,127	,260
	DEV	-27,108	28,065	-,056	-,966	,335
	YAB	25,841	32,375	,045	,798	,425
	YÖN	9,543	35,325	,015	,270	,787
	HAO	,583	,553	,059	1,055	,292
	EBHP	-1,039	,458	-,129	-2,272	,024
4	(Constant)	29,647	23,280		1,273	,204
	DEV	-28,360	27,640	-,058	-1,026	,306
	YAB	25,029	32,190	,043	,778	,437
	HAO	,573	,551	,058	1,041	,299
	EBHP	-1,044	,457	-,130	-2,286	,023
5	(Constant)	35,880	21,844		1,643	,101
	DEV	-26,301	27,497	-,054	-,956	,340
	HAO	,490	,540	,049	,907	,365
	EBHP	-1,070	,455	-,133	-2,351	,019
6	(Constant)	47,797	17,449		2,739	,006
	DEV	-28,419	27,390	-,059	-1,038	,300
	EBHP	-1,063	,455	-,132	-2,336	,020
7	(Constant)	44,352	17,132		2,589	,010
	EBHP	-1,197	,436	-,149	-2,745	,006

a. Dependent Variable: KR4

Ek: 4.1.4. BR5 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,146 ^a	,021	,000	14,0790
2	,146 ^b	,021	,003	14,0578
3	,144 ^c	,021	,006	14,0412
4	,139 ^d	,019	,007	14,0303
5	,133 ^e	,018	,009	14,0204
6	,120 ^f	,014	,008	14,0223
7	,097 ^g	,009	,006	14,0364

- a. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
b. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YAB, DEV, EBHP
c. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YAB, DEV
d. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YAB
e. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO
f. Predictors: (Constant), EBÜHP, HAO
g. Predictors: (Constant), EBÜHP

ANOVA^h

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1416,180	7	202,311	1,021	,416 ^a
	Residual	65015,90	328	198,219		
	Total	66432,08	335			
2	Regression	1414,970	6	235,828	1,193	,309 ^b
	Residual	65017,11	329	197,620		
	Total	66432,08	335			
3	Regression	1370,969	5	274,194	1,391	,227 ^c
	Residual	65061,11	330	197,155		
	Total	66432,08	335			
4	Regression	1275,259	4	318,815	1,620	,169 ^d
	Residual	65156,82	331	196,848		
	Total	66432,08	335			
5	Regression	1170,250	3	390,083	1,984	,116 ^e
	Residual	65261,83	332	196,572		
	Total	66432,08	335			
6	Regression	956,160	2	478,080	2,431	,089 ^f
	Residual	65475,92	333	196,624		
	Total	66432,08	335			
7	Regression	627,641	1	627,641	3,186	,075 ^g
	Residual	65804,44	334	197,019		
	Total	66432,08	335			

- a. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
b. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YAB, DEV, EBHP
c. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YAB, DEV
d. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YAB
e. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO
f. Predictors: (Constant), EBÜHP, HAO
g. Predictors: (Constant), EBÜHP
h. Dependent Variable: BR5

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	4,429	2,098		2,111	,036
	DEV	1,221	1,962	,038	,622	,534
	YAB	-1,469	2,222	-,038	-,661	,509
	YÖN	,189	2,416	,004	,078	,938
	HOL	-1,021	1,679	-,036	-,608	,544
	HAO	-5,E-02	,037	-,074	-1,303	,193
	EBHP	1,8E-02	,038	,034	,471	,638
	EBÜHP	3,7E-02	,033	,079	1,116	,265
2	(Constant)	4,490	1,942		2,312	,021
	DEV	1,189	1,915	,037	,621	,535
	YAB	-1,479	2,215	-,039	-,668	,505
	HOL	-1,048	1,642	-,037	-,638	,524
	HAO	-5,E-02	,037	-,074	-1,313	,190
	EBHP	1,8E-02	,038	,034	,472	,637
	EBÜHP	3,7E-02	,033	,079	1,115	,266
3	(Constant)	4,693	1,892		2,480	,014
	DEV	1,319	1,893	,041	,697	,486
	YAB	-1,678	2,172	-,044	-,773	,440
	HOL	-1,183	1,615	-,042	-,732	,465
	HAO	-5,E-02	,037	-,077	-1,369	,172
	EBÜHP	4,6E-02	,026	,099	1,736	,083
4	(Constant)	5,065	1,814		2,792	,006
	YAB	-1,582	2,166	-,041	-,730	,466
	HOL	-1,523	1,539	-,054	-,990	,323
	HAO	-5,E-02	,037	-,081	-1,449	,148
	EBÜHP	5,0E-02	,026	,107	1,929	,055
5	(Constant)	4,864	1,792		2,715	,007
	HOL	-1,601	1,534	-,057	-1,044	,297
	HAO	-5,E-02	,036	-,072	-1,324	,187
	EBÜHP	4,6E-02	,025	,100	1,830	,068
6	(Constant)	4,001	1,589		2,517	,012
	HAO	-5,E-02	,036	-,071	-1,293	,197
	EBÜHP	4,8E-02	,025	,103	1,887	,060
7	(Constant)	3,029	1,402		2,161	,031
	EBÜHP	4,5E-02	,025	,097	1,785	,075

a. Dependent Variable: BR5

Ek: 4.1.5. B01 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,159 ^a	,025	,004	60,5664
2	,159 ^b	,025	,007	60,4748
3	,159 ^c	,025	,010	60,3842
4	,158 ^d	,025	,013	60,2959
5	,151 ^e	,023	,014	60,2806
6	,127 ^f	,016	,010	60,3938
7	,098 ^g	,010	,007	60,4993

- a. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
b. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, YÖN, YAB, DEV, EBHP
c. Predictors: (Constant), HOL, YÖN, YAB, DEV, EBHP
d. Predictors: (Constant), YÖN, YAB, DEV, EBHP
e. Predictors: (Constant), YÖN, YAB, EBHP
f. Predictors: (Constant), YAB, EBHP
g. Predictors: (Constant), YAB

ANOVA^h

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	31167,44	7	4452,492	1,214	,294 ^a
	Residual	1203199	328	3668,288		
	Total	1234366	335			
2	Regression	31145,73	6	5190,956	1,419	,206 ^b
	Residual	1203220	329	3657,205		
	Total	1234366	335			
3	Regression	31103,49	5	6220,698	1,706	,133 ^c
	Residual	1203263	330	3646,250		
	Total	1234366	335			
4	Regression	30982,35	4	7745,587	2,130	,077 ^d
	Residual	1203384	331	3635,600		
	Total	1234366	335			
5	Regression	27962,07	3	9320,689	2,565	,055 ^e
	Residual	1206404	332	3633,747		
	Total	1234366	335			
6	Regression	19776,82	2	9888,410	2,711	,068 ^f
	Residual	1214589	333	3647,415		
	Total	1234366	335			
7	Regression	11872,02	1	11872,024	3,244	,073 ^g
	Residual	1222494	334	3660,162		
	Total	1234366	335			

- a. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
b. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, YÖN, YAB, DEV, EBHP
c. Predictors: (Constant), HOL, YÖN, YAB, DEV, EBHP
d. Predictors: (Constant), YÖN, YAB, DEV, EBHP
e. Predictors: (Constant), YÖN, YAB, EBHP
f. Predictors: (Constant), YAB, EBHP
g. Predictors: (Constant), YAB
h. Dependent Variable: B01

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	91,207	9,024		10,108	,000
	DEV	-6,939	8,441	-,050	-,822	,412
	YAB	-13,932	9,558	-,084	-1,458	,146
	YÖN	13,863	10,393	,076	1,334	,183
	HOL	1,206	7,225	,010	,167	,868
	HAO	-1,E-02	,161	-,004	-,077	,939
	EBHP	,226	,164	,098	1,372	,171
	EBÜHP	1,7E-02	,142	,008	,118	,906
2	(Constant)	90,891	8,019		11,335	,000
	DEV	-6,876	8,389	-,050	-,820	,413
	YAB	-13,766	9,297	-,083	-1,481	,140
	YÖN	13,912	10,358	,077	1,343	,180
	HOL	1,246	7,195	,010	,173	,863
	EBHP	,227	,163	,099	1,389	,166
	EBÜHP	1,5E-02	,140	,008	,107	,914
3	(Constant)	91,231	7,358		12,399	,000
	DEV	-6,832	8,366	-,049	-,817	,415
	YAB	-13,563	9,088	-,082	-1,492	,137
	YÖN	13,807	10,297	,076	1,341	,181
	HOL	1,306	7,163	,011	,182	,855
	EBHP	,237	,132	,103	1,794	,074
	EBÜHP					
4	(Constant)	92,111	5,542		16,621	,000
	DEV	-7,279	7,987	-,053	-,911	,363
	YAB	-13,444	9,052	-,081	-1,485	,138
	YÖN	13,418	10,059	,074	1,334	,183
	EBHP	,234	,131	,102	1,789	,074
	EBÜHP					
5	(Constant)	91,137	5,437		16,764	,000
	YAB	-14,234	9,008	-,086	-1,580	,115
	YÖN	14,896	9,925	,082	1,501	,134
	EBHP	,200	,125	,087	1,598	,111
6	(Constant)	93,727	5,165		18,146	,000
	YAB	-15,573	8,981	-,094	-1,734	,084
	EBHP	,184	,125	,080	1,472	,142
7	(Constant)	99,185	3,603		27,531	,000
	YAB	-16,185	8,987	-,098	-1,801	,073

a. Dependent Variable: B01

Ek: 4.1.6. B03 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,109 ^a	,012	-,009	57,2661
2	,109 ^b	,012	-,006	57,1791
3	,108 ^c	,012	-,003	57,0943
4	,107 ^d	,011	-,001	57,0161
5	,104 ^e	,011	,002	56,9478
6	,093 ^f	,009	,003	56,9261
7	,074 ^g	,005	,002	56,9313
8	,000 ^h	,000	,000	57,0013

