

İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE’DE İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN KREDİ
YETERLİLİK DÜZEYİ İÇİN BİR DEĞERLENDİRME MODELİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
A. Barış DERBENTLİ**

Anabilim Dalı : İnşaat Mühendisliği

Programı : Yapı Mühendisliği

EKİM 2009

İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE’DE İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN KREDİ
YETERLİLİK DÜZEYİ İÇİN BİR DEĞERLENDİRME MODELİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
A. Barış DERBENTLİ
(501061017)**

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 04 Eylül 2009
Tezin Savunulduğu Tarih : 12 Ekim 2009**

**Tez Danışmanı : Öğr. Gör. Dr. Murat KURUOĞLU (İTÜ)
Diğer Jüri Üyeleri : Prof. Dr. Haluk ÇEÇEN (YTÜ)
Yard. Doç. Dr. Uğur MÜNGEN (İTÜ)**

EKİM 2009

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasında, bana olan yardımlarından dolayı Aileme, tez danışmanım Sayın Öğr. Gör. Dr. Murat KURUOĞLU'ya, Sayın Araş. Gör. Volkan EZCAN'a, TÜBİTAK Bilim İnsanı Destekleme Daire Başkanlığı'na, yüksek lisans eğitimim süresince görev aldığım ve yaşadığım deneyimler sonucunda bilgilerimi doğru kullanmama yardımcı olan POLİMEKS İnşaat A.Ş. ile HSBC Bank A.Ş.'ye ve çalışmam süresince bana destek olan Yaprak KÜÇÜKKAHVECİ'ye sonsuz teşekkürlerimi borç bilirim.

Ekim 2009

A. Barış DERBENTLİ

İnş. Müh.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

KISALTMALAR	ix
ÇİZELGE LİSTESİ.....	xi
ÖZET.....	xvii
SUMMARY	xix
1. GİRİŞ	1
1.1 Tezin Amacı	2
2. KREDİ DERECELENDİRME İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER	5
2.1 Kredi Derecelendirme Kavramı	5
2.2 Kredi Derecelendirmenin Yararları.....	6
2.3 Kredi Derecelendirmenin Çeşitleri	9
2.4 Kredi Derecelendirme Sistemi ve Dünyanın Önde Gelen Kredi Derecelendirme Kuruluşları	10
2.5 Türkiye’de Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları	12
2.6 Türkiye’nin Kredi Notu	12
3. BASEL II KRİTERLERİ	17
3.1 Basel II Kriterlerinin Oluşturulma Süreci	17
3.2 Basel II Kriterlerinin Basel I Kriterlerine Göre Temel Farkları	18
3.3 Basel II Kriterlerinin Dünyada ve Türkiye’de Uygulanması	19
3.4 Basel II Kriterlerine Göre Bankaların Sermaye Yeterlilik Düzeyi	20
3.5 Basel II Kriterlerine Göre Kredi Riskinin Belirlenmesi	21
4. KREDİ DERECELENDİRMENİN UYGULANIŞI	29
4.1 Kredi Derecelendirme ve Kredi Skorumla Kavramları.....	29
4.2 Genel Olarak Kredi Derecelendirme Yöntemi.....	29
5. TÜRKİYE EKONOMİSİ VE DÜNYA EKONOMİSİNİN GENEL DEĞERLENDİRMESİ.....	33
5.1 2008 Dünya Ekonomik Krizi Öncesinde Türkiye Ekonomisi	33
5.2 2008 Dünya Ekonomik Krizinin Gelişimi	34
5.3 Krizin İlk Etkileri	37
5.4 Krizin Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye’ye Olası Etkileri.....	38
6. TÜRKİYE’DE TEMEL EKONOMİK VE FİNANSAL GÖSTERGELER... 41	41
6.1 Cari İşlemler Dengesi.....	41
6.3 Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) ve Ekonomik Büyüme	43
6.4 Enflasyon	44
6.5 Yabancı Yatırım Girişi.....	45
6.6 Finansal Göstergeler.....	46
7. TÜRKİYE’DE İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN DEĞERLENDİRİLMESİ	51
7.1 Dünyada İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Gelişim Süreci	51

7.2 Türkiye’de İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Gelişim Süreci	52
7.3 Sektörel Büyüme Değerleri	56
7.4 Türkiye’de Konut Piyasası	62
7.4.1 Türkiye’de konut sektörünün inşaat sektörü içindeki payı	64
7.4.2 Türkiye konut sektöründe İstanbul’un payı	67
7.5 Türkiye’de Ofis Piyasası	67
7.6 Türkiye’de Perakende Piyasası	69
8. KREDİ DERCELENDİRME YÖNTEMİNİN ANALİZİ	71
8.1 Nitel Analiz	71
8.1.1 Endüstri riski	71
8.1.2 Faaliyet ortamı.....	72
8.1.3 Pazar durumu.....	72
8.2 Nicel Analiz.....	72
8.2.1 Likidite oranları.....	72
8.2.2 Karlılık	73
8.2.3 Nakit akışı ve faiz karşılama oranı	75
8.2.4 Sermaye yapısı ve finansal kaldıraç	76
9. TÜRK İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRLERİ İÇİN BİR KREDİ DERCELENDİRME MODELİ.....	79
9.1 Modelin Genel Yapısı ve Model Kapsamında İncelenen Firmaların Seçiminde Göz Önünde Bulundurulmuş Etmenler	79
9.2 Modelde Göz Önünde Bulundurulmuş Puanlama ve Notlandırma Kriterleri.....	80
9.3 Türk İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Nitel (Kalitatif) Analizi	86
9.3.1 Endüstri riski analizi.....	86
9.3.2 Faaliyet ortamı analizi	99
9.3.3 Pazar durumu analizi	105
9.3.3.1 A Firmasının analizi	107
9.3.3.2 B Firmasının analizi	109
9.3.3.3 C Firmasının analizi	111
9.3.3.4 D Firmasının analizi	113
9.3.3.5 E Firmasının analizi	115
9.4 Türk İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Nicel (Kantitatif) Analizi	116
9.4.1 Likidite oranları analizi	116
9.4.1.1 A Firmasının analizi	117
9.4.1.2 B Firmasının analizi	117
9.4.1.3 C Firmasının analizi	118
9.4.1.4 D Firmasının analizi	119
9.4.1.5 E Firmasının analizi	120
9.4.2 Karlılık analizi.....	121
9.4.2.1 A Firmasının analizi	121
9.4.2.2 B Firmasının analizi	123
9.4.2.3 C Firmasının analizi	124
9.4.2.4 D Firmasının analizi	126
9.4.2.5 E Firmasının analizi	128
9.4.3 Nakit akışı ve faiz karşılama oranı analizi	129
9.4.3.1 A Firmasının analizi	129
9.4.3.2 B Firmasının analizi	130
9.4.3.3 C Firmasının analizi	130
9.4.3.4 D Firmasının analizi	131
9.4.3.5 E Firmasının analizi	132

9.4.4 Sermaye yapısı ve finansal kaldıraç analizi	133
9.4.4.1 A Firmasının analizi	133
9.4.4.2 B Firmasının analizi	134
9.4.4.3 C Firmasının analizi	135
9.4.4.4 D Firmasının analizi	136
9.4.4.5 E Firmasının analizi	137
9.5 Kredi Derecelendirme Notlarının Belirlenmesi	138
9.5.1 İncelenen firmaların kredi derecelendirme notlarının belirlenmesi	138
9.5.2 Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörünün kredi derecelendirme notunun belirlenmesi	141
10. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	143
KAYNAKLAR	149
EKLER.....	153

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BCBS	: Basel Committee on Banking Supervision (Basel Bankacılık Denetim Komitesi)
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Bank of International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DSİ	: Devlet Su İşleri
EBIT	: Earning Before Interest and Tax (Faiz ve Vergi Öncesi Kar)
EBITDA	: Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (Faiz, Vergi, Amortisman ve İtfa Öncesi Kar)
ECB	: European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
EÜAŞ	: Elektrik Üretim Anonim Şirketi
f	: Kalem Faktör Ağırlığı
F	: Faktör Puanı
g	: Grup Ağırlık Oranı
GP	: Grup Puanı
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
IMF	: International Monetary Fund
İBB	: İstanbul Büyükşehir Belediyesi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İSO	: İstanbul Sanayi Odası
K	: Kalem Puanı
OECD	: Organisation of Economic Cooperation and Development
ROA	: Return on Assets (Aktif Karlılığı)
ROE	: Return on Equity (Özkaynak Karlılığı)
SP	: Sonuç Puanı
SP	: Standard & Poor's
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SYO	: Sermaye Yeterlilik Oranı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TOKİ	: Topluluk İdaresi
TCDD	: Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryolları
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
YEMAR	: Yapı Endüstri Merkezi Araştırma Bölümü
YP	: Yabancı Para

ÇİZELGE LİSTESİ

Sayfa

Çizelge 2.1 : Dünyada kredi derecelendirme kuruluşları.	10
Çizelge 2.2 : Kullanılan kredi notları.	11
Çizelge 2.3 : Standard&Poor's Firmasının Türkiye için belirlediği kredi notları	13
Çizelge 2.4 : Fitch Ratings Firmasının Türkiye için belirlediği kredi notları.	14
Çizelge 2.5 : Moody's Firmasının Türkiye için belirlediği kredi notları.	14
Çizelge 3.1 : Kredi derecelendirme notlarına göre risk ağırlıkları.....	22
Çizelge 3.2 : Basel II kapsamında farklı yaklaşımlara göre kredi risk ağırlıklarının karşılaştırılması.	23
Çizelge 3.3 : Basel I ve Basel II kriterleri kapsamında kabul edilen teminatlar.	25
Çizelge 3.4 : Basel II'de kredi teminatlarına göre uygulanacak risk ağırlıkları.	26
Çizelge 3.5 : Basel II'de gayrinakit kredilerin krediye dönüştürme oranları.	28
Çizelge 4.1 : Kredi derecelendirme uygulamasında nitel ve nicel faktörler.....	30
Çizelge 5.1 : Türkiye ve bazı gelişmiş ülkelerin temel ekonomik göstergeleri.....	34
Çizelge 5.2 : Ekonomik krizde farklı ülkeler için hazırlanan kurtarma paketleri.	37
Çizelge 6.1 : Türkiye ekonomisinde yıllık cari işlemler dengesi.	41
Çizelge 6.2 : Türkiye'de istihdam ve İşgücü yapısının değişimi.....	42
Çizelge 6.3 : Türkiye ve bazı Avrupa ülkelerinde ekonomik büyüme oranları.....	43
Çizelge 6.4 : Türkiye'de son yıllarda enflasyon oranları.	44
Çizelge 6.5 : Türkiye'de gelecek yıllarda beklenen enflasyon oranları.	44
Çizelge 6.6 : Türkiye'ye yabancı yatırım girişi.	45
Çizelge 6.7 : Yurtdışında gerçekleşen Türk yatırımları.....	45
Çizelge 6.8 : Yurtdışında gerçekleşen Türk yatırımları.....	46
Çizelge 6.9 : Türkiye'de mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacimleri.....	46
Çizelge 6.10 : Türkiye'de mevduat bankalarının özel sektöre verdiği krediler.	47
Çizelge 6.11 : Döviz kurlarının değişimi.....	47
Çizelge 6.12 : Türkiye'de reel sektörün net pozisyon açığı.	48
Çizelge 6.13 : Türk bankacılık sektöründe SYO.	49
Çizelge 6.14 : Türk bankacılık sektörünün döviz pozisyonu.	49
Çizelge 6.15 : Türk bankacılık sektöründe gayrinakit kredi kullanımı.....	50
Çizelge 7.1 : Türk inşaat sektörünün büyüklüğünün değişim süreci.....	52
Çizelge 7.2 : Türk inşaat sektöründe istihdam.....	53
Çizelge 7.3 : On yıllık dönemlerde Türkiye'de toplam nüfusun ve kent nüfusunun artışı.....	53
Çizelge 7.4 : 2000 yılından sonra Türkiye'de toplam nüfusun ve kent nüfusunun artışı.....	54
Çizelge 7.5 : Gelecekte Türkiye'de beklenen kentleşme oranı ve kent nüfusu.....	54
Çizelge 7.6 : Türkiye'de faaliyet gösteren GYO'lar ile ilgili bilgiler.	55
Çizelge 7.7 : Türkiye'de çalışan hanehalkı fertlerinin toplam esas iş gelirlerinde inşaat ve bayındırlık işlerinin payı.	56
Çizelge 7.8 : Türkiye'de hanehalkının toplam tüketim harcamalarında konut ve kira harcamalarının payı.	57

Çizelge 7.9 : Türkiye’de beş farklı gelir grubunun toplam tüketim harcamalarında konut ve kira harcamalarının payı.	57
Çizelge 7.10 : Yurtdışı yerleşik kişilerin Türkiye’de doğrudan inşaat yatırımları. ...	58
Çizelge 7.11 : Yurtdışı yerleşik kişilerin Türkiye’de doğrudan gayrimenkul yatırımları.	58
Çizelge 7.12 : Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında doğrudan inşaat yatırımları.	59
Çizelge 7.13 : Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında doğrudan gayrimenkul yatırımları.	59
Çizelge 7.14 : Türkiye’de inşaat sektörüne verilen kredilerin toplam krediler içinde payı.	60
Çizelge 7.15 : İnşaat sektörüne verilen kredilerde YP kredilerin payı.	60
Çizelge 7.16 : Türk inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin yurtdışından sağladığı uzun vadeli kredi hacmi.	61
Çizelge 7.17 : Türk inşaat sektörünün yurtdışından sağladığı uzun vadeli kredilerin kalan vade dağılımı.	61
Çizelge 7.18 : Türk gayrimenkul sektörünün yurtdışından sağladığı uzun vadeli kredilerin kalan vade dağılımı.	62
Çizelge 7.19 : Türkiye’de konut kredilerinin genel durumu.	63
Çizelge 7.20 : Bazı Avrupa ülkelerinde konut kredilerinin toplam kredilerde payı..	64
Çizelge 7.21 : Türkiye’de 2008 yılının ilk 9 ayı içinde başlayan en büyük 20 inşaat projesi.	65
Çizelge 7.22 : Türkiye’de son 5 yılda yapımına başlanan en büyük 10 konut projesi.	66
Çizelge 7.23 : İstanbul’da yeni yapılan konutların ortalama yaklaşık metrekare fiyatı.	67
Çizelge 7.24 : Dünyada ofis maliyetlerinin en yüksek olduğu 10 bölge ve İstanbul’da 2008 yılında ofis maliyetlerinin artışı.	68
Çizelge 7.25 : İstanbul’da 3 aylık dönemlerde A sınıfı ofislerin boşluk oranları.....	68
Çizelge 7.26 : İstanbul’da 3 aylık dönemlerde A sınıfı ofislerin metrekare başına aylık ortalama kira değerleri.	69
Çizelge 7.27 : 2002 ve 2007 yıllarında Türkiye’de perakende pazarı ile ilgili bilgiler.	69
Çizelge 7.28 : İstanbul’da alışveriş merkezlerinin toplam kiralanabilir alan büyüklüğü.....	70
Çizelge 8.1 : Çalışma kapsamında yapılacak derecelendirmede göz önüne alınacak nitel ve nicel faktörler.....	71
Çizelge 9.1 : Model kapsamında belirlenen grup ağırlık oranları.....	81
Çizelge 9.2 : Model kapsamında oluşturulan notlandırma skalası (10 – 6 puan aralığı için).	83
Çizelge 9.3 : Model kapsamında oluşturulan notlandırma skalası (5 – 1 puan aralığı için).....	84
Çizelge 9.4 : Model kapsamında alınacak sonuç puanlarına yönelik belirlenen kredi notları.	86
Çizelge 9.5 : K1 kaleminin analizi.....	87
Çizelge 9.6 : K2 kaleminin analizi.....	87
Çizelge 9.7 : K3 kaleminin analizi.....	88
Çizelge 9.8 : K4 kaleminin analizi.....	88
Çizelge 9.9 : K5 kaleminin analizi.....	89
Çizelge 9.10 : K6 kaleminin analizi.....	89

Çizelge 9.11 : K7 kaleminin analizi.	90
Çizelge 9.12 : K8 kaleminin analizi.	90
Çizelge 9.13 : K9 kaleminin analizi.	91
Çizelge 9.14 : K10 kaleminin analizi.	92
Çizelge 9.15 : K11 kaleminin analizi.	93
Çizelge 9.16 : K12 kaleminin analizi.	93
Çizelge 9.17 : K13 kaleminin analizi.	94
Çizelge 9.18 : K14 kaleminin analizi.	94
Çizelge 9.19 : K15 kaleminin analizi.	95
Çizelge 9.20 : K16 kaleminin analizi.	95
Çizelge 9.21 : K17 kaleminin analizi.	96
Çizelge 9.22 : K18 kaleminin analizi.	96
Çizelge 9.23 : K19 kaleminin analizi.	97
Çizelge 9.24 : K20 kaleminin analizi.	97
Çizelge 9.25 : Endüstri riskinin grup puanının belirlenmesi.	98
Çizelge 9.26 : K21 kaleminin analizi.	99
Çizelge 9.27 : K22 kaleminin analizi.	99
Çizelge 9.28 : K23 kaleminin analizi.	100
Çizelge 9.29 : K24 kaleminin analizi.	100
Çizelge 9.30 : K25 kaleminin analizi.	101
Çizelge 9.31 : K26 kaleminin analizi.	101
Çizelge 9.32 : K27 kaleminin analizi.	102
Çizelge 9.33 : K28 kaleminin analizi.	102
Çizelge 9.34 : K29 kaleminin analizi.	103
Çizelge 9.35 : K30 kaleminin analizi.	103
Çizelge 9.36 : K31 kaleminin analizi.	103
Çizelge 9.37 : K32 kaleminin analizi.	104
Çizelge 9.38 : K33 kaleminin analizi.	104
Çizelge 9.39 : Faaliyet ortamının grup puanının belirlenmesi.	105
Çizelge 9.40 : A Firmasının gayrimenkul hacmi ve gayrimenkul gelirin ilişkili bilgileri (Çizelge A.5).	107
Çizelge 9.41 : K34 kaleminin analizi.	108
Çizelge 9.42 : B Firmasının gayrimenkul hacmi ve gayrimenkul gelirin ilişkili bilgileri (Çizelge B.5).	109
Çizelge 9.43 : K35 kaleminin analizi.	110
Çizelge 9.44 : C Firmasının gayrimenkul hacmi ve gayrimenkul gelirin ilişkili bilgileri (Çizelge C.5).	111
Çizelge 9.45 : K36 kaleminin analizi.	112
Çizelge 9.46 : D Firmasının gayrimenkul hacmi ve gayrimenkul gelirin ilişkili bilgileri (Çizelge D.5).	113
Çizelge 9.47 : K37 kaleminin analizi.	114
Çizelge 9.48 : E Firmasının gayrimenkul hacmi ve gayrimenkul gelirin ilişkili bilgileri (Çizelge E.5).	115
Çizelge 9.49 : K38 kaleminin analizi.	116
Çizelge 9.50 : A Firmasının likidite oranları (Çizelge A.1, A.2).	117
Çizelge 9.51 : K39 kaleminin analizi.	117
Çizelge 9.52 : B Firmasının likidite oranları (Çizelge B.1, B.2).	117
Çizelge 9.53 : K40 kaleminin analizi.	118
Çizelge 9.54 : C Firmasının likidite oranları (Çizelge C.1, C.2).	118
Çizelge 9.55 : K41 kaleminin analizi.	119

Çizelge 9.56 : D Firmasının likidite oranları (Çizelge D.1, D.2).	119
Çizelge 9.57 : K42 kaleminin analizi.....	120
Çizelge 9.58 : E Firmasının likidite oranları (Çizelge E.1, E.2).....	120
Çizelge 9.59 : K43 kaleminin analizi.....	120
Çizelge 9.60 : A Firmasının karlılığı (Çizelge A1, A2, A3, A5).....	121
Çizelge 9.61 : K45 kaleminin analizi.....	122
Çizelge 9.62 : B Firmasının karlılığı (Çizelge B1, B2, B3, B5).....	123
Çizelge 9.63 : K46 kaleminin analizi.....	123
Çizelge 9.64 : C Firmasının karlılığı (Çizelge C1, C2, C3, C5).....	124
Çizelge 9.65 : K47 kaleminin analizi.....	125
Çizelge 9.66 : D Firmasının karlılığı (Çizelge D1, D2, D3, D5).....	126
Çizelge 9.67 : K48 kaleminin analizi.....	127
Çizelge 9.68 : E Firmasının karlılığı (Çizelge E1, E2, E3, E5).	128
Çizelge 9.69 : K49 kaleminin analizi.....	128
Çizelge 9.70 : A Firmasının nakit akışı ve faiz karşılama oranı (Çizelge A3, A4, A5).	129
Çizelge 9.71 : K50 kaleminin analizi.....	129
Çizelge 9.72 : B Firmasının nakit akışı ve faiz karşılama oranı (Çizelge B3, B4, B5).	130
Çizelge 9.73 : K51 kaleminin analizi.....	130
Çizelge 9.74 : C Firmasının nakit akışı ve faiz karşılama oranı (Çizelge C2, C3, C4)	130
Çizelge 9.75 : K52 kaleminin analizi.....	131
Çizelge 9.76 : D Firmasının nakit akışı ve faiz karşılama oranı (Çizelge D3, D4, D5).	131
Çizelge 9.77 : K53 kaleminin analizi.....	132
Çizelge 9.78 : E Firmasının nakit akışı ve faiz karşılama oranı (Çizelge E3, E4, E5).	132
Çizelge 9.79 : K54 kaleminin analizi.....	133
Çizelge 9.80 : A firmasının sermaye yapısı ve finansal kaldıracı (Çizelge A.1, A.2).	133
Çizelge 9.81 : K55 kaleminin analizi.....	134
Çizelge 9.82 : B Firmasının sermaye yapısı ve finansal kaldıracı (Çizelge B.1, B.2).	134
Çizelge 9.83 : K56 kaleminin analizi.....	135
Çizelge 9.84 : C Firmasının sermaye yapısı ve finansal kaldıracı (Çizelge C.1, C.2).	135
Çizelge 9.85 : K57 kaleminin analizi.....	136
Çizelge 9.86 : D Firmasının sermaye yapısı ve finansal kaldıracı (Çizelge D.1, D.2).	136
Çizelge 9.87 : K58 kaleminin analizi.....	137
Çizelge 9.88 : E Firmasının sermaye yapısı ve finansal kaldıracı (Çizelge E.1, E.2).	137
Çizelge 9.89 : K54 kaleminin analizi.....	137
Çizelge 9.90 : A Firmasının kredi derecelendirme notunun belirlenmesi.	138
Çizelge 9.91 : B Firmasının kredi derecelendirme notunun belirlenmesi.	139
Çizelge 9.92 : C Firmasının kredi derecelendirme notunun belirlenmesi.	139
Çizelge 9.93 : D Firmasının kredi derecelendirme notunun belirlenmesi.	140
Çizelge 9.94 : E Firmasının kredi derecelendirme notunun belirlenmesi.....	140
Çizelge 9.95 : İncelenen Firmalar için belirlenen kredi derecelendirme notları.	141

Çizelge 9.96 : Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörü için belirlenen kredi derecelendirme notu.	141
Çizelge 10.1 : Kredi derecelendirme uygulaması kapsamında incelenen gruplar için ortalama grup puanları.	144
Çizelge A.1 : A Firmasının varlıkları	155
Çizelge A.2 : A Firmasının kaynakları	156
Çizelge A.3 : A Firmasının gelir tablosu	157
Çizelge A.4 : A Firmasının özet nakit akım tablosu	157
Çizelge A.5 : A Firmasının faaliyetleri ile ilgili diğer detaylar	158
Çizelge B.1 : B Firmasının varlıkları	159
Çizelge B.2 : B Firmasının kaynakları	160
Çizelge B.3 : B Firmasının gelir tablosu	161
Çizelge B.4 : B Firmasının özet nakit akım tablosu	161
Çizelge B.5 : B Firmasının faaliyetleri ile ilgili diğer detaylar	162
Çizelge C.1 : C Firmasının varlıkları	163
Çizelge C.2 : C Firmasının kaynakları	164
Çizelge C.3 : C Firmasının gelir tablosu	165
Çizelge C.4 : C Firmasının özet nakit akım tablosu	165
Çizelge C.5 : C Firmasının faaliyetleri ile ilgili diğer detaylar	166
Çizelge D.1 : D Firmasının varlıkları	167
Çizelge D.2 : D Firmasının kaynakları	168
Çizelge D.3 : D Firmasının gelir tablosu	169
Çizelge D.4 : D Firmasının özet nakit akım tablosu	169
Çizelge D.5 : D Firmasının faaliyetleri ile ilgili diğer detaylar	170
Çizelge E.1 : E Firmasının varlıkları	171
Çizelge E.2 : E Firmasının kaynakları	172
Çizelge E.3 : E Firmasının gelir tablosu	173
Çizelge E.4 : E Firmasının özet nakit akım tablosu	173
Çizelge E.5 : E Firmasının faaliyetleri ile ilgili diğer detaylar	174

TÜRKİYE’DE İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN KREDİ YETERLİLİK DÜZEYİ İÇİN BİR DEĞERLENDİRME MODELİ

ÖZET

2001 yılında yaşanan ekonomik krizin etkilerinin geçmesi ile birlikte, dünya ekonomisinde yaşanan olumlu sürecin ve piyasadaki likidite bolluğunun da etkisi ile Türkiye ekonomisi bir büyüme sürecine girmiştir. Bu duruma paralel olarak Türkiye’de nüfusun ve kentleşmenin artmaya devam etmesi sonucunda konut talebinde hızlı bir artış olmuş ve bunun sonucunda inşaat sektörü bu dönemden itibaren hızlı bir büyüme sürecine girmiştir. Konut talebindeki artışa paralel olarak yaşam standartlarının da yükselmesi ile birlikte gelişen ofis piyasası ve organize perakende piyasası, ofis ve alışveriş merkezi yatırımlarının da artmasına neden olmuştur. Bu kapsamda, gayrimenkul sektörü de inşaat sektörünün gelişimine paralel bir gelişim göstermiş olup, her iki sektörün ortak bir çatı altında değerlendirilebilmesine olanak sağlamıştır. Söz konusu talep artışları sonucunda, inşaat ve gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren firmaların iş hacimleri ve bu doğrultuda da finansman gereksinimleri artmış olup, bu artışın gelecek dönemde de devam etmesi beklenmektedir. Öte yandan, bankanın sermaye yapısının taşıdığı kredi riski ile ilişkilendirilmesini öngören ve Türkiye’de de yakın gelecekte uygulanması beklenen Basel II kriterleri kapsamında kredi riskinin doğrudan kredi kullanan firmanın kredi derecelendirme notuna göre belirlenmesi, bankalar için kredi derecelendirme notlarının önemini arttırmıştır.