- a. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
b. Predictors: (Constant), EBÜHP, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
c. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
d. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, EBHP
e. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB
f. Predictors: (Constant), HAO, YÖN
g. Predictors: (Constant), HAO
h. Predictor: (constant)

ANOVA¹

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12817,86	7	1831,123	,558	,790 ^a
	Residual	1075647	328	3279,410		
	Total	1088464	335			
2	Regression	12813,71	6	2135,618	,653	,688 ^b
	Residual	1075651	329	3269,455		
	Total	1088464	335			
3	Regression	12744,50	5	2548,901	,782	,563 ^c
	Residual	1075720	330	3259,757		
	Total	1088464	335			
4	Regression	12437,61	4	3109,402	,956	,432 ^d
	Residual	1076027	331	3250,836		
	Total	1088464	335			
5	Regression	11769,28	3	3923,093	1,210	,306 ^e
	Residual	1076695	332	3243,058		
	Total	1088464	335			
6	Regression	9351,508	2	4675,754	1,443	,238 ^f
	Residual	1079113	333	3240,579		
	Total	1088464	335			
7	Regression	5912,380	1	5912,380	1,824	,178 ^g
	Residual	1082552	334	3241,174		
	Total	1088464	335			
8	Regression	,000	0	,000	,	, ^h
	Residual	1088464	335	3249,147		
	Total	1088464	335			

- a. Predictors: (Constant), EBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
b. Predictors: (Constant), EBÜHP, HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
c. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, DEV, EBHP
d. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, EBHP
e. Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB
f. Predictors: (Constant), HAO, YÖN
g. Predictors: (Constant), HAO
h. Predictor: (constant)
i. Dependent Variable: B03

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	84,598	8,532		9,915	,000
	DEV	-2,369	7,981	-,018	-,297	,767
	YAB	8,258	9,037	,053	,914	,361
	YÖN	10,086	9,827	,059	1,026	,305
	HOL	-,243	6,831	-,002	-,036	,972
	HAO	,228	,152	,086	1,501	,134
	EBHP	7,6E-02	,156	,035	,492	,623
	EBÜHP	-2,E-02	,134	-,010	-,142	,887
2	(Constant)	84,434	7,171		11,775	,000
	DEV	-2,284	7,600	-,018	-,300	,764
	YAB	8,247	9,017	,053	,915	,361
	YÖN	10,157	9,610	,060	1,057	,291
	HAO	,229	,151	,086	1,510	,132
	EBHP	7,7E-02	,153	,036	,506	,613
	EBÜHP	-2,E-02	,134	-,010	-,145	,884
3	(Constant)	84,036	6,619		12,697	,000
	DEV	-2,327	7,583	-,018	-,307	,759
	YAB	7,936	8,748	,051	,907	,365
	YÖN	10,301	9,545	,060	1,079	,281
	HAO	,225	,149	,085	1,508	,133
	EBHP	6,4E-02	,124	,030	,521	,603
4	(Constant)	83,635	6,480		12,907	,000
	YAB	7,725	8,709	,050	,887	,376
	YÖN	10,785	9,401	,063	1,147	,252
	HAO	,229	,149	,086	1,537	,125
	EBHP	5,4E-02	,119	,025	,453	,651
5	(Constant)	85,316	5,308		16,072	,000
	YAB	7,498	8,684	,048	,863	,389
	YÖN	10,416	9,354	,061	1,113	,266
	HAO	,227	,149	,085	1,530	,127
6	(Constant)	87,253	4,809		18,143	,000
	YÖN	9,581	9,301	,056	1,030	,304
	HAO	,201	,145	,075	1,382	,168
7	(Constant)	88,589	4,632		19,127	,000
	HAO	,196	,145	,074	1,351	,178
8	(Constant)	93,229	3,110		29,980	,000

a. Dependent Variable: B03

Ek: 4.2. Krizsiz Dönem İle İlgili Regresyon Sonuçları

Ek: 4.2.1. KR2 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,176(a)	,031	,000	91,2298
2	,176(b)	,031	,004	91,0193
3	,176(c)	,031	,009	90,8117
4	,176(d)	,031	,013	90,6107
5	,171(e)	,029	,016	90,4805
6	,161(f)	,026	,017	90,4263
7	,142(g)	,020	,016	90,4883

†

- a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
b Predictors: (Constant), HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
c Predictors: (Constant), HOL, HAO, YAB, DEV, HBHP
d Predictors: (Constant), HOL, HAO, YAB, HBHP
e Predictors: (Constant), HOL, YAB, HBHP
f Predictors: (Constant), HOL, HBHP
g Predictors: (Constant), HBHP

ANOVA(h)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	57469,933	7	8209,990	,986	,442(a)
	Residual	1797739,537	216	8322,868		
	Total	1855209,470	223			
2	Regression	57469,631	6	9578,272	1,156	,331(b)
	Residual	1797739,838	217	8284,515		
	Total	1855209,470	223			
3	Regression	57413,915	5	11482,783	1,392	,228(c)
	Residual	1797795,554	218	8246,769		
	Total	1855209,470	223			
4	Regression	57153,496	4	14288,374	1,740	,142(d)
	Residual	1798055,974	219	8210,301		
	Total	1855209,470	223			
5	Regression	54130,722	3	18043,574	2,204	,089(e)
	Residual	1801078,748	220	8186,722		
	Total	1855209,470	223			
6	Regression	48110,931	2	24055,465	2,942	,055(f)
	Residual	1807098,539	221	8176,916		
	Total	1855209,470	223			
7	Regression	37443,750	1	37443,750	4,573	,034(g)
	Residual	1817765,720	222	8188,134		
	Total	1855209,470	223			

a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP

b Predictors: (Constant), HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP

c Predictors: (Constant), HOL, HAO, YAB, DEV, HBHP

d Predictors: (Constant), HOL, HAO, YAB, HBHP

e Predictors: (Constant), HOL, YAB, HBHP

f Predictors: (Constant), HOL, HBHP

g Predictors: (Constant), HBHP

h Dependent Variable: KR2

Coefficients(a)

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-9,022	19,380		-,466	,642
	DEV	-2,985	15,985	-,014	-,187	,852
	YAB	17,084	17,678	,068	,966	,335
	YÖN	-2,242	27,660	-,006	-,081	,935
	HOL	12,313	13,200	,068	,933	,352
	HAO	,176	,309	,040	,570	,569
	HBHP	,582	,317	,153	1,835	,068
	HBÜHP	1,654E-03	,275	,000	,006	,995
2	(Constant)	-8,973	17,566		-,511	,610
	DEV	-2,996	15,848	-,014	-,189	,850
	YAB	17,098	17,470	,068	,979	,329
	YÖN	-2,255	27,503	-,006	-,082	,935
	HOL	12,314	13,169	,068	,935	,351
	HAO	,176	,308	,040	,571	,569
	HBHP	,583	,265	,153	2,198	,029
3	(Constant)	-9,495	16,335		-,581	,562
	DEV	-2,765	15,562	-,013	-,178	,859
	YAB	17,200	17,386	,069	,989	,324
	HOL	12,572	12,760	,069	,985	,326
	HAO	,179	,305	,041	,588	,557
	HBHP	,586	,262	,154	2,237	,026
4	(Constant)	-10,259	15,724		-,652	,515
	YAB	17,108	17,340	,068	,987	,325
	HOL	13,232	12,179	,073	1,086	,278
	HAO	,184	,303	,042	,607	,545
	HBHP	,575	,254	,151	2,263	,025
5	(Constant)	-4,254	12,201		-,349	,728
	YAB	14,315	16,694	,057	,858	,392
	HOL	13,124	12,161	,072	1,079	,282
	HBHP	,565	,253	,149	2,230	,027
6	(Constant)	-2,286	11,976		-,191	,849
	HOL	13,848	12,124	,076	1,142	,255
	HBHP	,561	,253	,148	2,218	,028
7	(Constant)	5,536	9,832		,563	,574
	HBHP	,540	,253	,142	2,138	,034

a. Dependent Variable: KR2

Ek: 4.2.2. KR3 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,192(a)	,037	,006	10,4218
2	,192(b)	,037	,010	10,3980
3	,189(c)	,036	,014	10,3786
4	,185(d)	,034	,017	10,3630
5	,182(e)	,033	,020	10,3455
6	,176(f)	,031	,022	10,3349