Bu çalışmanın amacı, dünyanın önde gelen üç kredi derecelendirme kuruluşu olan Moody’s, Fitch Ratings ve Standard & Poor’s’un temel notlandırma kriterleri ve farklı risk dilimlerine göre göre kullandıkları notları temel alarak Türk inşaat ve gayrimenkul sektörü için özgün bir kredi derecelendirme modeli oluşturmaktır. Söz konusu model kullanılarak, sektörün kredilendirilebilme derecesi yorumlanmıştır. Çalışmanın ilk bölümü olan giriş kısmında tezin amacı geliştirilmiştir. İkinci bölümde kredi derecelendirme ile ilgili genel bilgilere yer verilmiş olup, üçüncü bölümde Basel II kriterlerinin gelişimi ve özellikleri incelenmiştir. Dördüncü bölümde kredi derecelendirme işleminin uygulanışı ana hatları ile belirtilmiştir. Beşinci bölümde Türkiye ekonomisi ve dünya ekonomisi genel olarak değerlendirilmiş olup, dünya ekonomik krizinin etkileri kısaca incelenmiştir. Altıncı bölümde, Türkiye’nin temel ekonomik ve finansal göstergeleri değerlendirilerek, kurulacak kredi derecelendirme modeli için bir temel oluşturulmuştur. Yedinci bölümde Türk inşaat ve gayrimenkul sektörünün ayrıntılı bir analizi yapılmıştır. Sekizinci bölümde, dördüncü bölümde ana hatları ile değerlendirilen genel kredi derecelendirme yöntemi, ayrıntılı bir biçimde incelenerek modelin altyapısı tamamlanmıştır. Dokuzuncu bölümde, Türk inşaat ve gayrimenkul sektörüne yönelik bir kredi derecelendirme modeli oluşturulmuş ve söz konusu model, İMKB’de işlem gören beş adet GYO için uygulanarak, her bir GYO için bir kredi derecelendirme notu belirlenmiştir. Belirlenen bu notlar doğrultusunda Türk inşaat ve gayrimenkul

sektörü için bir kredi derecelendirme notu belirlenmiştir. Onuncu ve son bölümde ise belirlenen notların irdelemesi yapılmıştır. Söz konusu notların yükselmesine yönelik olarak gerçekleştirilebilecek uygulamalar tartışılmıştır.

.

AN EVALUATION MODEL FOR THE CREDIBILITY OF CONSTRUCTION AND REAL ESTATE MARKET IN TURKEY

SUMMARY

With the easing of the effects of the economic crisis which occurred in 2001, the Turkish economy entered a period of growth helped by the favorable developments in the world economy and the abundance of liquidity in the world markets. In parallel to this situation, the continuing increase of population and urbanization in Turkey resulted in a rapid rise in demand for housing, and due to this the construction sector entered a period of high growth starting with these developments. Growth of the business and organized retail market resulting from the increase of living standards in parallel to demand for housing has caused an increase in investments in business and shopping plazas. In this context the real estate sector has shown a similar development to the construction sector enabling both sectors to be evaluated under a common roof. Due to the aforementioned demand rises, the business capacity and the finance requirements of the firms taking place in these sectors have increased. It is expected that this increase will continue in the near future. On the other hand, the Basel II criteria which is expected to be put into practice in Turkey shortly and which relate the capital structure of the bank to the credit risk it carries, will determine the credit risk on the basis of the credit rating mark of the firm which will use the credit. This has increased the importance of the credit rating marks for the banks.

The object of this thesis was to form a credit rating model for the Turkish construction and real estate sectors by using the basic rating criteria and the ratings used for different risk intervals of the three wordly known credit rating firms namely: Moody's, Fitch Ratings and Standard and Poor's. By using this model the credibility of the two sectors were evaluated. In the first chapter of this study, the object of the thesis was developed. In the second chapter, general information related to credit rating was given. In the third chapter, the development and characteristics of the Basel II Criteria were examined. In the fourth chapter, the main steps of the application of the credit rating procedure were put forth. The Turkish and world economy were evaluated on a general basis in the fifth chapter and the effects of the economic crises were investigated in brief. In the sixth chapter, the main economic and financial indicators were evaluated and a basis for the new credit rating model was formed. In the seventh chapter a detailed analysis of the Turkish construction and real estate sector was made. In the eight chapter, the general credit rating procedure which was stated in broad terms in the fourth chapter, was examined in detail and the background of the model was completed. In the ninth chapter, a credit rating model directed to the Turkish construction and real estate sector was formed and this model was applied to five real estate investment companies taking place in the İstanbul Stock Exchange. A credit rating mark was determined for each of these five companies. By using these credit rating marks, a credit rating mark was found for the Turkish construction and real estate market. In the tenth and the last chapter

discussion of the specified ratings were made. The actions that can be taken by the firms to improve their credibilities were discussed.

1. GİRİŞ

Türkiye ekonomisi, 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin etkilerinin geçmesi ile birlikte, kesintisiz bir büyüme sürecine girmiştir. Dünya ekonomisinin de aynı dönemde olumlu bir süreçte bulunması ve piyasadaki nakit bolluğu, Türkiye ekonomisinde gözlemlenen bu gelişime katkı sağlamıştır. Ayrıca Türkiye nüfusu hızlı bir artış sürecinde olup, söz konusu artışa paralel olarak kentleşme de hızlı bir biçimde artmaktadır. Nüfus ve kentleşmenin artışı ise konut talebinin artmasına neden olmaktadır. Tüm bu faktörlerin etkisi ile Türkiye’de inşaat sektörünün özellikle 2005 yılından itibaren hızlı bir büyüme sürecine girdiği, Türkiye ekonomisinden çok daha hızlı büyüdüğü ve Türkiye’de en hızlı büyüyen sektör durumuna geldiği gözlemlenmiştir.

Türkiye’de gözlemlenen konut talebi artışına paralel olarak, nüfusun alım gücünün artması ile lüks konut talebi de artmaya başlamış, ayrıca organize perakende piyasası büyüme sürecine girmiştir. Organize perakende piyasasının büyümesi ile birlikte özellikle büyük kentlerde alışveriş merkezlerinin sayısı artmaya başlamıştır. Bu duruma ek olarak, kentleşmenin artışı ve iç göç ile hızlı bir biçimde büyüyen İstanbul’da ofis piyasası hızlı bir gelişim göstermiş ve İstanbul bu alanda dünyanın önde gelen kentlerinden biri konumuna gelmiştir.

Tüm bu nedenler göz önüne alındığında ise, inşaat sektörünün gayrimenkul sektörünü beslediği ve Türkiye’de her iki sektörün de paralel bir gelişim gösterdiği açıkça görülmektedir. Türkiye’de son dönemde başlayan inşaat projeleri içinde konut projelerinin önemli bir paya sahip olması ve son dönemde gerçekleştirilen konut projelerinin çoğunlukla diğer inşaat projelerinden çok daha yüksek proje bedellerine sahip olmaları, bu durumu desteklemektedir. Bu nedenle, bu çalışma kapsamında inşaat ve gayrimenkul sektörleri ortak bir sektör olarak değerlendirilmiştir.

İnşaat ve gayrimenkul sektöründe gözlemlenen bu büyüme ile birlikte, söz konusu sektörde faaliyet gösteren firmaların da bir büyüme sürecine gireceği açıktır. Büyüme sürecine giren bu firmaların finansman gereksinimleri artacak ve bu

doğrultuda da banka kredisi kullanım talebi artacaktır. Ayrıca söz konusu firmaların taahhüt ve kira faaliyetlerinin yoğunluğu göz önüne alındığında, bu firmaların projenin işverenine veya faaliyet gösterdikleri gayrimenkulün sahibine banka teminat mektubu sağlama gereksinimlerinde bir artış da söz konusu olabilecektir.

Sektördeki nakit kredi ve teminat mektubu talebindeki bu artışın, Türkiye’de finans sektörünü de canlandırması kaçınılmaz olacaktır.

Ancak bu aşamada, önemli olacak nokta, bankaların firmalara kredi vermeden önce, firmaların finansal durumunu iyi analiz etmeleridir. İnşaat ve gayrimenkul sektöründe söz konusu olan yüksek proje bedelleri doğrultusunda yüksek kredi hacimleri doğacak ve söz konusu kredilerin geri ödenememesi durumunda, finans sektöründe ciddi sorunlarla karşılaşılabilir.

Bu duruma ek olarak, bankaların kullandıkları kredi hacmine göre sermaye yapısının belirlenmesi ile ilgili olan ve Türkiye’nin de uyum sağlamış olduğu Basel I kriterleri, yakın geçmişte güncellenerek Basel II kriterleri oluşturulmuştur. Türkiye’nin de geçiş sürecinde olduğu Basel II kriterleri kapsamında, Basel I kriterlerinden farklı olarak, bankaların taşıdıkları kredi riski, kredi kullanan firmanın kredi derecelendirme notuna göre belirlenecek ve bankaların bulundurmak zorunda olduğu en düşük sermaye de bu doğrultuda yapılandırılacaktır. Bu durum, firmaların sahip oldukları kredi derecelendirme notlarının önemini gelecek dönemde büyük ölçüde arttıracaktır. Ayrıca, Türkiye’de faaliyet gösteren birçok firmanın yurtdışı finans kurumlarından da kredi kullanımlarının olması, söz konusu firmaların kredi derecelendirme notunun önemini arttıran diğer bir faktördür.

1.1 Tezin Amacı

Dünyada büyük bir ekonomik krizin yaşandığı ve söz konusu krizden Türkiye’nin de etkilenmesinin kaçınılmaz olduğu bu dönemde, özellikle inşaat ve gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren firmaların kredi derecelendirme notlarının doğru ve profesyonel bir biçimde belirlenmesi, kredi veren kurumlar açısından büyük önem taşımaktadır. Özellikle Basel II kriterlerinin tam anlamı ile uygulanmaya başlaması ile kredi veren kurumlar; hem söz konusu firmalara sağlayacakları kredilerin yapısını doğrudan bu notlara göre belirleyecekler, hem de risk ve sermayelerini yine bu notlar doğrultusunda yapılandıracaklardır.

Bu çalışma kapsamında öncelikle, Basel II kriterleri ile birlikte önemi artan kredi derecelendirme uygulamasının gelişimi ve özellikleri tanıtılmış olup, daha sonra dünyanın önde gelen bazı kredi derecelendirme kuruluşlarının uyguladığı kredi derecelendirme yöntemlerinin temel alınması ile Türk inşaat ve gayrimenkul sektörü için bir kredi derecelendirme modeli oluşturulmuştur. Daha sonra İMKB’de işlem gören beş adet GYO, oluşturulan model kapsamında değerlendirilmiş ve her biri için bir kredi derecelendirme notu belirlenerek bu notlar karşılaştırılmıştır. Ayrıca, belirlenen bu notlardan yola çıkılması ile Türk inşaat ve gayrimenkul sektörü için bir kredi derecelendirme notu belirlenmiştir. Belirlenen notlar kapsamında, kredi veren kurumların söz konusu firmaların kullanacağı kredilere yönelik uygulayacakları risk ağırlığı tespit edilmiştir. Son olarak, belirlenen kredi notlarını yükseltecek ve bu doğrultuda söz konusu sektörde faaliyet gösteren firmaların daha kolay kredi kullanarak faaliyetlerini arttırmalarına olanak sağlayacak faktörler tartışılmıştır.

2. KREDİ DERECELENDİRME İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER

2.1 Kredi Derecelendirme Kavramı

Bir ülkenin finansal sisteminin güçlenebilmesi için öncelikle o ülkede faaliyet gösteren finans kuruluşlarının iyi yönetilmeleri gereklidir. Finans kuruluşlarının iyi yönetilmeleri ise; iç disiplin, gözetimde disiplin ve piyasa disiplini olmak üzere üç temel disiplin türüne bağlıdır. İç disiplin, finansal kuruluş tarafından sağlanmakta olup, gözetim disiplini ise ilgili gözetim kuruluşu tarafından sağlanmaktadır. Finans piyasasında faaliyet gösteren tüm gerçek ve tüzel kişilere sağlanan bilgilerin yeterliliği ve doğruluğunu gerektiren piyasa disiplini ise kredi derecelendirme uygulaması ile yakından ilgilidir. Kredi derecelendirme, piyasa disipliniyi sağlamaya yarayan en önemli uygulama olup; bunun nedeni geniş kitlelere hitap etmesi ve dolayısı ile bilgiye ulaşmakta zorluk çeken her türlü yatırımcıya yarar sağlamasıdır. Ayrıca, son zamanlarda daha sık yaşanan ekonomik krizlerin temelinde hem bölgesel hem de finansal altyapı eksikliklerinin bulunması göz önüne alınması gereken bir faktördür (Url -1).

Kredi derecelendirme, borçlunun anapara ve faiz yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak yerine getirip getiremeyeceğini ölçen bir araç olarak tanımlanmaktadır. Bu kapsamda, bir ekonomik birimin kredi geçmişi ve kullandığı kredileri geri ödeme gücünün belirlenmesi amaçlanmaktadır (Babuşçu, Hazar, 2007). Kredi derecelendirme işlemi kapsamında verilen görüşün ilgili tüm kesimler tarafından kolay anlaşılabilmesi için sonuçlar, uluslar arası düzeyde kabul görmüş belirli semboller kullanılarak ifade edilmektedir (Url -1). Kredi derecelendirme işlemi ile hem yatırımcı ve fon sahiplerine, hem de kredi verenlere gereksinim duydukları bilgiler sağlanmaktadır. Bu kapsamda; yatırımcı ve fon sahipleri, sahip oldukları menkul değerlerin kalitesi ve risk düzeyi ile ilgili bilgi sahibi olurken, kredi veren bankalar ve diğer finans kuruluşları ise vermiş oldukları kredinin geri ödenmesi ile ilgili bilgi sahibi olmaktadır (Yaslıdağ, 2007). Kredi derecelendirme işlemi, firmanın genel kalitesine yönelik bir gösterge niteliğinde olup, benzer kredi notuna

sahip firmalar, finans piyasalarında kredilerini geri ödeyememe olasılığı veya hisselerinin getiri düzeyleri gibi faktörlerde benzer koşullara bağlı tutulmaktadırlar (Kisgen, 2003).

Türkiye’de kredi derecelendirme ile ilgili uygulamalar, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 1997 yılında çıkarmış olduğu ilk tebliği ile başlamıştır. Sermaye Piyasası Kurulu, dünyadaki gelişmelere bağlı olarak ve Amerika ile Avrupa’da finansal sistemden kaynaklanan firma sorunlarını da göz önüne alarak 4 Aralık 2003 tarihinde bu alanda yeni bir tebliğ çıkarmıştır. Söz konusu tebliğ, finansal derecelendirme ile birlikte kurumsal yönetim ilkelerinin derecelendirilmesini de kapsamaktadır. Türkiye’de derecelendirme faaliyetleri halen Seri VIII, No:40 sayılı bu tebliğ ile düzenlenmektedir (Url -1). Söz konusu tebliğin 5. maddesi derecelendirme faaliyetini tanımlamakta olup, bu kapsamda kredi derecelendirme tam olarak aşağıdaki gibi tanımlanmıştır:

“Kredi derecelendirmesi;

- a) Ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeme güçlerinin veya
 - b) Borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin,
- Derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir.”

(Babuşçu, Hazar, 2007)

Kredi derecelendirme işlemi ile ilgili olarak dikkat edilmesi gereken bir nokta; bu işlemin bir hisse senedinin alınması, satılması veya elde tutmasına yönelik bir öneri olmadığı gibi sadece belli bir yatırımcıya yönelik bir piyasa fiyatı veya uygunluk yorumu da olmadığıdır. Farklı yatırımcıların aldıkları riskin ve bu doğrultuda elde edecekleri getirinin değişkenlik göstereceği göz ardı edilmemelidir (Sinclair, 1993).

2.2 Kredi Derecelendirmenin Yararları

Kredi derecelendirme işlemi; ticari ve kurumsal firmalar, bankalar ve finans kuruluşları, menkul kıymetler ve ülkelerden oluşan oldukça geniş bir yelpazeye uygulanabilmektedir (Yaslıdağ, 2007). Bu kapsamda kredi derecelendirmenin birçok kesime yararı olmaktadır. Kredi derecelendirmenin yararları; bankalar ve finans

kuruluşları, firmalar, yatırımcılar, sermaye piyasaları ve borsa, özelleştirme ve ekonomi açısından aşağıda değerlendirilmiştir:

Kredi derecelendirmenin bankalar ve finansman kuruluşları için en önemli yararlarından biri, verilen kredilerde riskin daha hassas bir şekilde belirlenmesi ve bunun sonucunda faiz oranlarının risk düzeyine göre farklılaştırılabilmesidir. Bu şekilde mevduat maliyetlerinde tasarruf sağlanabilir, riskler ve problemli krediler sınırlandırılabilir ve bu doğrultuda aktif kalitesi artan bankalar ile finans kuruluşlarının mali yapıları güçlenir. Mali yapıları güçlenen bankaların ve finans kurumlarının, uluslar arası finans kuruluşları ile ilişkileri gelişir ve bunun sonucunda daha düşük faiz oranları ile dış kaynak bulabilirler. Ayrıca kredi derecelendirme uygulaması ile, bankaların VDMK ihraçlarında üstlenilen risk daha gerçekçi bir şekilde belirlenmiş olur. Bankaların ve finansman kuruluşlarının mali yapılarının güçlenmesi ayrıca, devlet garantisi olmadan da söz konusu ülkenin finansal sistemine güven duyulmasını sağlar (Babuşçu, Hazar, 2007).

Kredi derecelendirmenin firmalar için yararları incelendiğinde, temel yararlarından biri olarak, derecelendirme notunun yüksek olması durumunda kurumsal yatırımcıların firmaya olan ilgisinin artması ve bu şekilde firmanın borçlanma olanaklarının iyileştirilmesi gösterilebilir. Yapılandırılmış finansman yöntemlerinin de geliştirilmesi ile firma, alternatif fon kaynaklarına ulaşabilir ve gelecek dönemlere ait daha etkin bir nakit akışı planlaması yapabilir. Bununla birlikte firma yöneticilerinin, yönettikleri kuruma daha geniş bir bakış açısı ile bakmaları stratejik kararlarını yeniden gözden geçirme zorunluluğunu ortaya çıkarır. Bu durumda, yönetim kalitesi artar ve söz konusu kurumların kendi kendilerini kontrol etme sistemleri gelişir. Ayrıca hem ülke içinde hem de ülke dışındaki diğer kişi ve kurumlara, kurumun finansal ve finansal olmayan yapısı ile ilgili bilgi sağlanmış olur (Babuşçu, Hazar, 2007). Tüm bunlara ek olarak, firmanın kredi notunun yüksek olması durumunda firma, banka ve finansman kuruluşlarından daha düşük faiz oranları ve daha hafif teminat koşulları ile kredi bulabilir ve böylece firmanın sermaye gereksinimi daha az olur.

Kredi derecelendirme işlemi ile kapsamlı analizlerin yapılması nedeniyle yatırımcılar, üstlendikleri riskin bilincine daha kolay varabilmektedirler. Yatırımcılar, çeşitli borçlanma araçları ile ilgili ortaya konulan derecelendirme değerlerini karşılaştırılarak, üstlenecekleri riski net bir şekilde öngörebilmekte ve bu

şekilde yatırım yapacakları menkul değerleri tercih etmektedirler. Bu durum, ikincil piyasaların gelişimine de yarar sağladığı gibi, ilgili kurumların finansal yapısı ve kalitesinin belirli bir düzen içinde incelenmesine de olanak sağlar (Babuşçu, Hazar, 2007).

Kredi derecelendirme uygulaması, sermaye piyasaları ve borsa açısından da oldukça yararlıdır. Kredi derecelendirme, önceki bölümde belirtilmiş olduğu üzere, her ne kadar bir menkul değer alım-satımı için bir öneri olmasa da, riskin belirlenmesinde bir standartlaşma sağlamasından dolayı menkul değer alım-satımında bir referans oluşturmaktadır. Bu kapsamda menkul değer fiyatlarındaki spekülasyon dalgaları sınırlandırılmış olup, dengeli bir piyasanın oluşması sağlanmaktadır. Ayrıca ülkedeki tüm kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasına olan ilgisinin artması sonucunda ülke piyasası derinleşeceği gibi, yabancı yatırımcıların da piyasaya girmelerinin teşvik edilmesi ile söz konusu ülke piyasasının uluslararası piyasalarla bütünleşmesi kolaylaştırılmış olur. Tüm bunların sonucunda sermaye piyasalarının güvenilirliği artar ve uzun vadeli yatırım eğilimleri güçlenir (Yaslıdağ, 2007).

Kredi derecelendirmesi ayrıca, bir özelleştirme süreci kapsamında, özelleştirilecek kuruluşun satışı sonrasında, söz konusu kuruluşun hisselerini satın alacak olan yatırımcılara; kuruluşun yeni mülkiyet ve yönetim yapısı ile finansal ve finansal olmayan yapısı ile ilgili tarafsız bilgi sağlamaktadır (Yaslıdağ, 2007). Ancak yine daha önce belirtilmiş olduğu gibi, burada da ilgili hisse senedinin alımı, satımı veya elde tutulması ile ilgili bir önerinin söz konusu olmadığını ve sağlanan bilgilerin hisse senedi fiyatından bağımsız olduğunu vurgulamakta yarar vardır.

Kredi derecelendirme uygulamasının yukarıda belirtilen tüm bu kesimlere olan yararları bir bütün olarak değerlendirildiğinde, söz konusu uygulamanın ülke ekonomisine olan yararları da tartışılmazdır. Etkin bir kredi derecelendirme uygulaması ile, ülke ekonomisine hem güvenilir, hem de istikrarlı bir şekilde gelişen bir finans piyasası kazandırılmış olur. Ülke ekonomisinin genel risk düzeyi sınırlandırılır, finans işlemleri daha etkin gerçekleşir ve ekonomik büyüme daha sağlıklı bir şekilde finanse edilebilir. Ayrıca ülke ekonomisinin dış kaynak elde etmesi kolaylaşır ve diğer ülke ekonomileri ile bütünleşmesi kolaylaşır (Babuşçu, Hazar, 2007).

2.3 Kredi Derecelendirmenin Çeşitleri

Kredi derecelendirme işlemleri, vadelerine göre ve türlerine göre olmak üzere iki farklı şekilde uygulanabilmektedir:

Vadelerine göre kredi derecelendirme işlemleri, uzun vadeli ve kısa vadeli olmak üzere kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Uzun vadeli derecelendirmede, ilgili kurumun faaliyet gösterdiği sektörün temel ekonomik ve finansal özellikleri değerlendirilerek bir görüşe varılır. Bu kapsamda ekonomik konjonktürden etkilenme, teknolojik gelişmelerden yararlanma, talepte söz konusu olan değişimler, yasal düzenlemeler ve kurumun yönetim yapısının kalitesi gibi çeşitli faktörler göz önüne alınmakta ve kurumun uzun vadede yükümlülüklerini yerine getirebilme olasılığı belirlenmektedir. Kısa vadeli derecelendirmede ise, ilgili kurumun bir yıla kadar olan tüm yükümlülüklerini yerine getirebilme olasılığı belirlenir ve bu kapsamda kurumun likidite sağlamadaki ve sermaye kaynaklarına ulaşmadaki başarısı değerlendirilir (Url -2).

Türlerine göre kredi derecelendirme işlemleri ise, uluslar arası döviz cinsinden, uluslar arası yerel para cinsinden ve ulusal yerel para cinsinden olmak üzere kendi içinde üçe ayrılmaktadır. Uluslar arası döviz cinsinden derecelendirme kapsamında, ilgili kurumun döviz cinsi yükümlülüklerini döviz kaynağı oluşturarak yerine getirebilme kapasitesi değerlendirilir ve konvertibilite riski de dahil olmak üzere tüm ülke riskleri göz önüne alınır. Uluslar arası yerel para cinsinden derecelendirme kapsamında, ilgili kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini, yine yerel para cinsinden kaynak oluşturarak yerine getirebilme kapasitesi uluslar arası kıstaslara göre değerlendirilir. Bu tür derecelendirmede de tüm ülke riskleri göz önüne alınır ancak paranın konvertibilite riski göz önüne alınmaz. Ulusal yerel para cinsi derecelendirmede ise yine kurumun yerel para cinsi yükümlülüklerini yerel para cinsinden kaynak oluşturarak ödeyebilme kapasitesi değerlendirilir; ancak bu derecelendirme türünde farklı olarak söz konusu ülkenin ekonomik kıstasları göz önüne alınır, ülke riskleri göz önüne alınmaz (Yaslıdağ, 2007).

2.4 Kredi Derecelendirme Sistemi ve Dünyanın Önde Gelen Kredi

Derecelendirme Kuruluşları

Dünya genelinde kurulmuş olan kredi derecelendirme firmaları Çizelge 2.1’de belirtilmiştir (Yaslıdağ, 2007):

Çizelge 2.1 : Dünyada kredi derecelendirme kuruluşları.

Kuruluş Yılı	Firma	Ülke
1909	Moody’s Investor Service	ABD
1922	Fitch-Investor Service	ABD
1923	Standard&Poor’s Investor Service	ABD
1972	Canadian Bond Rating Service	Kanada
1974	Thomson Bankwatch	ABD
1975	Japanese Bond Rating Service	Japonya
1977	Dominion Bond Rating Service	Kanada
1978	IBCA Ltd.	İngiltere
1980	Duff&Phelps Credit Rating Co.	ABD
1985	Japanese Credit Rating Service	Japonya
1985	Nippon-Investor Service	Japonya

Çizelge 2.1’de de görüldüğü üzere; üçü de ABD kökenli olan Moody’s, Fitch ve Standard&Poor’s dünyanın en köklü kredi derecelendirme kuruluşlarıdır.

Kredi derecelendirme işlemleri sonucunda verilen kredi notları, genellikle harflerle gösterilmektedir. A harfinden başlayarak, en yüksek kredibiliteden en düşük kredibiliteye doğru ilerleyen bir skala üzerinden değerlendirme yapılmaktadır. Standard&Poor’s firması yatırıma uygun düzey için AAA’dan BBB’ye kadar dört adet not ve spekülâtif düzey için BB’den D’ye kadar altı adet not vermektedir. Moody’s firması ise benzer şekilde yatırıma uygun düzey için Aaa ile Baa arasında dört adet not ve spekülâtif düzey için Ba ile C arasında beş adet not vermektedir (Sinclair, 1993). Fitch Ratings firması da Standard&Poor’s firmasına benzer şekilde harfler kullanırken, Duff&Phelps firması kredi notu verirken en iyi kredi notu 1 olmak üzere ve kredibilite düştükçe artan sayıları kullanmayı tercih etmiştir. Harflere ek olarak + ve – işaretleri ile sayıların da kullanılması ile kredi notları çeşitlendirilebilmekte olup, yatırım yapılabilir düzey ve spekülâtif düzey de kendi

içinde çeşitlendirilebilmektedir. Bu kapsamda yatırım yapılabilir düzey kendi içinde yüksek derece ve orta derece; spekülâtif düzey ise kendi içinde spekülâtif derece ve yüksek riskli derece olmak üzere bölünebilmektedir (Babuşçu, Hazar, 2007). Dünyanın önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarından Standard&Poor's, Moody's ve Fitch Ratings firmalarının kullandıkları kredi notları Çizelge 2.2'de belirtilmiştir (Babuşçu, Hazar, 2007):

Çizelge 2.2 : Kullanılan kredi notları.