†

a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
b Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
c Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YÖN, YAB, DEV
d Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YAB, DEV
e Predictors: (Constant), HAO, YAB, DEV
f Predictors: (Constant), YAB, DEV

ANOVA(g)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	895,336	7	127,905	1,178	,317(a)
	Residual	23460,712	216	108,614		
	Total	24356,048	223			
2	Regression	894,435	6	149,072	1,379	,224(b)
	Residual	23461,613	217	108,118		
	Total	24356,048	223			
3	Regression	873,972	5	174,794	1,623	,155(c)
	Residual	23482,075	218	107,716		
	Total	24356,048	223			
4	Regression	837,375	4	209,344	1,949	,103(d)
	Residual	23518,672	219	107,391		
	Total	24356,048	223			
5	Regression	809,732	3	269,911	2,522	,059(e)
	Residual	23546,315	220	107,029		
	Total	24356,048	223			
6	Regression	750,833	2	375,416	3,515	,031(f)
	Residual	23605,215	221	106,811		
	Total	24356,048	223			

†

a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
b Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
c Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YÖN, YAB, DEV
d Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YAB, DEV
e Predictors: (Constant), HAO, YAB, DEV
f Predictors: (Constant), YAB, DEV
g Dependent Variable: KR3

Coefficients(a)

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	10,430	2,214		4,711	,000
	DEV	-2,900	1,826	-,117	-1,588	,114
	YAB	4,466	2,019	,156	2,212	,028
	YÖN	-1,621	3,160	-,036	-,513	,609
	HOL	,137	1,508	,007	,091	,928
	HAO	2,383E-02	,035	,047	,675	,501
	HBHP	1,583E-02	,036	,036	,437	,663
	HBÜHP	-2,284E-02	,031	-,059	-,728	,468
2	(Constant)	10,524	1,953		5,388	,000
	DEV	-2,953	1,728	-,120	-1,709	,089
	YAB	4,475	2,013	,156	2,224	,027
	YÖN	-1,689	3,063	-,038	-,551	,582
	HAO	2,361E-02	,035	,047	,672	,503
	HBHP	1,572E-02	,036	,036	,435	,664
	HBÜHP	-2,281E-02	,031	-,059	-,728	,467
3	(Constant)	10,646	1,929		5,518	,000
	DEV	-2,762	1,668	-,112	-1,656	,099
	YAB	4,372	1,995	,152	2,192	,029
	YÖN	-1,778	3,050	-,040	-,583	,561
	HAO	2,289E-02	,035	,046	,653	,514
	HBÜHP	-1,538E-02	,026	-,040	-,587	,558
4	(Constant)	10,323	1,845		5,594	,000
	DEV	-2,625	1,649	-,106	-1,592	,113
	YAB	4,448	1,988	,155	2,238	,026
	HAO	2,529E-02	,035	,050	,727	,468
	HBÜHP	-1,313E-02	,026	-,034	-,507	,612
5	(Constant)	9,702	1,379		7,035	,000
	DEV	-2,661	1,645	-,108	-1,618	,107
	YAB	4,347	1,974	,151	2,202	,029
	HAO	2,574E-02	,035	,051	,742	,459
6	(Constant)	10,514	,839		12,534	,000
	DEV	-2,772	1,636	-,112	-1,694	,092
	YAB	3,961	1,902	,138	2,082	,038

a. Dependent Variable: KR3

Ek: 4.2.3. KR4 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,243(a)	,059	,028	32,4214
2	,243(b)	,059	,033	32,3466
3	,239(c)	,057	,036	32,2973
4	,236(d)	,056	,038	32,2525
5	,231(e)	,053	,040	32,2220
6	,207(f)	,043	,034	32,3212

c

a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
b Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YAB, DEV, HBHP
c Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YAB, DEV, HBHP
d Predictors: (Constant), HBÜHP, YAB, DEV, HBHP
e Predictors: (Constant), HBÜHP, YAB, DEV
f Predictors: (Constant), YAB, DEV

ANOVA(g)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	14186,466	7	2026,638	1,928	,066(a)
	Residual	227047,673	216	1051,147		
	Total	241234,139	223			
2	Regression	14186,395	6	2364,399	2,260	,039(b)
	Residual	227047,744	217	1046,303		
	Total	241234,139	223			
3	Regression	13834,837	5	2766,967	2,653	,024(c)
	Residual	227399,302	218	1043,116		
	Total	241234,139	223			
4	Regression	13424,622	4	3356,155	3,226	,013(d)
	Residual	227809,518	219	1040,226		
	Total	241234,139	223			
5	Regression	12818,177	3	4272,726	4,115	,007(e)
	Residual	228415,963	220	1038,254		
	Total	241234,139	223			
6	Regression	10364,501	2	5182,251	4,961	,008(f)
	Residual	230869,638	221	1044,659		
	Total	241234,139	223			

c

a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
b Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YAB, DEV, HBHP
c Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YAB, DEV, HBHP
d Predictors: (Constant), HBÜHP, YAB, DEV, HBHP
e Predictors: (Constant), HBÜHP, YAB, DEV
f Predictors: (Constant), YAB, DEV
g Dependent Variable: KR4

Coefficients(a)

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	22,456	6,887		3,260	,001
	DEV	-10,559	5,681	-,136	-1,859	,064
	YAB	12,475	6,282	,138	1,986	,048
	YÖN	8,088E-02	9,830	,001	,008	,993
	HOL	2,645	4,691	,040	,564	,573
	HAO	7,054E-02	,110	,045	,642	,522
	HBHP	-8,141E-02	,113	-,059	-,722	,471
	HBÜHP	-8,433E-02	,098	-,069	-,863	,389
2	(Constant)	22,476	6,405		3,509	,001
	DEV	-10,568	5,570	-,136	-1,897	,059
	YAB	12,472	6,257	,138	1,993	,047
	HOL	2,636	4,547	,040	,580	,563
	HAO	7,042E-02	,109	,045	,648	,518
	HBHP	-8,148E-02	,112	-,059	-,726	,468
	HBÜHP	-8,439E-02	,097	-,069	-,869	,386
3	(Constant)	24,039	5,801		4,144	,000
	DEV	-11,494	5,328	-,148	-2,157	,032
	YAB	12,703	6,235	,141	2,037	,043
	HAO	6,800E-02	,108	,043	,627	,531
	HBHP	-8,256E-02	,112	-,060	-,737	,462
	HBÜHP	-8,268E-02	,097	-,068	-,853	,395
4	(Constant)	26,258	4,590		5,720	,000
	DEV	-11,747	5,305	-,151	-2,214	,028
	YAB	11,676	6,008	,129	1,944	,053
	HBHP	-8,532E-02	,112	-,062	-,764	,446
	HBÜHP	-8,264E-02	,097	-,068	-,854	,394
5	(Constant)	25,789	4,545		5,675	,000
	DEV	-12,833	5,106	-,165	-2,513	,013
	YAB	12,165	5,968	,135	2,039	,043
	HBÜHP	-,124	,080	-,102	-1,537	,126
6	(Constant)	20,075	2,623		7,652	,000
	DEV	-13,191	5,117	-,170	-2,578	,011
	YAB	11,154	5,950	,123	1,875	,062

a. Dependent Variable: KR4

Ek: 4.2.4. BR5 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,248(a)	,062	,031	8,2715
2	,248(b)	,062	,036	8,2526
3	,247(c)	,061	,039	8,2370
4	,245(d)	,060	,043	8,2223
5	,243(e)	,059	,046	8,2076
6	,235(f)	,055	,046	8,2060

a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
b Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
c Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
d Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, HBHP
e Predictors: (Constant), HAO, YAB, HBHP
f Predictors: (Constant), HAO, YAB

ANOVA(g)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	969,753	7	138,536	2,025	,053(a)
	Residual	14778,274	216	68,418		
	Total	15748,027	223			
2	Regression	969,272	6	161,545	2,372	,031(b)
	Residual	14778,754	217	68,105		
	Total	15748,027	223			
3	Regression	957,183	5	191,437	2,822	,017(c)
	Residual	14790,843	218	67,848		
	Total	15748,027	223			
4	Regression	942,258	4	235,565	3,484	,009(d)
	Residual	14805,768	219	67,606		
	Total	15748,027	223			
5	Regression	927,642	3	309,214	4,590	,004(e)
	Residual	14820,385	220	67,365		
	Total	15748,027	223			
6	Regression	866,187	2	433,094	6,432	,002(f)
	Residual	14881,839	221	67,339		
	Total	15748,027	223			

g
a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
b Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
c Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
d Predictors: (Constant), HAO, YÖN, YAB, HBHP
e Predictors: (Constant), HAO, YAB, HBHP
f Predictors: (Constant), HAO, YAB
g Dependent Variable: BR5

Coefficients(a)