	Standard&Poor's	Moody's	Fitch Ratings
Yüksek Derece	AAA	Aaa	AAA
	AA	Aa	AA
Orta Derece	A	A	A
	BBB	Baa	BBB
Spekülâtif Derece	BB	Ba	BB
	B	B	B
Yüksek Riskli Derece	CCC	Caa	CCC
	CC	Ca	CC
	C	C	C
	D	-	DDD
	-	-	DD
	-	-	D

Firmalara verilen kredi notunun ülke kredi notu ile sınırlı olduğu, göz ardı edilmemesi gereken bir faktördür. Bu sınırlamanın temelinde, ülke hükümetlerinin döviz transferlerine yönelik uygulayacağı politikaların, firmaların döviz cinsinden yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğini yakından ilgilendirmesi durumu bulunmaktadır. Bu nedenle ülke kredi notu, özellikle döviz cinsinden kullanılan kredilerin derecelendirilmesinde bir sınır olarak değerlendirilmektedir. Yatırıma uygun düzeyin altında kredi notuna sahip ülkelerde faaliyet gösteren firmalara verilebilecek kredi notları da bu nedenle dar bir aralıkta kalmaktadır. Bu durumun ortaya çıkardığı zorlukların önüne geçebilmek için, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu birçok ülkede ulusal kredi derecelendirme uygulaması gündeme gelmiştir. Ulusal derecelendirme uygulaması kapsamında, çoğunlukla ülkedeki en iyi kredi

notuna sahip olan devlet AAA (veya Aaa) notuna sahip olur ve ÷lkede faaliyet gösteren diğerkurumlar da buna göre derecelendirilir. (Url -1)

2.5 Türkiye’de Faaliyet Gösteren Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Türkiye’de faaliyet gösteren uluslar arası kredi derecelendirme kuruluşları; Fitch Ratings, Moody’s ve Standard&Poor’s firmalarıdır. Bu firmalardan Fitch Ratings Lts.; Türkiye’de kurduğu ve SPK tarafından yetkilendirilmiş olan Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. adı altında faaliyet göstermek olup, ayrıca ana firmanın da Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilmiştir. Standard&Poor’s Corp. ve Moody’s Investor Service Inc. Firmaları ise, Türkiye’de kendi firmalarını ayrıca kurmamış olup, yine SPK’nın onayı ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetlerini yürütmektedirler (Babuşcu, Hazar, 2007).

2.6 Türkiye’nin Kredi Notu

Türkiye için ilk kredi derecelendirme uygulaması 1988 yılında askeri borçların vadesinin uzatılması sırasında yapılmış olup; ilk olarak Standard&Poor’s daha sonra da Moody’s, Türkiye için kredi notu vermeye başlamışlardır. Türkiye’nin aldığı ilk kredi notu BBB+ olmuştur. Türkiye’nin 2000 yılından bu yana almış olduğu kredi notları, Çizelge 2.3, 2.4 ve 2.5’de belirtilmiştir (Atılal, 2008):

Çizelge 2.3 : Standard&Poor's Firmasının Türkiye için belirlediği kredi notları

Standard&Poor's		
Tarih	Kredi Notu	Görünüm
03.04.2008	BB-	Negatif
27.06.2006	BB-	Durağan
23.01.2006	BB-	Pozitif
17.08.2004	BB-	Durağan
08.03.2004	B+	Pozitif
16.10.2003	B+	Durağan
28.06.2003	B	Durağan
07.11.2002	B-	Durağan
29.06.2002	B-	Pozitif
26.06.2002	B-	Durağan
09.06.2002	B-	Negatif
30.11.2001	B-	Durağan
11.07.2001	B-	Negatif
27.04.2001	B-	Durağan
16.04.2001	B-	Negatif
23.02.2001	B	Negatif
21.02.2001	B+	Negatif
05.12.2000	B+	Durağan
25.04.2000	B+	Pozitif

Çizelge 2.4 : Fitch Ratings Firmasının Türkiye için belirlediği kredi notları.

Fitch Ratings		
Tarih	Kredi Notu	Görünüm
10.02.2007	BB-	Durağan
06.12.2005	BB-	Pozitif
13.01.2005	BB-	Durağan
25.08.2004	B+	Pozitif
09.02.2004	B+	Durağan
25.09.2003	B-	Pozitif
06.08.2003	B-	Pozitif
25.03.2003	B-	Negatif
05.02.2002	B	Durağan
02.08.2001	B	Negatif
02.04.2001	B+	Negatif
22.02.2001	BB-	Negatif
21.09.2000	BB-	Durağan
27.04.2000	BB-	

Çizelge 2.5 : Moody's Firmasının Türkiye için belirlediği kredi notları.

Moody's		
Tarih	Kredi Notu	Görünüm
14.12.2005	Ba3	Durağan
11.02.2005	B1	Pozitif
21.10.2003	B1	Durağan
10.07.2002	B1	Negatif
15.01.2002	B1	Durağan
06.04.2001	B1	Negatif
21.02.2001	B1	Durağan
21.12.2000	B1	Pozitif

Moody's firmasının vermiş olduğu Ba3 notu değerlendirilecek olursa, bu notun verildiği ülkelerin spekülasyon düzeyinde incelendikleri belirlenmiştir. Bu durumda, söz konusu ülkelerin gelecekleri ile ilgili bir öngöründe bulunulmamakta olup, anapara ve

faiz ödemelerindeki güvenilirlik orta düzeyde ve ılımlı olarak değerlendirilmektedir (Atılal, 2008).

Standard&Poor's firmasının vermiş olduğu BB- notu da, benzer şekilde spekülâtif düzeyde olan ülkelere verilmektedir. Kredi yükümlölüklerinin zamanında yerine getirilebilmesi, ülkenin ekonomik koşullarının iyi bir şekilde devam ettirilebilmesine bağılı olup ülke, anapara ve faiz ödemelerinde yine ılımlı olarak değerlendirilmektedir (Atılal, 2008).

3. BASEL II KRİTERLERİ

BIS kapsamında oluşturulan BCBS; bankaların sermaye yeterliliklerini belirlemek ve değerlendirmek üzere çeşitli standartlar belirlemiş olup, bu standartları Basel II kriterleri olarak yayınlamıştır. BCBS 13 üye ülkeden oluşmakta olup, bu ülkeler Belçika, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Lüksemburg, Hollanda, İspanya, İsveç, İsviçre, İngiltere ve ABD'dir. Dünyadaki birçok ülke Basel II kriterlerine geçiş sürecinde olup; Avrupa Komisyonu'nun aldığı karar doğrultusunda, Avrupa Birliği üyesi olan tüm ülkelerin bankalarının Basel II kriterlerine uyma zorunluluğu bulunmaktadır (Yılmaz, 2007).

3.1 Basel II Kriterlerinin Oluşturulma Süreci

Basel II kriterlerinin oluşturulması, 1988 yılında aynı amaçla oluşturulmuş olan Basel I kriterleri kapsamındaki bazı hesaplamalarda yetersizliklerin belirlenmiş olmasına dayanmaktadır. Basel I kriterleri, Türkiye'nin de dahil olduğu çok sayıda ülkede benimsenmiş olup; söz konusu kriterler kapsamında bankaların bünyelerinde bulundurduğu riskler hesaplanmakta ve bu risklere karşılık bankaların bulundurmak zorunda olduğu en düşük sermaye düzeyi belirlenmektedir. Söz konusu riskler değerlendirilirken, bu risklere karşılık gösterilen teminatlar dikkate alınmaktadır (Yılmaz, 2007).

Basel I kriterleri ilk yayınlandığında yalnızca kredi risklerini kapsamakta olup, piyasa risklerini göz ardı etmekteydi. Ancak kredi risklerine ek olarak piyasa risklerinin de bankaların finansal yapılarında önemli etkilerinin olduğunun sektörel gelişmeler kapsamında belirlenmesi sonucunda 1996 yılında Basel Bankacılık Denetim Komitesi, Basel I kriterlerine göre sermaye yeterliliğinin belirlenmesinde piyasa risklerinin de göz önüne alınmasına yönelik bir düzenleme yapmıştır (Çelik, Kızıl, 2008).

Ancak bu düzenlemeye karşın Basel I kriterlerinde yetersizlikler devam etmiştir. Örneğin, Basel I kriterleri kapsamında; kredi risk ölçümünde temel risk kriteri olarak bankanın bulunduğu ülkenin OECD üyesi olup olmamasının dikkate alınması, söz

konusu kriterlerin temel eksikliklerinden biridir. Ayrıca, kredi risk derecelendirmesi yapılırken; ağırlıklı olarak kredinin teminat yapısı baz alınarak, operasyonel riskler ile kredi kullandırılan firmaların durumlarına göre farklılaşabilecek bir risk yapısının göz ardı edilmesi ve bunun sonucunda yeterince hassas bir risk değerlendirmesinin yapılamaması da Basel I kriterlerinin temel eksikliklerindendir (Yılmaz, 2007).

Tüm bunların sonucunda BCBS, Basel II kriterlerine ilişkin ilk metni 1999 yılında yayınlamıştır. Bu metin üzerinde, ilgili ülkelerin denetim otoriteleri ve bankaların da görüşleri doğrultusunda çeşitli düzenlemeler yapılmış olup, Basel II kriterlerine ilişkin son metin 2004 yılı Haziran ayında yayınlanmıştır (Yaslıdağ, 2007).

Basel II kriterleri üç adet yapısal bloktan oluşmaktadır. Birinci yapısal blok, bankaların aktiflerinde bulunan risklerin özelliklerine göre ağırlıklandırılarak toplam riskin belirlenmesi ve bu doğrultuda bankaların sermaye yeterliliğinin hesaplanması ile ilgilidir. İkinci yapısal blok iç kontrol ve iç denetim ile ilgili olup; üçüncü yapısal blok ise bankaların sermaye yeterlilikleri ile ilgili piyasaya gerekli açıklamaları yapmaları ve bunun sonucunda tüm piyasa oyuncularının gerekli değerlendirmeleri kolayca yapabilmelerinin sağlanması ile ilgilidir (Url -2).

3.2 Basel II Kriterlerinin Basel I Kriterlerine Göre Temel Farkları

Basel II kriterlerinde öncelikle, Basel I kriterlerinde yer alan kulüp kuralı kaldırılmıştır. Kulüp kuralı; kredi riskine göre belirlenen sermaye yükümlülüğünün, OECD üyesi ülkelerin bankaları için farklı bir uygulamaya bağlı olmasıdır. Ayrıca Basel II kriterleri ile kredi riskinin, kredi kullanan kurumların almış oldukları kredi notlarına göre belirlenmesine karar verilmiştir (BDDK Araştırma Dairesi, 2005).

Basel II kriterleri kapsamında kredi riskinin hesaplanması için ise dört farklı yöntem söz konusudur. Bunlar; Standart Yaklaşım, Basitleştirilmiş Standart Yaklaşım, Temel İçsel Derecelendirme Yaklaşımı ve Gelişmiş İçsel Derecelendirme Yaklaşımı (Advanced IRB) olarak tanımlanmıştır (Yılmaz, 2007).

Basel II kapsamında uygulanan bu yöntemlerin bazılarında Moody's, Standard&Poor's ve Fitch Ratings gibi bağımsız kredi derecelendirme firmaları tarafından belirlenen kredi notları dikkate alınırken, bazı yöntemlerde ise bankaların kendi değerlendirmesi sonucu verilen kredi derecelendirme notları dikkate alınmaktadır. Bankaların vermiş oldukları kredi derecelendirme notları ise bankacılık denetim otoritesinin iznine bağlı olmalıdır (BDDK Araştırma Dairesi, 2005). Bunlara

ek olarak Basel I kriterleri kapsamında yalnızca kredi ve piyasa risklerine göre hesaplanan bir sermaye zorunluluğu söz konusu iken, Basel II kriterleri kapsamında sermaye zorunluluğunun hesaplanmasında bu risklere ek olarak operasyonel risk de eklenmiştir (BDDK Araştırma Dairesi, 2005).

Bu aşamada; kredi riski, piyasa riski ve operasyonel risk kavramlarının açıklanması önem arz etmektedir. Kredi riski; sermaye yeterliliği oranının hesaplanması kapsamında; bilanço içi varlıklar, gayrinakit krediler, taahhütler ve finansal türev ürünlerin oluşturduğu toplam risk olarak tanımlanabilir. Piyasa riski; kur riski, emtia riski, takas riski gibi riskleri kapsamaktadır. Operasyonel risk ise öncelikle, banka kapsamındaki kontrollerin eksikliği veya yetersizliği sonucunda banka yönetimi ve personelinden kaynaklanan riskleri tanımlamaktadır. Söz konusu riskler, zaman ve koşullara uygun hareket edilmemesinden kaynaklanabileceği gibi, çeşitli yolsuzluklardan da kaynaklanabilmektedir. Bunlara ek olarak; bilgi işlem sistemlerindeki aksamalardan, doğal afetlerden ve terör saldırılarından kaynaklanacak risklerin de operasyonel risk kapsamında değerlendirilebilir (Yaslıdağ, 2007).

Tüm bu değişikliklere ek olarak Basel II kriterlerinde, önceki bölümde ikinci ve üçüncü yapısal blok kapsamında belirtildiği üzere; bankaların sermaye yeterliliklerinin kendileri tarafından değerlendirilmesine ve bu değerlendirmenin bankacılık denetim otoritesi tarafından denetlenmesine karar verilmiş, ayrıca sermaye yeterliliğine ilişkin kapsamlı bilgilerin kamuya açıklanması zorunluluğu getirilmiştir (BDDK Araştırma Dairesi, 2005).

3.3 Basel II Kriterlerinin Dünyada ve Türkiye’de Uygulanması

Basel II kriterlerinin uygulanması ile ilgili farklı seçenekler söz konusudur. Basel II kriterlerine tam olarak geçmeden, yalnızca çeşitli risk odaklı yönetim modellerinin geliştirilmesi ve uygulanması, bu seçeneklerden biridir. İkinci bir seçenek olarak, ABD’de uygulanan model ön plana çıkmaktadır. Söz konusu modele göre, Basel II kriterlerinin yalnızca uluslar arası düzeyde faaliyet gösteren bankalar için uygulanmasına karar verilmiştir. Son olarak Avrupa Birliği modeli, Basel II kriterlerinin uygulanmasına yönelik bir örnek oluşturmaktadır. Avrupa Birliği’nin bankacılık sistemine göre, tüm üye ülkelerin bankacılık sistemlerinde, Basel II kriterlerine tam uyum gerekmektedir (Çelik, Kızıl, 2008)

Türkiye'nin Basel II kriterlerine geçişi için, daha önce 1 Ocak 2009 tarihi öngörülmüş ve bu yönde çalışmalar yürütülmüştür. Ancak BDDK'nın 25 Haziran 2008 tarihinde yapmış olduğu açıklamaya göre Basel II kriterlerine geçiş daha ileri bir tarihe ertelenmiştir. BDDK; bu erteleme ile ilgili genel olarak; uluslararası finans piyasalarında yaşanmakta olan ve özellikle menkul kıymetleştirme ile likidite riskinden kaynaklanan belirsizlikleri, bu yönde uluslararası düzeyde Basel II kriterlerinde yapılacak düzenlemelerin beklenmesini, uygulama ile ilgili Türk Ticaret Kanunu tasarısının henüz yasalaşmamasını, finans ve reel sektör temsilcilerinin söz konusu kriterlerin uygulanma zamanına yönelik görüşlerini gerekçe göstermiştir. Basel II kriterlerine tam olarak geçişin ertelenmesine karşılık, operasyonel risk kaleminin sermaye yeterliliği hesaplamaları kapsamına alınması ile Türkiye'de söz konusu kriterlere kısmen uyum başlamıştır (BDDK, 2008).

Basel II kriterlerine geçiş sürecinde; kredi riskinin hesaplanması kapsamında, küçük ölçekli Türk bankalarının Standart Yaklaşım'ı uygulaması beklenmektedir. İçsel Derecelendirme Yaklaşımı'nı uygulamayı hedefleyen daha büyük ölçekli bankaların ise öncelikle yine küçük ölçekli bankalar gibi Standart Yaklaşım'ı uygulayacağı, ilerleyen dönemlerde ise İçsel Derecelendirme Yaklaşımı'na geçiş yapacağı düşünülmektedir. Söz konusu geçişin ise 10 yıllık bir süreci kapsayacağı öngörülmektedir (Çelik, Kızıl, 2008).

3.4 Basel II Kriterlerine Göre Bankaların Sermaye Yeterlilik Düzeyi

Basel I kriterlerine göre en az %8 olması gereken en düşük sermaye yeterlilik oranı düzeyi, Basel II kriterlerine göre de aynı kalmıştır. Başka bir deyişle bankalar, sahip oldukları toplam risk değerinin en az %8'i kadar sermaye bulundurma yükümlüğündedir. Önceki bölümde de değinilmiş olduğu üzere, bankanın toplam risk değeri aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\text{Toplam Risk Değeri} = \text{Kredi Riski} + \text{Piyasa Riski} + \text{Operasyonel Risk} \quad (3.1)$$

Bu kapsamda, Basel II kriterlerine göre bankaların sermaye yeterlilik oranı ise aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Yaslıdağ, 2007):

$$\text{Sermaye Yeterlilik Oranı} = \text{Sermaye} / \text{Toplam Risk Değeri} \geq \%8 \quad (3.2)$$

Söz konusu oranın değişmemesine karşın önceki bölümlerde de belirtilmiş olduğu gibi, bankaların risk tutarı hesaplanırken firmaların kullandıkları krediler, firmanın özelliklerine göre farklı ağırlık oranları ile hesaplamaya katılacaklardır.

Basel II kriterlerinin uygulanmaya başlaması ile birlikte, bankaların risk yönetimi uygulamaları gelişecek ve bu durum reel sektör firmalarını da yakından etkileyecektir. Bankaların firmalara kredi kullandırma standartlarının yükselmesi ile, bilançoları yeterince açık olmayan ve kurumsallaşma düzeyi yetersiz olan firmaların kredi bulmaları zorlaşacaktır. Basel II kriterlerinin uygulanması ile birlikte kredi derecelendirme uygulamaları büyük ölçüde önem kazanacaktır. Nitekim Basel II uygulaması ile birlikte kredi derecelendirme notu bulunmayan firmaların riskleri açısından bir değişiklik olmayacak olup, buna karşılık yüksek kredi derecelendirme notuna sahip firmalar daha düşük bir risk düzeyinde değerlendirilecek ve bu doğrultuda bankalardan daha kolay kredi bulabileceklerdir. Bu doğrultuda, firmalarda kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesi ve kayıt dışı işlemlerin azalacağı beklenmektedir (BDDK Araştırma Dairesi, 2005).

3.5 Basel II Kriterlerine Göre Kredi Riskinin Belirlenmesi

Bu çalışma kapsamında; İçsel Derecelendirme Yaklaşımı yerine, bağımsız kredi derecelendirme kuruluşları ile daha ilgili olması nedeni ile Standart Yaklaşım üzerinde durulacaktır. Buna ek olarak, BIS tarafından 2004 yılı Haziran ayında yayınlanan ve BDDK tarafından Türkçe tercümesi yapılan “Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslar arası Düzeyde Uyumlaştırılması (Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı)” metninde belirtilen koşullar temel alınmıştır.

Standart Yaklaşım, daha önce de belirtildiği üzere, Basel II kriterleri kapsamında kredi riskinin belirlenmesinde kullanılan yöntemlerden biridir. Standart Yaklaşım ile kredi riski belirlenirken, kredi kullanan firmaların bağımsız kredi derecelendirme kuruluşlarından almış oldukları kredi notları göz önüne alınmaktadır. Başka bir deyişle bankalar, müşterileri olan firmalara kullandıracakları kredi tutarını, söz konusu firmaların kredi derecelendirme notlarına göre belirleyeceklerdir (Url -2). Buna ek olarak, firmaların kullanacakları kredilere karşılık gösterdikleri teminatların, gerçekleştirilen bilanço içi netleşme anlaşmaları ve kredi türevleri gibi faktörlerin de bankaların toplam risk tutarının belirlenmesinde uygulanacak risk ağırlığını etkileyeceği göz ardı edilmemelidir.

Standart yaklaşım kapsamında; BCBS'nin kurumsal krediler için belirlemiş olduğu, kredi kullanan firmaların almış oldukları derecelendirme notlarına göre hesaba katılacak risk ağırlık değerleri Çizelge 3.1'de belirtilmiştir (BCBS, 2004):

Çizelge 3.1 : Kredi derecelendirme notlarına göre risk ağırlıkları.

Kredi Derecelendirme Notu	Risk Ağırlığı
AAA ile AA- arası	%20
A+ ile A- arası	%50
BBB+ ile BB- arası	%100
BB-'nin altı	%150
Derecelendirilmemiş	%100

Çizelgeden de görüldüğü üzere, kredi derecelendirme notu bulunmayan firmaların risk ağırlıkları %100 olacak, başka bir ifade ile değişmeyecektir. Bununla birlikte, kredi derecelendirme notu bulunmayan firmalar için uygulanacak risk ağırlığı en az, firmanın kurulmuş olduğu ülkenin hazinesine ve merkez bankasına uygulanan risk ağırlığı kadar olabilecektir. (BCBS, 2004)

Burada dikkat edilmesi gereken nokta, söz farklı kredi notu gruplarına yönelik risk ağırlıkları arasındaher ne kadar keskin geçişler olmuş olsa da, bu durumun Basel I sonrasında bir ilk geçiş aşaması olarak değerlendirilebileceğidir. Nitekim Basel I kriterleri kapsamında yalnızca verilen kredi tutarına ve teminatına göre kredi riski belirlenmekte olup, söz konusu kredinin finansal yönden güçlü veya zayıf bir firmaya veriliyor olması, risk ağırlığında bir değişiklik oluşturmamaktaydı. Başka bir ifade ile Çizelge 3.1. Basel I kriterlerine uyarlanacak olursa tüm kredi notu grupları için risk ağırlığı aynı ve %100 olacaktır (Güvercinci, 2005). Ayrıca, Basel II kriterleri Standart Yaklaşım kapsamında uygulanacak bu risk ağırlıklarının keskin geçişler gösterdiği kredi notu grupları, ECB'nin belirlemiş olduğu, yüksek kredi standartlarına göre yatırıma elverişlilik alt sınırları ile örtüşmektedir (Url -2). ECB'nin yüksek kredi standartlarına göre yatırıma elverişlilik sınırları, çalışmanın 10. bölümünde ayrıntılı olarak belirtilmiştir (Çizelge 10.1). Tüm bunlara ek olarak, kredi riskinin bağımsız kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlara göre belirlendiği Standart Yaklaşım yerine, daha ileri düzey bir uygulama olan ve bankalara kendi derecelendirme yöntemlerini kullanma olanağı veren İçsel Derecelendirme Yöntemi kapsamında kredi notu gruplarına göre kullanılacak risk ağırlıkları arasındaki geçişler daha düzenli olacaktır. Dünyanın önde gelen üç derecelendirme kuruluşundan biri olan Standard & Poor's Firmasının yayınlamış

olduğu bir raporunda bulunan, içsel derecelendirme yöntemi kapsamında uygulanacak risk ağırlıklarının; Çizelge 3.1’de belirtilmiş olan Standart Yaklaşım kapsamındaki risk ağırlıkları, Çizelge 3.2’de örtüştürülmüştür (Kaur, 2004):

Çizelge 3.2 : Basel II kapsamında farklı yaklaşımlara göre kredi risk ağırlıklarının karşılaştırılması.

Kredi Derecelendirme Notu	Standart Yaklaşım Göre Risk Ağırlığı	İçsel Derecelendirme Yaklaşımına Göre Risk Ağırlığı
AAA	%20	%7
AA	%20	%8
A+	%50	%10
A	%50	%12
A-	%50	%20
BBB+	%100	%35
BBB	%100	%60
BBB-	%100	%100
BB+	%100	%250
BB	%100	%425
BB-	%100	%650
<BB-	%150	Yatırıma göre
Derece yok	%100	Yatırıma göre

Çizelge 3.2’de de görüldüğü üzere, özellikle yüksek kredi notlarına sahip firmaların söz konusu olduğu durumda; bankaların içsel derecelendirme yaklaşımına göre bulundurmak zorunda oldukları en düşük sermaye tutarı, standart yaklaşıma göre bulundurmak zorunda oldukları en düşük sermaye tutarından daha düşük olacaktır. Bu nedenle, yüksek kredi derecesine sahip firmaların çoğunlukta olduğu piyasalarda bankalar için içsel derecelendirme yaklaşımı, standart yaklaşıma göre daha avantajlı olabilecektir (Kaur, 2004).

Basel II kriterleri kapsamında kredi risk ağırlığının değişmesi, her ne kadar kredi kullanan firmaları da dolaylı olarak etkileyecek olsa da, ilk etapta bankaları ilgilendirecek bir durum olacaktır. Basel II kredi kullanan firmalara temel etkisi ise kredi fiyatlamasıdır. Daha önce de belirtildiği gibi Basel II kriterlerinin Standart Yaklaşımı kapsamında, firmaların bağımsız derecelendirme kuruluşlarından almış oldukları kredi notlarının göz önüne alınacaktır. Firmanın kredi notu yükseldikçe risk azalacağı için, kredi faiz oranları da düşecektir. Başka bir ifade ile kredi notu daha yüksek olan bir firma, daha düşük faiz oranı ile ve daha uygun koşullarda kredi kullanabilecektir (Güvercinci, 2005). Bu nedenle, Basel II kriterlerinin uygulanmaya

başlaması ile kredi kullanacak firmanın kredi notundaki en küçük değışiklik dahi, firma adına büyük önem taşıyacaktır.

Basel II kriterlerine göre kabul edilen teminatlar ise Çizelge 3.3’de belirtilmiştir (Yaslıdağ, 2007):

Çizelge 3.3 : Basel I ve Basel II kriterleri kapsamında kabul edilen teminatlar.

Basel I
Nakit
Hazine Kefaleti
Hazine veya Hazinesinin Kefaleti ile Çıkarılan Menkul Değerler
OECD Ülkelerinin Merkezi Yönetimleri ve Merkez Bankalarının Kefaleti
OECD Ülkelerinin Merkezi Yönetimleri ve Merkez Bankaları Tarafından veya Söz Konusu Otoritelerin Kefaleti ile İhraç Edilen Menkul Değerler
Bankaların İhraç Ettiği Menkul Değerler
OECD Ülkeleri Bankalarının Karşılık Kefaletleri
OECD Ülkeleri Bankaları Tarafından veya Söz Konusu Kurumların Kefaleti ile İhraç Edilen Menkul Değerler
OECD Ülkeleri Sermaye Piyasası aracı Kurumlarının Kefaleti veya Garantisi
İkamet Amacıyla Kullanılan Gayrimenkullerin Birinci Derece İpoteği
Belediye Sınırları Kapsamındaki Tapulu Arsa ve Gayrimenkullerin Birinci Derece İpoteği
İkinci veya Üçüncü Dereceden Kurulmuş İpotekler
Basel II
Nakit, Mevduat veya Mevduat Sertifikası
Altın
Borçlanma Senetleri (ilgili kredi notuna veya likiditesi ve bankalar tarafından çıkarılmış olmasına göre)
İMKB Ulusal 100 Endeksinde (Ana Endeks) İşlem Gören Hisse Senetler,
Yatırım Fonları
Organize Piyasalarda İşlem Gören Senetler (Ana Endeks dışında olmasına karşın)
Organize Piyasalarda İşlem Gören Senetleri Kapsayan Fonlar (Ana Endeks dışında olmasına karşın)
Gayrimenkul İpoteği (İpoteğin ikamet amaçlı veya ticari amaçlı bir gayrimenkul üzerinde olmasına göre risk ağırlığı değişmektedir.)

İlgili çizelge incelendiğinde, Basel I ve Basel II kriterlerine göre kabul edilen teminatlar arasındaki temel farkı, OECD ülkeleri için söz konusu olan ayrıcalıkların

kaldırılmış olmasının oluşturduğu görülmektedir. Buna ek olarak, ipotek teminatlarının değerlendirilmesi yönünde de düzenlemelerin yapıldığı dikkat çekici bir durum olarak ortaya çıkmaktadır.

Basel II kriterlerine göre kabul edilen teminatlar, kredi risklerinin hesaplanması kapsamında, Çizelge 3.4’de belirtilen risk ağırlıkları ile hesaba katılacaklardır (Yashidağ, 2007):

Çizelge 3.4 : Basel II’de kredi teminatlarına göre uygulanacak risk ağırlıkları.