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	8,116	1,757		4,619	,000
	DEV	,668	1,449	,034	,461	,645
	YAB	2,947	1,603	,128	1,839	,067
	YÖN	1,279	2,508	,036	,510	,611
	HOL	-,100	1,197	-,006	-,084	,933
	HAO	-6,501E-02	,028	-,161	-2,319	,021
	HBHP	-2,933E-02	,029	-,084	-1,020	,309
	HBÜHP	1,049E-02	,025	,034	,421	,674
2	(Constant)	8,047	1,550		5,191	,000
	DEV	,707	1,371	,036	,516	,607
	YAB	2,940	1,597	,127	1,841	,067
	YÖN	1,329	2,431	,037	,547	,585
	HAO	-6,485E-02	,028	-,160	-2,324	,021
	HBHP	-2,925E-02	,029	-,084	-1,020	,309
	HBÜHP	1,047E-02	,025	,034	,421	,674
3	(Constant)	8,360	1,359		6,151	,000
	DEV	,637	1,358	,032	,469	,640
	YAB	3,033	1,579	,131	1,921	,056
	YÖN	1,239	2,417	,035	,513	,609
	HAO	-6,497E-02	,028	-,161	-2,333	,021
	HBHP	-2,266E-02	,024	-,065	-,945	,346
4	(Constant)	8,469	1,336		6,337	,000
	YAB	3,034	1,576	,131	1,925	,056
	YÖN	1,115	2,398	,031	,465	,642
	HAO	-6,612E-02	,028	-,164	-2,388	,018
	HBHP	-2,012E-02	,023	-,057	-,862	,389
5	(Constant)	8,640	1,283		6,734	,000
	YAB	2,971	1,568	,129	1,895	,059
	HAO	-6,755E-02	,027	-,167	-2,459	,015
	HBHP	-2,193E-02	,023	-,063	-,955	,341
6	(Constant)	7,907	1,028		7,689	,000
	YAB	3,028	1,566	,131	1,933	,054
	HAO	-6,577E-02	,027	-,163	-2,400	,017

a. Dependent Variable: BR5

Ek: 4.2.5. B01 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,129(a)	,017	-,015	67,5545
2	,129(b)	,017	-,010	67,3987
3	,129(c)	,017	-,006	67,2482
4	,128(d)	,016	-,002	67,1020
5	,119(e)	,014	,001	67,0213
6	,100(f)	,010	,001	67,0111
7	,062(g)	,004	-,001	67,0721
8	,000(h)	,000	,000	67,0485

a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
b Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, HBHP
c Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB
d Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YÖN, YAB
e Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YAB
f Predictors: (Constant), HAO, YAB
g Predictors: (Constant), YAB
h Predictor: (constant)

ANOVA(i)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	16757,658	7	2393,951	,525	,815(a)
	Residual	985739,560	216	4563,609		
	Total	1002497,219	223			
2	Regression	16756,548	6	2792,758	,615	,718(b)
	Residual	985740,671	217	4542,584		
	Total	1002497,219	223			
3	Regression	16632,256	5	3326,451	,736	,598(c)
	Residual	985864,963	218	4522,316		
	Total	1002497,219	223			
4	Regression	16411,627	4	4102,907	,911	,458(d)
	Residual	986085,592	219	4502,674		
	Total	1002497,219	223			
5	Regression	14288,643	3	4762,881	1,060	,367(e)
	Residual	988208,575	220	4491,857		
	Total	1002497,219	223			
6	Regression	10100,727	2	5050,364	1,125	,327(f)
	Residual	992396,491	221	4490,482		
	Total	1002497,219	223			
7	Regression	3794,606	1	3794,606	,843	,359(g)
	Residual	998702,613	222	4498,660		
	Total	1002497,219	223			
8	Regression	,000	0	,000	,	,(h)
	Residual	1002497,219	223	4495,503		
	Total	1002497,219	223			

a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP

b Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, HBHP

c Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB

d Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YÖN, YAB

e Predictors: (Constant), HBÜHP, HAO, YAB

f Predictors: (Constant), HAO, YAB

g Predictors: (Constant), YAB

h Predictor: (constant)

i Dependent variable: B01

Coefficients(a)

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	88,849	14,351		6,191	,000
	DEV	,185	11,836	,001	,016	,988
	YAB	16,757	13,090	,091	1,280	,202
	YÖN	13,856	20,482	,048	,677	,499
	HOL	1,897	9,775	,014	,194	,846
	HAO	,274	,229	,085	1,196	,233
	HBHP	-3,857E-02	,235	-,014	-,164	,870
	HBÜHP	-,125	,203	-,050	-,613	,540
2	(Constant)	88,921	13,553		6,561	,000
	YAB	16,764	13,054	,091	1,284	,200
	YÖN	13,797	20,083	,048	,687	,493
	HOL	1,848	9,247	,014	,200	,842
	HAO	,273	,227	,085	1,204	,230
	HBHP	-3,773E-02	,228	-,014	-,165	,869
	HBÜHP	-,125	,202	-,050	-,620	,536
3	(Constant)	88,394	13,144		6,725	,000
	YAB	17,004	12,943	,092	1,314	,190
	YÖN	14,197	19,892	,050	,714	,476
	HOL	2,024	9,165	,015	,221	,825
	HAO	,276	,226	,086	1,223	,223
	HBÜHP	-,143	,170	-,058	-,843	,400
4	(Constant)	89,534	12,062		7,423	,000
	YAB	17,157	12,897	,093	1,330	,185
	YÖN	13,407	19,525	,047	,687	,493
	HAO	,275	,225	,085	1,220	,224
	HBÜHP	-,144	,169	-,058	-,849	,397
5	(Constant)	91,707	11,625		7,889	,000
	YAB	16,592	12,855	,090	1,291	,198
	HAO	,259	,224	,080	1,156	,249
	HBÜHP	-,161	,167	-,065	-,966	,335
6	(Constant)	83,946	8,397		9,997	,000
	YAB	15,354	12,789	,083	1,201	,231
	HAO	,265	,224	,082	1,185	,237
7	(Constant)	92,049	4,879		18,867	,000
	YAB	11,336	12,342	,062	,918	,359
8	(Constant)	93,820	4,480		20,943	,000

a. Dependent Variable: B01

Ek: 4.2.6. B03 İle İlgili Regresyon Sonuçları

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,155(a)	,024	-,007	73,5858
2	,155(b)	,024	-,003	73,4166
3	,155(c)	,024	,002	73,2533
4	,148(d)	,022	,004	73,1602
5	,140(e)	,019	,006	73,0878
6	,122(f)	,015	,006	73,0954
7	,084(g)	,007	,003	73,2196
8	,000(h)	,000	,000	73,3114

a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP
b Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV
c Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YAB, DEV
d Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YAB
e Predictors: (Constant), HOL, HAO, YAB
f Predictors: (Constant), HAO, YAB
g Predictors: (Constant), YAB
h Predictor: (constant)

ANOVA(i)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	28916,858	7	4130,980	,763	,619(a)
	Residual	1169611,404	216	5414,868		
	Total	1198528,262	223			
2	Regression	28898,995	6	4816,499	,894	,500(b)
	Residual	1169629,267	217	5389,997		
	Total	1198528,262	223			
3	Regression	28729,030	5	5745,806	1,071	,377(c)
	Residual	1169799,232	218	5366,052		
	Total	1198528,262	223			
4	Regression	26350,341	4	6587,585	1,231	,299(d)
	Residual	1172177,920	219	5352,411		
	Total	1198528,262	223			
5	Regression	23324,863	3	7774,954	1,455	,228(e)
	Residual	1175203,399	220	5341,834		
	Total	1198528,262	223			
6	Regression	17738,954	2	8869,477	1,660	,192(f)
	Residual	1180789,308	221	5342,938		
	Total	1198528,262	223			
7	Regression	8362,359	1	8362,359	1,560	,213(g)
	Residual	1190165,903	222	5361,108		
	Total	1198528,262	223			
8	Regression	,000	0	,000	,	,(h)
	Residual	1198528,262	223	5374,566		
	Total	1198528,262	223			

c

a Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV, HBHP

b Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YÖN, YAB, DEV

c Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YAB, DEV

d Predictors: (Constant), HBÜHP, HOL, HAO, YAB

e Predictors: (Constant), HOL, HAO, YAB

f Predictors: (Constant), HAO, YAB

g Predictors: (Constant), YAB

h Predictor: (constant)

i Dependent Variable: B03

Coefficients(a)