Teminat Türleri	Basel II Kriterlerine Göre Risk Ağırlığı (%)
Nakit, Mevduat veya Mevduat Sertifikası	0
Altın	0
Belirli Koşullara Sahip Borçlanma Senetleri	İhraç Eden Firmanın Kredi Notuna Göre
Borsa Ana Endeksindeki Hisse Senetleri	İhraç Eden Firmanın Kredi Notuna Göre
Yatırım Fonları	Fon Kapsamında Bulunan Menkul Değerin Kredi Notuna Göre
Organize Piyasalarda İşlem Gören Senetler (Ana Endeks dışında olmasına karşın)	İhraç Eden Firmanın Kredi Notuna Göre
Organize Piyasalarda İşlem Gören Senetleri Kapsayan Fonlar (Ana Endeks dışında olmasına karşın)	Fon Kapsamında Bulunan Menkul Değerin Kredi Notuna Göre
Gayrimenkul İpoteği	İkamet Amaçlı %35
	Ticari %50
A- ve Üzeri Kredi Notuna Sahip Firmaların Garantileri ile Tüm Kamu ve Banka Garantileri ile Kredi Türevleri	Kredi Notuna Göre

Basel I kriterlerine göre, gayrimenkul ipoteği karşılığında kullanılan krediler için %50 risk ağırlığı uygulanmakta olup; kredi risk değeri hesaplanırken, ipotek verilen gayrimenkul için ticari veya ikamet amaçlı kullanılmasına bakılmaksızın %50 risk ağırlık oranı uygulanmaktadır. Basel II kriterlerinde ise bu uygulamada bazı değişiklikler yapılmıştır. Çizelge 3.4’de de görüldüğü üzere, Basel II kriterleri

kapsamında ikamet amaçlı gayrimenkul ipoteklerinin risk ağırlıkları %35 oranına düşürülmüş olup, ticari amaçlı gayrimenkul ipoteğinin risk ağırlığı %50 ile aynı kalmıştır. Ancak ticari gayrimenkul ipoteği karşılığı kredilere %50 risk ağırlık oranının uygulanması için de bazı koşullar gerekmektedir. Buna göre, gelişmiş ve sürdürülebilirliği olan bir ticari gayrimenkul piyasası söz konusu olmalı ve ayrıca ipotek karşılığı kullanılacak kredinin ipotek alınacak gayrimenkulün değerinin %50'sinden az olması gerekmektedir. Bu koşulların sağlanmaması durumunda, Basel II kriterlerine göre ticari gayrimenkul karşılığı krediler için risk ağırlık oranı %100 olacaktır (Yaslıdağ, 2007). Bununla birlikte, son dönemde çok sayıda ülkede, bankaların sorunlu aktiflerinin büyük bir bölümünü ticari amaçlı gayrimenkul ipoteği karşılığı verilen kredilerin oluşturduğu olduğu göz önüne alındığında; söz konusu krediler için %100'den farklı bir risk oranının uygulanamayacağı öngörülmektedir (BCBS, 2004). Bunun dışında, yine Çizelge 3.4'de görüldüğü üzere, kredi kullanan firma için başka firmaların teminat vermesi durumunda veya kredi kullanan firmanın başka firmaların hisse senetlerini teminat göstermesi durumunda, bu firmaların kredi derecelendirme notları da büyük önem kazanmaktadır.

Basel II kriterleri kapsamında; Standart Yaklaşım'a göre kredi riskinin hesaplanması ile ilgili kredi dönüştürme oranları da, toplam kredi risk değerinin belirlenmesi açısından önem taşımaktadır. Standart Yaklaşım kapsamında bilanço dışı kalemler, belirli kredi dönüştürme oranları ile ağırlıklandırılarak kredi eşdeğerlerine çevrileceklerdir (BCBS, 2004).

Bilanço dışı kalemleri temel olarak gayrinakit krediler, taahhütler ve türev finansal araçlar oluşturmaktadır. Teminat mektupları ve akreditifler, gayrinakit krediler kapsamına girmekte olup, inşaat ve gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren firmaların sıkça başvurduğu uygulamalardır. Söz konusu sektörlerde faaliyet gösteren firmalar, taahhüt altına girdikleri projelerinde genellikle, işverenleri tarafından güçlü bir bankadan teminat mektubu getirmekle yükümlü tutulmaktadır. İthalat işlemlerinin hem ithalatçı hem de ihracatçı açısından bir teminatı niteliğindeki akreditifler de, tüm ithalatçı firmalarda olduğu gibi, malzeme ithalatı yapan inşaat firmaları için önemli bir uygulamadır. Bazı gayrinakit kredi türleri ve bunlar için uygulanan krediye dönüştürme oranları Çizelge 3.5'de belirtilmiştir (Yaslıdağ, 2007):

Çizelge 3.5 : Basel II’de gayrinakit kredilerin krediye dönüştürme oranları.

Gayrinakit Kredi Türü	Krediye Dönüştürme Oranı
Nakit Temini İçin Verilen Teminat Mektupları	%100
Cayılamaz Garanti Akreditifleri ve Teyitli İhracat Akreditifleri	%100
Teminat Mektupsuz Prefinansman Kredilerine Verilen Garantiler	%100
Teminat Mektupları (Nakit Temini için verilenler dışında)	%50
1 Yıldan Kısa Vadeli Olup, Teminatı İhraç veya İthal Edilecek Malın Kendisi Olan İthalat ve İhracat Akreditifleri	%20
Lehdar Adına Ödeme Yükümlülüğü Bulunmayan Akreditifler	%0
Diğer Akreditifler	%50

4. KREDİ DERECELENDİRMENİN UYGULANIŞI

4.1 Kredi Derecelendirme ve Kredi Skorlama Kavramları

Kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları analizler, firmaların ölçeklerine göre değişmektedir. Küçük ve orta ölçekli firmalarda kredi skorlama çalışması yapılmakta olup, buna karşılık büyük ölçekli firmalarda kredi derecelendirme uygulaması yapılmaktadır. Kredi derecelendirmenin kredi skorlamaya göre en önemli farkı ise, kredi derecelendirme notunun sayısal hesaplamalara ek olarak analistlerin yorumlarına da bağlı olmasıdır. Kredi skorlama uygulaması sonucunda verilen not, yalnızca objektif değerlendirmeler sonucunda ortaya çıkmakta olup, herhangi bir yoruma bağlı olmamaktadır. Bu doğrultuda, kredi skorlama uygulamasında firmaların finansal tabloları ile ilgili bazı değerlendirmeler yapılmakta ve bu kapsamda; firmanın cirosu, finansal kaldıraç değeri, sermayesi ve kar edip etmediği incelenmektedir (Bodur, Teker, 2005).

4.2 Genel Olarak Kredi Derecelendirme Yöntemi

Kredi derecelendirme sürecinde üç çeşit bilgi akışının sağlandığı belirtilebilmektedir. Birinci çeşit bilgi akışı, halka açık bilgilerden sağlanmaktadır. Söz konusu bilgiler; denetlenmiş finansal tablolar gibi nicel bilgiler olabileceği gibi, basında çıkan haberler gibi nitel bilgiler de olabilmektedir. İkinci çeşit bilgi akışı, derecelendirmesi yapılan firmanın kendi sağladığı bilgilerden oluşmakta olup, bu bilgiler de nicel ve nitel bilgilerden oluşmaktadır. Bu kapsamda nicel bilgileri, firmanın sağlayacağı güncel finansal tablolar oluştururken; nitel bilgileri ise firmanın muhasebe politikası, yönetim tecrübesi, piyasadaki rekabet gücü ve kurumsal stratejisi oluşturmaktadır. Son olarak üçüncü çeşit bilgi akışı ise, derecelendirmesi yapılan firmanın rakipleri ve eski çalışanlarından sağlanan bilgilerden oluşmaktadır. Toplanan tüm bu bilgiler ise, kredi derecelendirme kuruluşu ve derecelendirme çalışması yapılan firma arasında gerçekleştirilen kapsamlı toplantılar ile geliştirilir (Sinclair, 1993).

Kredi derecelendirme yöntemleri, temel olarak aynı olup, farklı kredi derecelendirme kuruluşlarında yüzeysel farklar göstermektedirler. Ayrıca derecelendirmede göz önüne alınan faktörlerin ağırlık oranları da, derecelendirme kuruluşuna ve incelenen sektöre bağlı olarak değişmektedir.

Fitch Ratings ve Moody's firmalarının uyguladığı derecelendirme yöntemlerinin göz önüne alınması ile; kredi derecelendirmede temel olarak göz önüne alınabilecek nitel ve nicel faktörler Çizelge 4.1'de gösterilmiştir (Url -3; Moody's Investor Service, 2006). Söz konusu faktörlerden, bu çalışma kapsamında oluşturulan kredi derecelendirme modeli kapsamında göz önüne alınacak olanlara 8. bölümde daha ayrıntılı olarak değinilmiştir.

Çizelge 4.1 : Kredi derecelendirme uygulamasında nitel ve nicel faktörler.

Nitel (Kalitatif) Analiz	Nicel (Kantitatif) Analiz
Endüstri Riski	Likidite Oranları
Faaliyet Ortamı	Karlılık Oranları
Pazar Durumu	Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı
Yönetim Yapısı	Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç
Muhasebe Standartları	

Kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirme komiteleri ve derecelendirme kapsamında gerçekleşen tüm müzakereler gizli tutulmalıdır. Kredi derecelendirme kuruluşunun vereceği kararın, nitel ve nicel faktörlerin ağırlıklarının belirlenmesi sonucunda oluşacağı göz ardı edilmemelidir. Nitekim söz konusu nitel ve nicel faktörleri birleştiren bir formül bulunmamakta olup, bunun sonucunda da kredi derecelendirme notu önceki bölümde de belirtildiği üzere yoruma da bağlı olmaktadır (Sinclair, 1993).

Tüm bunlara ek olarak, kredibilitenin dinamik bir yapıda olduğu göz ardı edilmemelidir. Firmanın likiditesini ve borç ödeme gücünü etkileyecek yeni gelişmeler, firmanın kredi derecelendirme notunu gerçeklikten uzaklaştıracaktır. Bu durumun gerçekleşmemesi için, kredi derecelendirme kuruluşları, piyasayı ve kredi notu verdikleri firmaları sistemli bir şekilde izlemek zorundadırlar. Bu şekilde derecelendirme firmaları, yeni gelişmelere karşı daha hazırlıklı olacaklar ve piyasayı da izledikleri firmalarla ilgili yeni gelişmeler üzerine uyarabileceklerdir (Sinclair, 1993).

Farklı kredi notlarına sahip piyasalarda faaliyet gösteren ve benzer arz ve talep yapılarına sahip firmaların kredi notlarının faaliyet gösterdikleri piyasaya göre değişebileceği de göz ardı edilmemelidir. Likiditesi daha az ve faiz oranları daha yüksek piyasalarda, farklılık gösteren kredi notu düzeylerini önlemek üzere çeşitli teşvik uygulamaları da yapılabilmektedir. Özellikle ekonominin sorunlu olduğu dönemlerde bu gibi firmalar kredi bulamayacakları için, söz konusu piyasanın düşük kredi notu nedeni ile ek maliyetlerle karşılaşacaklardır. Örneğin bu gibi firmalar, projelerini finanse edemeyecekleri için; Net Bugünkü Değer'i negatif olan, başka bir deyişle sonucunda zarar edileceği öngörülen projelerle yüz yüze kalacaklardır (Kisgen, 2003).

Ülkelere verilen kredilerin derecelendirmesinde ise kredi derecelendirme kuruluşları, ilgili ülkenin ödeme gücü ile birlikte ödeme konusunda ülkenin iyi niyetli olup olmadığı da değerlendirilmektedir. Nitekim yabancı bir yatırımcı tarafından yasal bir hakkın bağımsız bir ülke hükümetine uygulanabilmesi sınırlı düzeyde olacaktır (Sinclair, 1993).

5. TÜRKİYE EKONOMİSİ VE DÜNYA EKONOMİSİNİN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

5.1 2008 Dünya Ekonomik Krizi Öncesinde Türkiye Ekonomisi

2001 krizi sonrası dönemde Türkiye ekonomisi değerlendirildiğinde; ekonomik büyümenin kesintisiz olarak devam ettiği; bununla birlikte enflasyonla mücadelede ve ülkeye uluslar arası doğrudan yabancı yatırım girişinde önemli adımlar atıldığı görülmektedir. Türkiye ekonomisindeki bu olumlu gelişmelerde, dünya ekonomisinde aynı dönemdeki olumlu gidişin ve piyasadaki likidite bolluğunun da etkisi büyüktür (İSO, 2008).

2003 yılından 2007 yılına kadar olan dört yıllık dönemde yılda ortalama %4.9 oranında büyüyen dünya ekonomisi, 1970’li yıllardan bu yana görülen en yüksek dört yıllık büyüme oranına ulaşmıştır. Söz konusu 4 yıllık dönemde gelişmiş ülkelerin yıllık ortalama büyüme oranları bu oranın (%4.9) altında kalırken, gelişmekte olan ülkelerle geçiş süreci ülkelerinin yıllık ortalama büyüme oranları ise söz konusu oranın üzerinde olmuştur. Bu doğrultuda, 2004 – 2006 yılları arasında Türkiye ekonomisinin büyüme hızının; Almanya, Fransa, İtalya, İspanya ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerin ekonomik büyüme hızından daha yüksek olduğu göze çarpmaktadır. Buna karşılık Türkiye’nin işsizlik ve enflasyon oranları ise Çizelge 5.1’de görüldüğü üzere söz konusu ülkelere oranla hala daha yüksektir (YEMAR, 2007):

Çizelge 5.1 : Türkiye ve bazı gelişmiş ülkelerin temel ekonomik göstergeleri.