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	95,021	15,632		6,079	,000
	DEV	-7,504	12,893	-,043	-,582	,561
	YAB	23,896	14,259	,119	1,676	,095
	YÖN	3,849	22,311	,012	,173	,863
	HOL	-11,571	10,647	-,079	-1,087	,278
	HAO	,305	,249	,086	1,222	,223
	HBHP	-1,470E-02	,256	-,005	-,057	,954
	HBÜHP	-,120	,222	-,044	-,539	,590
2	(Constant)	94,894	15,437		6,147	,000
	DEV	-7,674	12,519	-,044	-,613	,541
	YAB	23,991	14,131	,119	1,698	,091
	YÖN	3,942	22,200	,013	,178	,859
	HOL	-11,551	10,617	-,079	-1,088	,278
	HAO	,305	,249	,087	1,229	,220
	HBHP	-,126	,185	-,047	-,682	,496
	HBÜHP	-,126	,185	-,047	-,682	,496
3	(Constant)	95,871	14,390		6,662	,000
	DEV	-8,136	12,219	-,047	-,666	,506
	YAB	23,863	14,081	,118	1,695	,092
	HOL	-11,994	10,296	-,082	-1,165	,245
	HAO	,300	,246	,085	1,219	,224
	HBHP	-,131	,183	-,048	-,717	,474
	HBÜHP	-,131	,183	-,048	-,717	,474
4	(Constant)	92,781	13,604		6,820	,000
	YAB	23,711	14,061	,118	1,686	,093
	HOL	-9,935	9,808	-,068	-1,013	,312
	HAO	,316	,244	,090	1,291	,198
	HBÜHP	-,137	,183	-,051	-,752	,453
5	(Constant)	86,227	10,433		8,264	,000
	YAB	22,666	13,979	,113	1,621	,106
	HOL	-10,019	9,798	-,068	-1,023	,308
	HAO	,321	,244	,091	1,315	,190
6	(Constant)	81,117	9,160		8,856	,000
	YAB	21,727	13,950	,108	1,558	,121
	HAO	,323	,244	,092	1,325	,187
7	(Constant)	90,998	5,326		17,086	,000
	YAB	16,828	13,474	,084	1,249	,213
8	(Constant)	93,627	4,898		19,114	,000

a. Dependent Variable: B03

Ek 5: Kriz Döneminin Korelasyon Sonuçları

Correlations

		KR2	DEV	YAB	YÖN	HOL	HAO	EBHP	EBÜHP	KR3	KR4	BR5	B01	B03
KR2	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N													
DEV	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	-,065 ,233 -1603,5 -4,787 336												
YAB	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	-,052 ,345 -1063,8 -3,176 336	,093 ,089 5,018 1,5E-02											
YÖN	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	-,039 ,472 -737,785 -2,202 336	-,186* ,001 -9,134 -3,1E-02	-,095 ,083 -3,911 -1,1E-02										
HOL	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	,036 ,514 999,977 2,985 336	-,298* ,000 -21,946 -7,1E-02	,064 ,240 3,964 1,2E-02	-,138* ,011 -7,732 -2,1E-02									
HAO	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	-,009 ,874 -10446 -31,181 336	-,083 ,128 -261,752 -,781 336	-,202* ,000 -533,749 -1,593 336	-,031 ,573 -124,147 -,221 336	-,035 ,528 -124,147 -,371 336								
EBHP	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	,127* ,019 188471 562,599 336	,285* ,000 1105,532 3,300 336	-,046 ,398 -150,681 -,450 336	-,081 ,140 -238,919 -,713 336	-,218* ,000 -963,493 -2,876 336	-,006 ,910 -1172,1 -3,499 336							
EBÜHP	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	,075 ,169 127659 381,072 336	,222* ,000 988,027 2,949 336	,152* ,005 568,069 1,696 336	-,157* ,004 -534,338 -1,595 336	-,055 ,311 -282,214 -,842 336	,591* ,000 17961,6 53,617 336	,473,964 336						
KR3	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	,241* ,000 180382 538,455 336	-,048 ,381 -94,161 -,281 336	,048 ,383 78,667 -,235 336	,083 ,246 95,076 -,284 336	,003 ,954 7,151 2,1E-02	,058 ,292 5531,483 16,512 336	-,106 ,053 -12509 -37,340 336	-,465 -5437,9 -16,233 336					
KR4	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	,026 ,639 306084 913,684 336	-,096 ,079 -3007,0 -8,976 336	,032 ,557 843,265 2,517 336	,030 ,587 709,541 2,118 336	,052 ,344 1848,046 5,517 336	,055 ,318 83415,8 249,002 336	-,149* ,006 -279773 -835,145 336	-,087 ,112 -187786 -560,554 336	,203* ,000 193245 576,851 336				
BR5	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	,053 ,336 41457,6 123,754 336	,078 ,154 161,157 -,481 336	-,012 ,825 -21,001 -6,1E-02	-,007 ,900 -10,824 -3,1E-02	-,060 ,273 -141,484 -,422 336	-,062 ,257 -6271,1 -18,720 336	,101 ,097 12632,4 37,709 336	,097 ,075 13912,8 41,531 336	,002 ,972 119,726 -,357 336	-,922* ,000 -926299 -2765,1 336			
B01	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	-,010 ,857 -33466 -99,899 336	-,045 ,411 -401,074 -1,197 336	-,098 ,073 -733,524 -2,190 336	,083 ,128 566,400 1,691 336	-,013 ,816 -129,601 -,387 336	,014 ,795 6211,843 18,543 336	,084 ,122 45375,9 135,450 336	,030 ,589 18271,2 54,541 336	,076 ,162 20788,9 62,056 336	,027 ,628 114898 342,978 336	,031 ,565 9012,607 26,903 336		
B03	Pearson Correlation sig. (2-tailed) Sum of Squares and Cross-products Covariance N	-,024 ,665 -75679 -225,908 336	-,023 ,675 -192,039 -,573 336	,025 ,644 177,826 -,531 336	,054 ,325 344,405 1,028 336	-,012 ,833 -110,321 -,329 336	,074 ,178 30144,1 89,982 336	,017 ,757 8551,827 25,528 336	,013 ,815 7409,889 22,119 336	,106 ,053 26953,0 80,457 336	-,008 ,890 -30735 -91,747 336	,068 ,212 18348,7 54,772 336	,308* ,000 357112 1066,007 336	

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Ek 6: Krizsiz Dönemin Korelasyon Sonuçları.

Correlations

		KR2	DEV	YAB	YÖN	HOL	HAO	HBHP	HBÜHP	KR3	KR4	BR5	B01	B03
KR2	Pearson Correlation	1,000	,003	,059	-,047	,065	,013	,142(*)	,090	,259(**)	,071	,139(*)	,038	-,074
	Sig. (2-tailed)	,	,964	,379	,482	,331	,849	,034	,178	,000	,289	,038	,575	,272
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
DEV	Pearson Correlation	,003	1,000	,025	-,136(*)	-,295(**)	-,094	,248(**)	,048	-,109	-,167(*)	,030	-,021	-,030
	Sig. (2-tailed)	,964	,	,704	,041	,000	,160	,000	,473	,105	,013	,658	,753	,654
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
YAB	Pearson Correlation	,059	,025	1,000	-,054	,071	-,265(**)	-,021	,111	,135(*)	,119	,174(**)	,062	,084
	Sig. (2-tailed)	,379	,704	,	,419	,292	,000	,755	,097	,043	,075	,009	,359	,213
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
YÖN	Pearson Correlation	-,047	-,136(*)	-,054	1,000	-,181(**)	-,080	-,158(*)	-,153(*)	-,030	,021	,046	,044	,027
	Sig. (2-tailed)	,482	,041	,419	,	,007	,231	,018	,022	,651	,757	,492	,514	,692
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
HOL	Pearson Correlation	,065	-,295(**)	,071	-,181(**)	1,000	-,028	-,073	,019	,054	,092	-,002	,009	-,063
	Sig. (2-tailed)	,331	,000	,292	,007	,	,676	,274	,772	,425	,171	,976	,892	,348
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
HAO	Pearson Correlation	,013	-,094	-,265(**)	-,080	-,028	1,000	-,060	-,058	,021	,027	-,198(**)	,060	,063
	Sig. (2-tailed)	,849	,160	,000	,231	,676	,	,374	,390	,752	,686	,003	,370	,347
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
HBHP	Pearson Correlation	,142(*)	,248(**)	-,021	-,158(*)	-,073	-,060	1,000	,542(**)	-,026	-,139(*)	-,055	-,056	-,043
	Sig. (2-tailed)	,034	,000	,755	,018	,274	,374	,	,000	,702	,037	,410	,400	,520
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
HBÜHP	Pearson Correlation	,090	,048	,111	-,193(*)	,019	-,058	,542(**)	1,000	-,025	-,095	,008	-,060	-,044
	Sig. (2-tailed)	,178	,473	,097	,022	,772	,390	,000	,	,713	,158	,907	,374	,513
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
KR3	Pearson Correlation	,259(**)	-,109	,135(*)	-,030	,054	,021	-,026	-,025	1,000	,582(**)	,123	,001	-,027
	Sig. (2-tailed)	,000	,105	,043	,651	,425	,752	,702	,713	,	,000	,066	,993	,690
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
KR4	Pearson Correlation	,071	-,167(*)	,119	,021	,092	,027	-,139(*)	-,095	,582(**)	1,000	,069	,013	,055
	Sig. (2-tailed)	,289	,013	,075	,757	,171	,686	,037	,158	,000	,	,305	,848	,416
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
BR5	Pearson Correlation	,139(*)	,030	,174(**)	,046	-,002	-,198(**)	-,055	,008	,123	,069	1,000	-,020	,096
	Sig. (2-tailed)	,038	,658	,009	,492	,976	,003	,410	,907	,066	,305	,	,771	,152
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
B01	Pearson Correlation	,038	-,021	,062	,044	,009	,060	-,056	-,060	,001	,013	-,020	1,000	,317(**)
	Sig. (2-tailed)	,575	,753	,359	,514	,892	,370	,400	,374	,993	,848	,771	,	,000
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224
B03	Pearson Correlation	-,074	-,030	,084	,027	-,063	,063	-,043	-,044	-,027	,055	,096	,317(**)	1,000
	Sig. (2-tailed)	,272	,654	,213	,692	,348	,347	,520	,513	,690	,416	,152	,000	,
	N	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224	224

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Ek:7. 2000- 2001 Döneminde, İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Hisse Yoğunluk Oranları Verileri.

ŞİRKET ADI	D	Y1	Y	H	EBHP (%)	EBÜHP (%)	HAO (%)
ABANA ELEKTROMEKANİK SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	*				43,20	59,60	37,20
ACIBADEM SAĞLIK HİZMETLERİ VE TİCARET A.Ş.	*				39,22	45,17	15,00
ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	Dev				57,00	0,00	43,00
ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.	*		Yab		56,89	72,29	22,60
ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.	*				29,19	54,91	45,09
AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.	*		Yab		76,51	78,49	21,51
ANADOLU GIDA SANAYİİ A.Ş.	*		Yab		24,96	55,22	38,04
AK-AL TEKSTİL SANAYİİ A.Ş.	*				30,82	57,92	4,74
AKBANK T.A.Ş.	*				32,87	43,40	51,49
AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab		32,24	79,44	20,56
AK ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİMİ OTOPRODÜKTÖR GRUBU A.Ş.	*				16,59	43,73	24,84
AKTİF FİNANS FACTORİNG HİZMETLERİ A.Ş.	*				35,85	55,41	34,81
AKSİGORTA A.Ş.	*				57,40	57,40	42,60
AKSU İPLİK DOKUMA VE BOYA APRE FABRİKALARI T.A.Ş.	*	Yön			71,55	75,31	17,32
AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	*				39,58	70,40	21,86
AKSU ENERJİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	*				7,83	18,59	71,68
AKTAŞ ELEKTRİK TİCARET A.Ş.	*			Hol	40,00	64,50	15,00
AK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				45,62	45,63	54,37
ALARKO HOLDİNG A.Ş.	*	Yön		Hol	73,88	73,92	26,12
ALARKO CARRİER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	42,03	86,15	14,81
ALCATEL TELETAS TELEKOMÜNİKASYON ENDÜSTRİ TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	39,00	65,00	35,00
ALFA MENKUL DEĞERLER A.Ş.	*	Yön		Hol	64,89	78,43	14,70
ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*			Hol	34,50	50,72	49,00
ALKİM KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				79,93	79,96	20,00
ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	*	Yön			26,74	54,36	15,00
ALTERNATİFBANK A.Ş.	*			Hol	55,69	83,62	15,36
ALTINYILDIZ MENSUCAT VE KONFEKSİYON FAB. A.Ş.	*			Hol	51,00	60,49	22,79
ALTINYAĞ KOMBİNALARI A.Ş.	*	Yön			8,56	25,60	20,63
ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.	Dev				37,15	74,98	19,72
ANADOLU HAYAT SİGORTA ANONİM ŞİRKETİ	Dev				62,00	83,00	15,00
ANADOLU ANONİM TÜRK SİGORTA ŞİRKETİ	Dev				40,78	70,98	28,87
APEKS DIŞ TİCARET A.Ş.	*				53,00	53,00	47,00
ARAT TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				68,80	68,80	31,20
ARÇELİK A.Ş.	Dev			Hol	39,14	61,48	18,99
ARENA BİLGİSAYAR SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	*	Yön			24,10	58,40	15,00
ALTERNATİF YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				51,44	51,52	48,55
ARSAN TEKSTİL TİCARET VE SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ	*				17,00	42,65	15,00
ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Dev				83,16	84,85	15,03
LAFARGE ASLAN ÇİMENTO	Dev		Yab		32,24	96,72	0,61
ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	35,70	69,50	15,00
ATA YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				50,10	50,10	49,23
AKIN TEKSTİL A.Ş.	*			Hol	14,74	38,41	15,00

ŞİRKET ADI	D	Y1	Y	H	EBHP (%)	EBÜHP (%)	HAO (%)
ATLAS MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*			Hol	26,69	31,68	67,99
ATLANTİS YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				9,22	16,43	80,19
AVRASYA MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				73,53	76,31	23,02
ALTINYUNUS ÇEŞME TURİSTİK TESİSLERİ A.Ş.	*			Hol	53,58	91,83	7,70
AYEN ENERJİ A.Ş.	*				84,98	84,98	15,01
AYGAZ A.Ş.	*		Yab	Hol	40,70	75,38	16,68
BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	*			Hol	25,08	29,94	68,81
BAK AMBALAJ SAN.VE TİC.A.S.	*	Yön		Hol	57,00	58,50	40,00
BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SAN.A.Ş.	*	Yön			21,73	58,41	24,76
BEKO ELEKTRONİK A.Ş.	Dev			Hol	32,87	67,65	19,95
BERDAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				21,13	49,49	19,23
BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab		80,00	80,00	20,00
BİSAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				19,79	59,37	20,94
BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	Dev				51,00	51,00	49,00
BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	*			Hol	50,12	53,99	46,01
BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	43,26	87,37	12,63
BİRLİK MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ İŞLETMESİ A.Ş.	*				3,50	8,40	77,20
BOROVA YAPI ENDÜSTRİSİ A.Ş.	*			Hol	25,00	65,00	35,00
BORUSAN BİRLEŞİK BORU FABRİKALARI A.Ş.	*	Yön	Yab	Hol	62,25	72,86	20,00
BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	*			Hol	28,82	57,86	33,57
BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	*				74,62	75,00	25,00
BSH PROFİLO ELEKTRİKLİ GEREÇLER SANAYİİ A.Ş.	*	Yön	Yab	Hol	66,49	82,48	7,30
BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	*	Yön		Hol	10,54	24,02	51,05
BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	*				10,03	20,85	67,60
BUMERANG YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				24,82	24,84	75,16
BURÇELİK-BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİ A.Ş.	*				53,25	55,80	42,99
BAYRAKLI BOYA VE VERNİK SANAYİ A.Ş.	*			Hol	50,42	65,30	34,60
BOYASAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön			58,60	61,80	35,00
ÇARŞI BÜYÜK MAĞAZACILIK A.Ş.	*			Hol	59,98	65,58	30,00
ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	*		Yab	Hol	54,87	69,64	30,36
ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.	Dev			Hol	48,44	58,44	37,56
ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				57,06	57,06	45,00
CEYLAN GİYİM SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	*				31,20	60,08	20,00
ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	39,26	64,98	35,02
ÇELEBİ HAVA SERVİSLERİ A.Ş.	*	Yön			52,35	73,26	15,70
ÇİMBETON HAZIRBETON VE PREFABRİK YAPI ELEMANLARI SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	*				84,68	84,75	15,25
ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI TÜRK A.Ş.	*			Hol	20,86	32,80	23,13
COMMERCIAL UNION SİGORTA A.Ş.	*	Yön	Yab	Hol	54,89	84,80	34,30
ÇUKUROVA ELEKTRİK A.Ş.	*	Yön			30,09	49,52	44,34
CEYTAŞ MADENCİLİK TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				30,97	60,67	36,28
DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	*	Yön			45,67	47,03	52,00
DEMİRBANK T.A.Ş.	Dev				100,00	100,00	0,00
DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	Dev				26,09	53,25	31,70

ŞİRKET ADI	D	Y1	Y	H	EBHP (%)	EBÜHP (%)	HAO (%)
DENTAŞ AMBALAJ ve KAĞIT SANAYİ A.Ş.	*			Hol	79,30	79,60	20,00
DERİMOD KONFEKSİYON AYAKKABI DERİ SANAYİ VE TİC.A.Ş.	*	Yön			43,40	73,20	15,00
DEVA HOLDİNG A.Ş.	*		Yab		24,53	39,64	52,61
TÜRK DIŞ TİCARET BANKASI A.Ş.	*			Hol	53,00	65,00	35,00
DİTAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALAT VE TEKNİK A.Ş.	*			Hol	31,50	50,93	49,07
DEMİR YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				5,00	5,50	94,00
DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.	Dev				44,44	51,94	7,86
DOĞAN BURDA RİZZOLİ DERGİ YAYINCILIK VE PAZARLAMA A.Ş.	*	Yön	Yab	Hol	40,72	82,74	15,07
DOĞUSAN BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	Dev			Hol	40,00	44,56	55,31
DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	*			Hol	40,00	65,35	34,29
DÖKTAŞ DÖKÜMCÜLÜK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	*			Hol	51,10	66,22	31,03
DURAN OFSET MATBAACILIK VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.	*	Yön			29,75	67,04	30,13
DOĞAN YAYIN HOLDİNG A.Ş.	*			Hol	76,57	79,76	20,01
ECZACIBAŞI YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*			Hol	15,00	20,00	80,00
EİS ECZACIBAŞI İLAÇ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön		Hol	56,38	77,30	22,70
ECZACIBAŞI YAPI GEREÇLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	52,02	68,02	31,25
ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.	*			Hol	56,26	56,26	43,74
EDİP İPLİK SANAYİ ve TİCARET A.Ş.	*			Hol	30,00	50,32	25,43
EFES SİNAİ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	*			Hol	51,88	51,88	48,11
EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	63,62	65,11	34,72
EGE PROFİL TİCARET ve SANAYİ A.Ş.	*		Yab	Hol	47,00	68,00	32,00
EGS EGE GİYİM SANAYİ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	*			Hol	34,28	65,71	58,96
EGE SERAMİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	72,08	81,27	17,89
EGS EGESER GİYİM SANAYİ İÇ VE DIŞ TİC. A.Ş.	*			Hol	45,30	45,60	54,30
EGS GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*			Hol	23,50	46,04	50,09
EMEK SİGORTA A.Ş.	*			Hol	24,05	44,54	43,38
EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş.	*			Hol	61,00	72,00	28,00
EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				45,66	80,22	16,21
ENKA HOLDİNG YATIRIM A.Ş.	*			Hol	48,28	60,84	20,93
EGEPLAST EGE PLASTİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	*			Hol	37,87	52,10	29,77
ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön			23,00	23,82	73,81
EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	Dev				46,12	50,30	49,70
ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.	*			Hol	31,25	83,02	16,67
ESCORT COMPUTER ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön			67,81	74,80	25,07
ESEM SPOR GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	40,82	81,82	16,00
EVREN MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*	Yön		Hol	44,84	52,05	46,96
FACTOFİNANS ALACAK ALIMİ A.Ş.	*			Hol	36,50	59,51	37,61
FENİŞ ALÜMİNYUM SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	*			Hol	84,90	84,90	15,00
FİNANS FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	*			Hol	58,36	81,41	18,43
FİNANS BANK A.Ş.	*		Yab	Hol	32,22	64,35	26,26
FEDERAL MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	*			Hol	15,00	85,00	15,00
FİNANS YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*		~		10,00	10,00	89,98
FRIGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	62,89	68,75	31,25

ŞİRKET ADI	D	Y1	Y	H	EBHP (%)	EBÜHP (%)	HAO (%)
FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.	*		Yab		41,04	82,08	17,92
FAVORİ DİNLENME YERLERİ A.Ş.	*			Hol	35,38	69,15	30,12
T.GARANTİ BANKASI A.Ş.	*			Hol	40,60	54,22	31,51
GEDİK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*			Hol	35,00	41,00	56,80
GİMSAN GEDİZ İPLİK VE MENSUCAT SANAYİİ A.Ş.	*	Yön		Hol	18,11	22,67	75,71
GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Dev	Yön			49,72	59,16	11,22
GİMA GIDA VE İHTİYAÇ MADDELERİ TÜRK A.Ş.	*			Hol	20,00	48,27	30,98
GLOBAL MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*			Hol	54,29	55,19	44,80
GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.	*	Yön		Hol	9,68	23,63	63,28
GOLDAŞ KUYUMCULUK SANAYİ İTHALAT İHRACAT A.Ş.	*	Yön		Hol	92,99	92,99	7,00
GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Dev			Hol	27,55	32,44	66,03
GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.	Dev	Yön	Yab	Hol	59,41	79,85	18,47
GORBON IŞIL SERAMİK A.Ş.	*	Yön			27,21	52,49	21,01
GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*	Yön			19,97	19,99	80,00
GSD HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	*				0,79	0,79	99,21
GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.	Dev				83,85	84,31	15,44
GÜMÜŞSUYU HALI VE YER KAPLAMALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				61,24	61,24	38,76
GÜNEŞ SİGORTA A.Ş.	Dev		Yab		34,22	74,22	20,77
HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.	Dev				53,81	57,61	42,39
HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	*			Hol	66,62	66,62	33,38
HAZNEDAR REFRAKTER SANAYİİ ANONİM ŞİRKETİ	*				19,00	52,00	18,00
İDAŞ - İSTANBUL DÖŞEME SANAYİİ A.Ş.	*	Yön			7,42	17,22	26,99
İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SAN. VE TİC. A.Ş.	*			Hol	66,07	73,26	25,00
(TASFİYE HALİNDE) İHLAS FİNANS KURUMU A.Ş.	*		Yab	Hol	50,27	71,17	34,69
İHLAS GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*			Hol	40,54	50,34	49,00
İHLAS HOLDİNG A.Ş.	*	Yön		Hol	41,21	52,84	45,36
İKTİSAT FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	*			Hol	18,19	32,75	64,78
İPEK MATBAACILIK SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	*	Yön			18,56	55,68	25,00
IŞIKLAR AMBALAJ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	35,90	72,05	25,34
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	*				44,87	55,13	27,04
İŞ GENEL FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	Dev				35,29	65,29	29,41
İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				47,13	49,92	49,00
İŞ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				10,73	20,58	79,42
İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.	*		Yab	Hol	51,00	58,98	40,79
İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	*			Hol	29,59	52,59	37,44
KAPLAMIN AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	43,64	75,95	17,08
KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	*				73,93	77,64	10,00
KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	16,94	40,06	26,10
KAV DANIŞMANLIK PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	18,98	44,16	43,62
KOÇ HOLDİNG A.Ş.	*				35,94	52,63	19,07
KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİC.A.Ş.	*	Yön		Hol	50,56	61,80	14,84
KEPEZ ELEKTRİK T.A.Ş.	*	Yön			25,09	59,92	32,03
KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				39,25	69,08	22,97

ŞİRKET ADI	D	Y1	Y	H	EBHP (%)	EBÜHP (%)	HAO (%)
KİPA KİTLE PAZARLAMA TİCARET VE GIDA SANAYİ A.Ş.	*			Hol	1,99	4,73	81,97
KELEBEK MOBİLYA VE KONTRPLAK SANAYİ A.Ş.	*			Hol	40,07	68,84	25,85
KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön		Hol	61,01	69,67	33,72
KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön			50,10	67,17	32,83
KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	*	Yön	Yab		50,50	52,48	43,48
KORDSA SABANCI DUPONT ENDÜSTRİYEL İPLİK VE KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	84,05	84,05	15,95
KONİTEKS KONFEKSİYON END.VE TİC.A.Ş.	*	Yön			35,84	50,02	49,98
KARDEMİRKARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	*				24,59	36,82	63,18
KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SAN.TİC. A.Ş.	*			Hol	45,00	66,50	16,67
KARSU TEKSTİL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön			8,80	26,10	31,60
KÜTAHYA PORSELEN SANAYİ A.Ş.	*				26,52	57,92	26,38
LİNK BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ YAZILIMI VE DONANIMI SAN. VE TİC. A.Ş.	*	Yön		Hol	36,42	72,78	15,00
LİO YAĞ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				26,72	54,11	45,15
LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön		Hol	72,83	84,37	15,03
LÜKS KADİFE TİC.VE SAN.A.Ş.	*				65,04	69,52	29,16
MARMARİS ALTINYUNUS TURİSTİK TESİSLER A.Ş.	*			Hol	31,21	62,06	25,55
MAKİNA TAKİM ENDÜSTRİSİ A.Ş.	*			Hol	29,90	29,90	70,10
MARET MARMARA BESİCİLİK VE ET SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön		Hol	31,04	46,80	45,21
MUDURNU TAVUKÇULUK A.Ş.	*				32,59	59,87	40,06
MEGES BOYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	75,46	97,46	2,54
MENSA MENSUCAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				79,83	79,83	20,17
MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	53,27	69,12	21,46
METAŞ İZMİR METALURJİ FABRİKASI T.A.Ş.	*			Hol	41,99	56,44	38,26
MİGROS TÜRK TİCARET A.Ş.	*				50,81	50,81	49,19
MİLLİYET GAZETECİLİK A.Ş.	*			Hol	51,13	76,45	23,11
MİLPA TİCARİ VE SİNAİ ÜRÜNLER PAZARLAMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	65,00	65,00	34,04
MARMARİS MARTİ OTEL İŞLETMELERİ A.Ş.	*				8,60	24,73	35,36
MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİC.A.Ş.	Dev				51,00	51,00	49,00
MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ AŞ	*	Yön	Yab		44,38	86,40	9,71
METEMTEKS TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				60,74	61,22	38,46
MUTLU AKÜ VE MALZEMELERİ SANAYİİ A.Ş.	*	Yön		Hol	74,77	74,85	25,00
MUSTAFA YILMAZ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				32,06	44,67	47,35
MAZHAR ZORLU HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	*				39,69	70,32	29,56
NERGİS HOLDİNG A.Ş.	*				36,68	72,76	26,71
NETAŞ NORTHERN ELECTRIC TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	Dev		Yab		53,13	68,13	31,87
OYSA NİĞDE ÇİMENTO SANAYİİ VE TİC.A.Ş.	Dev				46,75	75,94	15,00
NET HOLDİNG A.Ş.	*	Yön			0,06	0,11	99,89
NET TURİZM TİCARET VE SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ	*		Yab	Hol	47,04	51,47	48,39
NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				50,96	50,97	49,00
NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.	*	Yön			40,91	54,73	5,00
OKAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	51,00	51,57	43,86
OLMUksA INTERNATIONAL PAPER SABANCI AMBALAJ SAN.VE TİC.A.Ş.	*		Yab	Hol	41,62	83,24	16,76

ŞİRKET ADI	D	Y1	Y	H	EBHP (%)	EBÜHP (%)	HAO (%)
OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİ A.Ş.	*			Hol	42,06	68,56	31,44
ÖZ FİNANS FACTORİNG HİZMETLERİ A.Ş.	*	Yön		Hol	54,30	57,90	39,70
PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİİ A.Ş.	*				65,36	83,29	15,00
PASTAVİLLA MAKARNACILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	33,90	73,49	16,70
PENGÜEN GIDA SANAYİ A.Ş.	*	Yön		Hol	69,29	75,29	23,08
PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	Dev				95,86	95,86	4,14
PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.	*			Hol	30,82	69,42	30,58
PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.	*			Hol	64,40	87,30	12,07
PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				33,64	68,74	31,26
PETROKENT TURİZM A.Ş.	*	Yön			24,00	52,11	43,92
PINAR SÜT MAMÜLLERİ SANAYİİ A.Ş.	*			Hol	35,72	60,64	35,28
POLYLEN SENTETİK İPLİK SANAYİİ A.Ş.	*			Hol	39,77	67,29	32,71
TÜRK PIRELLİ KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.	*		Yab	Hol	83,70	89,20	10,08
PARK ELEKTRİK MADENCİLİK TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	26,62	63,62	28,26
ÇBS PRİNTAŞ BASKI MÜREKKEPLERİ VE GEREÇLERİ SANAYİ A.Ş.	*		Yab	Hol	51,95	60,00	40,00
PETROL OFİSİ A.Ş.	Dev				51,00	93,30	6,70
RAKS ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	20,06	33,28	61,78
RANT FİNASAL KİRALAMA ANONİM ŞİRKETİ	*			Hol	52,49	52,49	47,50
RAY SİGORTA A.Ş.	*			Hol	42,40	71,12	28,88
RAKSEV,RAKS ELEKTRİKLİ EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*		Yab	Hol	29,70	45,86	50,75
SABAH YAYINCILIK A.Ş.	*			Hol	16,74	48,52	39,54
HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	*	Yön		Hol	7,74	22,40	16,31
SANKO PAZARLAMA İTHALAT İHRACAT A.Ş.	*			Hol	28,70	60,87	25,00
SABAH PAZARLAMA A.Ş.	*				29,00	51,00	49,00
SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön			7,22	9,58	81,20
SASA DUPONT SABANCI POLYESTER SANAYİ A.Ş.(SASA DUPONT SABANCI POLYESTER	*		Yab		81,12	90,26	0,00
SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.	*	Yön	Yab		12,50	22,32	76,16
SERVE KIRTASIYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*				10,42	28,34	70,83
SEZGİNLER GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön		Hol	48,00	78,93	20,00
SİFAŞ SENTETİK İPLİK FABRİKALARI ANONİM ŞİRKETİ	*			Hol	37,49	64,14	35,86
TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	*				68,87	68,87	31,13
ŞEKERBANK T.A.Ş.	*				42,96	53,11	15,61
ŞEKER PİLİÇ ve YEM SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	*				41,52	83,32	15,28
SÖKTAŞ PAMUK VE TARIM ÜRÜNLERİNİ DEĞERLENDİRME TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	*	Yön		Hol	21,16	49,32	24,88
SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİİ A.Ş.	*			Hol	33,68	64,82	3,41
SODA SANAYİİ A.Ş.	*				50,22	84,57	15,05
SÖNMEZ FİLAMENT A.Ş.	*			Hol	33,31	70,65	5,75
SİNAİ YATIRIM BANKASI A.Ş.	*				48,00	64,00	21,06
TAÇ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*	Yön		Hol	46,67	62,34	9,57
TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.	*		Yab	Hol	46,35	61,38	22,51
TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.	*		Yab	Hol	52,57	65,62	40,74
TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	*		Yab	Hol	0,51	73,02	13,22

ŞİRKET ADI	D	Y1	Y	H	EBHP (%)	EBÜHP (%)	HAO (%)
TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.	Dev	Yön			70,08	79,33	20,00
TEKSTİL BANKASI A.Ş.	*			Hol	40,59	70,94	28,79
TEK-ART TURİZM ANONİM ŞİRKETİ	*	Yön			33,68	70,79	25,00
CAMIŞ LOJİSTİK HİZMETLERİ VE TİCARET A.Ş.	*				46,96	65,48	30,03
TÜRK HAVAYOLLARI A.O.	Dev				98,17	98,17	1,83
TİRE KUTSAN OLUKLU MUKAVVA KUTU VE KAĞIT SANAYİİ A.Ş.	Dev		Yab	Hol	19,32	44,79	48,17
T.KALKINMA BANKASI A.Ş.	Dev				99,08	99,08	0,92
TANSAŞ İZMİR BÜYÜKŞEHİR BELEDİYESİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	Dev		Yab	Hol	22,00	51,00	30,70
TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	*		Yab	Hol	37,86	75,73	24,27
TOFAŞ OTO TİCARET A.Ş.	Dev		Yab	Hol	37,75	72,09	24,50
TOPRAK FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	*				83,80	83,80	15,00
TOPRAKBANK A.Ş.	*			Hol	51,46	93,64	5,10
TOPRAK FACTORİNG A.Ş.	*				83,00	85,00	15,00
TURCAS PETROL A.Ş.	*		Yab		27,64	52,94	14,49
TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.	*				43,77	63,51	31,09
TRANSTÜRK HOLDİNG A.Ş.	*			Hol	25,49	25,66	74,32
TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.	Dev				37,00	59,09	20,95
TÜRK DEMİRDÖKÜM FABRİKALARI A.Ş.	*			Hol	46,10	67,50	26,20
TUKAŞ TURGUTLU KONSERVEÇİLİK A.Ş.	Dev				72,00	72,00	28,00
TÜMTEKS TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*	Yön		Hol	51,00	61,67	31,82
TÜPRAŞ TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	Dev	Yön			65,76	65,76	34,24
USAŞ UÇAK SERVİSİ A.Ş.	*		Yab	Hol	70,00	70,00	30,00
UKİ ULUSLAR ARASI KONFEKSİYON İMALAT VE TİCARET A.Ş.	*				23,96	63,92	17,75
UNAL TARIM ÜRÜNLERİ İHRACAT VE SANAYİ A.Ş.	*	Yön		Hol	43,68	43,70	56,30
ÜNYE ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	Dev			Hol	51,00	90,70	9,30
UŞAK SERAMİK SANAYİİ A.Ş.	*	Yön			51,53	51,53	48,47
UZEL MAKİNA SANAYİ A.Ş.	*			Hol	84,32	85,00	15,00
VAKIF FİNANSALKİRALAMA A.Ş.	Dev				58,72	76,43	22,53
VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SANAYİ İŞLETMELERİ A.Ş.	*	Yön	Yab	Hol	76,00	78,18	20,00
VAN-ET ENTEGRE ET SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Dev				30,36	40,38	25,00
VARLIK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				24,40	34,00	66,00
VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET AŞ	*			Hol	51,59	51,59	48,41
VAKIF RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	Dev				49,80	49,90	50,05
VAKIF MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	Dev				15,55	38,30	44,63
VAKIF GAYİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	Dev				27,63	50,97	42,37
YASAŞ YAŞAR BOYA VE KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	44,60	58,58	41,42
YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ TİCARET A.Ş.	*	Yön			30,78	51,86	25,46
YAZICILAR HOLDİNG A.Ş.	*				3,50	45,76	18,23
YAPI ve KREDİ BANKASI A.Ş.	*			Hol	15,32	36,39	41,08
YAPI KREDİ FİNANSAL KİRALAMA A.O.	*				65,40	71,92	28,98

ŞİRKET ADI	D	Y1	Y	H	EBHP (%)	EBÜHP (%)	HAO (%)
YAPI KREDİ KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				26,01	36,01	49,00
YAPI KREDİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				10,00	10,00	90,00
YAPI KREDİ SİGORTA A.Ş.	*				53,00	72,00	27,00
İNTEMA İNŞAAT VE TESİSAT MALZEMELERİ YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	*			Hol	27,43	49,26	48,52
YATIRIM FİNANSMAN YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	*				18,40	43,00	49,00
YÜNSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	*			Hol	38,40	74,15	14,77
ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİMİ OTOPRODÜKTÖR GRUBU A.Ş.	*			Hol	36,22	74,55	20,00



www.kocfinans.com.tr

14.06.2023