Ülkeler	Büyüme (GSYİH) (%)			İşsizlik (%)			Enflasyon (%)		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Almanya	1,2	0,9	2,7	9,2	9,1	8,1	1,8	1,9	1,8
Fransa	2,0	1,2	2,0	9,6	9,7	9,0	2,3	1,9	1,9
İtalya	1,2	0,1	1,9	8,0	7,7	6,8	2,3	2,2	2,2
İspanya	3,2	3,5	3,9	11,0	9,2	8,5	3,1	3,4	3,6
İngiltere	3,3	1,9	2,7	4,8	4,8	5,4	1,3	2,0	2,3
Türkiye	8,9	7,4	6,1	10,3	10,3	9,9	9,4	7,7	9,6

2007 yılının ortalarından itibaren, dünya ekonomisinde olumsuzluklar ortaya çıkmaya başlamıştır. Özellikle ABD’de konut kredilerinde ödeme sorunlarının ortaya çıkması, tüm dünya piyasasında tedirginliklerin başlamasına neden olmuştur. Türkiye’de de ilk kez 2007 yılında ekonomik büyüme (%4.5), söz konusu yıla ait hedefin (%5) altında kalmıştır (İSO, 2008). Bu durum, Türkiye ekonomisinin de, 2007 yılındaki bu küresel tedirginlikten etkilendiği şeklinde yorumlanabilir. Tüm bunlara ek olarak, Türkiye’nin 40 milyar ABD Doları düzeyini geçen cari işlemler açığının, sürekli bir şekilde artış göstermesi, Türkiye ekonomisi için gelecek dönemlerde de bir tehdit oluşturmaya devam etmektedir.

5.2 2008 Dünya Ekonomik Krizinin Gelişimi

Özellikle 1980’li yılların başından itibaren dünyanın birçok ülkesinde, farklı ülkelere yönelik ekonomik kısıtlamaların azaltılması ve bu doğrultuda küresel sermaye dolaşımının kolaylaşması, bankaların kredi kullandırmalarının serbestleştirilmesi ve döviz kurları ile faiz oranları üzerinde devlet kontrolünün kaldırılması sonucunda dünya ekonomisinde önemli değişiklikler olmaya başlamıştır. Bu kapsamda dünya genelinde finans kuruluşlarının kredi kullandırmaları artmış ve rekabet düzeyi yükselmiştir. Ancak bu durumun finansal kırılganlıkları arttırdığı da göz ardı edilmemelidir (Erdönmez, 2005).

Dünya piyasalarında 2008 yılında önemli olumsuzluklar ortaya çıkmaya başlamış olup, bu olumsuzlukların temelini konut kredilerinde ortaya çıkan sorunlar oluşturmuştur. Yüksek risk taşıyan konut kredisi piyasalarında ortaya çıkan bu

sorunların, söz konusu piyasaya oranla daha az riskli olan diğer bazı finansal varlıkları da etkilemesi sonucunda birçok finans kuruluşu zarar açıklamaya başlamıştır. Özellikle ABD’de 2008 yılı Temmuz ayından itibaren yoğun bir şekilde açığa çıkan bu olumsuzluklar sonucunda, ülke genelindeki konut kredilerinin büyük bir bölümünü teminatlandıran ABD hükümeti destekli bazı firmaların mali yapısı bozulmuştur. Bu durum, kriz öncesi dönemde tüm dünyada finansal sistemin istikrarına yönelik bir tedirginlik oluşturmuştur (TCMB Enflasyon Raporu, 2008).

ABD’de konut kredilerinin bu gibi büyük bir krizin temeli olmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bu nedenlerden birinin, ABD’de konut sahibi olmayı teşvik eden bir vergi sisteminin olduğu görülmektedir. ABD’de konut kredisi kullananlar, konut kredisi faizleri ve emlak vergisi gibi masraflarını vergiden düşebilmeleri sonucunda, düşük bir net faizle borçlanabilmekteydiler. Bu durum ülkede konut talebini büyük ölçüde arttırmış olup, konut talebinin artması da konut fiyatlarının normalin çok daha üzerinde değerlere ulaşmasına neden olmuştur. Konut sahibi olmanın bu derece kolaylaşması ayrıca, konut gereksinimi olmayanların da tüketim veya spekülasyon amaçlı olarak borçlanması sonucunu doğurmuş ve bu şekilde konut piyasası çok büyümüştür. ABD’de uzun bir süre boyunca %2 düzeyinde olan hane halkı tasarruf oranının 2005 yılında % -0,4 ve 2006 yılında % -1,1 düzeyine düşmesi, bu durumun bir kanıtı olmuştur. Ancak konut kredilerindeki sorunların en temel nedeni, ABD bankalarının çok daha kolay konut kredisi vermeye başlamaları olmuştur. Geçmişte bankalar, konut değerinin %20’si peşinat olarak ödenmeden konut kredisi vermezken, 2003 – 2007 dönemleri arasında bazı ABD bankaları, kredi kullananlardan peşinat bile almadan konut satış fiyatının %105’i düzeyine varan tutarlarda konut kredileri kullanıyordu. ABD bankalarının konut kredisi verme standartlarını bu düzeyde düşürmeleri, 1990’lı yıllardan itibaren ABD’de bankacılık ve finansal piyasalar üzerindeki birçok denetim ve kısıtlamanın kalkmasının yanı sıra, bankaların menkul kıymetleştirme işlemlerinin başlamasına dayanmaktadır (Doğan, 2008).

Menkul kıymetleştirme işlemi, genel anlamıyla VDMK uygulaması anlamına gelmektedir. VDMK uygulaması kapsamında, bir finansal kurum, bilançosunun aktif bölümünde bulunan çeşitli alacaklarını menkul kıymete dönüştürerek, bu menkul kıymetleri çeşitli yatırımcılara satmaktadır. Söz konusu finansal kurum, ihraç etmiş olduğu bu menkul kıymetlere teminat olarak, ilgili alacaklarından elde edeceği nakit akışlarını göstermektedir. Bu şekilde finansal kurumlar, önceden vermiş oldukları

kredi tutarına karşılık kendilerini fonlamış olup, bilançolarını likit duruma getirebilmektedirler (Vatansever, 2000).

Menkul kıymetleştirme uygulaması ile ABD bankaları, verdikleri konut kredilerini yatırım bankalarına satmaya başladılar. Yatırım bankaları ise, söz konusu kredileri parçalara ayırıp ABD'nin diğer bölgelerinde verilmiş olan kredilerle birleştirdiler ve oluşturdıkları bu kredi havuzunu çeşitli risk gruplarına göre sınıflandırarak hem ABD'deki hem de dünyanın birçok ülkesindeki yatırımcılara satmaya başladılar. Bunun sonucunda bankalar, faiz gelirinden çok komisyon geliri elde etmeye başladılar. Bu nedenle ABD bankaları kaliteli konut kredisi vermek yerine yalnızca yüksek miktarda konut kredisi vermeyi amaçlamaya başlamışlardır ve bu durum, kredi kullananların bu krediyi ödeme olanağının sorgulanmamaya başlamasına neden olmuştur (Doğan, 2008).

Konut kredilerinden oluşturulmuş olan VDMK ve benzeri türev ürünlerin yatırımcılar tarafından talep görmesi ise üç temel nedene bağlı olmuştur: Birinci neden, konut kredilerinin bir kısmının devlet tarafından güvence verilen yarı bağımsız finans kurumları tarafından piyasaya sunulması ve bu nedenle yatırımcıların bu menkul kıymetlerden zarar etmeyeceklerini düşünmeleri olmuştur. İkinci neden, yatırım bankalarının bazı kredi derecelendirme firmaları ile anlaşarak, ilgili krediler için yüksek kredi notları almaları ve yatırımcıların bu notları göz önünde bulundurmaları olurken; üçüncü neden ise yatırımcıların ilgili kredilerden elde ettikleri faiz oranından daha düşük bir orana yatırımlarını sigorta ettirme olanağı bulmuş olmaları olarak gösterilebilir. Nitekim sigortacılık sektörünün krizden büyük ölçüde etkilenmesi ve önemli sigorta şirketlerinin büyük zorluklar yaşamaları bu üçüncü nedene bağlıdır (Doğan, 2008).

Nitekim ABD'de oluşturulan ve temelini çoğunlukla konut kredilerinin oluşturduğu türev ürünlere olan ilgi, emlak piyasasında sorunların başlamasıyla birlikte daha 2007 yılından itibaren azalmaya başlamış olup, 2007 yılının ikinci yarısında söz konusu türev ürünlerin piyasaya ihracında önemli bir düşüş olmuştur. 2007 yılı sonunda 0,83 trilyon ABD Doları düzeyinde olan bu türev ürünlerin stok miktarı, 2008 yılı Temmuz ayı itibarıyla 0,78 trilyon ABD Doları düzeyine düşmüştür. (TCMB Enflasyon Raporu, 2008)

Sonuç olarak; ABD’de konut alımına teşvik eden sistem ve menkul kıymetleştirme ile riskin devredilmesi sonucu konut kredilerinin bankalar tarafından ülkenin her kesimine bu derece kolay verilmeye başlanması, hem konut fiyatlarının normal değerlerinin çok üzerine çıkmasına, hem de verilen konut kredilerinin geri dönüşünün irdelenmemesine neden olmuştur. Bu nedenle, kredilerin ödenememeye başlaması ile birlikte kriz başlamıştır. Menkul kıymetleştirme sonucunda söz konusu kredilerin riskleri; konut kredisi veren bankalardan, yatırım bankalarından, dünyanın her ülkesinden çok sayıda yatırımcıdan ve sigorta şirketlerden oluşan çok geniş bir tabana yayılmıştır. Bunun sonucunda da kriz, etkisini yalnızca ABD’de değil, tüm dünyada göstermiştir.

5.3 Krizin İlk Etkileri

2008 yılı Eylül ayında, ABD’de bazı büyük bankaların iflas etmesi ve bazılarının da kamulaştırılması sonucunda, dünya ekonomik krizi tam anlamıyla başlamıştır. Öncelikle gelişmiş ülkelerde kendini gösteren kriz sonucunda dünyanın birçok ülkesinde hükümetler, ülkelerindeki bankaların iflasını önlemek için kurtarma paketleri hazırlamış olup (Çizelge 5.2), ülkelerindeki bankaların bazılarını kamulaştırmışlardır (Nazlı, 2008).

Çizelge 5.2 : Ekonomik krizde farklı ülkeler için hazırlanan kurtarma paketleri.

Ülke	Hazırlanan Kurtarma Paketinin Tutarı
ABD	700 milyar ABD Doları
Almanya	500 milyar Euro
İrlanda	400 milyar Euro
İngiltere	287 milyar Sterlin
Fransa	360 milyar Euro
İspanya	100 milyar Euro
Avusturya	100 milyar Euro
Norveç	57 milyar Euro
İtalya	20 milyar Euro
Hollanda	20 milyar Euro
Portekiz	20 milyar Euro

Ayrıca, ABD Merkez Bankası FED'in aldığı karar doğrultusunda; Brezilya, Meksika, Güney Kore ve Singapur merkez bankalarına 30 milyar ABD Dolarına kadar kredi kullanma olanağı sunulacaktır. Bunların dışında, dünyanın birçok ülkesinde banka mevduatlarına sağlanan güvencenin limiti arttırılmıştır. Bu ülkelerin dışında, Rusya hükümeti de 86 milyar ABD Doları tutarında bir kurtarma paketini uygulamaya koymuş olup, piyasalardaki iniş-çıkışlar ve yüksek değer kayıpları sonucunda 2008 yılı Ekim ayında Rusya Borsası belirli sürelerle faaliyetlerine ara vermiştir (DPT, Ekonomik Gelişmeler, 2008).

5.4 Krizin Gelişmekte Olan Ükelere ve Türkiye'ye Olası Etkileri

Gelişmiş ülkelerde başlayan bu ekonomik krizin, gelişmekte olan ülkeleri de dolaylı olarak etkilemesi beklenmektedir. Günümüzde hem ticari, hem de finansal alanda küresel ekonomiyle iç içe olan ve aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin risk primleri yükselmesi, bu durumun göstergelerinden biridir. Her ne kadar gelişmekte olan ülkelerin büyümeleriyle birlikte, bu ülkelere olan sermaye akışı, hem doğrudan yatırım, hem de portföy yatırımı bazında devam etmekte olup, sürdürülebilir bir yapı olduğu gözlemlense de, krizle birlikte bu ülkelerdeki riskler de artmaya başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin yatırımcılarının gerek risk alma eğilimlerinde azalma olması, gerekse yeni portföy yatırım planlarında değişiklikler olması olasılığı, gelişmekte olan ülkelere olan yatırım ve sermaye akışının istikrarını bozabilecektir. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerde risk primlerinin artışının önlenmesi ve dış kaynak girişlerindeki düzenin devam etmesi, bu ülkelerin ekonomilerinin olumlu seyretmesi açısından önem taşımaktadır. (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, 2008)

Türkiye'nin bu küresel krizden etkilenip etkilenmeyeceği değerlendirildiğinde, Türkiye'de gerek konut kredisi piyasasının, gerekse türev ürün piyasalarının ABD'deki kadar gelişmemiş olduğu görülmektedir. Bu nedenle, Türkiye'nin bu krizden gelişmiş ülkelerde olduğu gibi doğrudan etkilenmesi beklenmemektedir. Özellikle türev piyasaların gelişmemiş olması sonucunda, bankalar verdikleri konut kredilerini kendi bilançoları bünyesinde taşımak durumunda kalmış ve bunun sonucunda da kredi verirken oldukça dikkatli davranmaları gerekmiştir. Ayrıca, devletin konut sahipliğini teşvik eden bir politikasının olmaması ve BDDK ile Merkez Bankası'nın bankaları

denetlemeleri, benzer bir krizin Türkiye’de ortaya çıkma olasılığını oldukça zayıflatmaktadır (Doğan, 2008).

Bununla birlikte, Türkiye’nin de diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir şekilde, bu küresel krizden dolayı olarak etkilenme olasılığı bulunmaktadır. Türkiye ekonomisi; her ne kadar geçmiş dönemlere oranla daha dayanıklı olsa da, büyümenin çoğunlukla dış kaynak girişine bağlı olduğu göz ardı edilmemesi gereken bir noktadır. Dünya piyasasındaki likidite sıkıntısı, gelecek dönemde Türkiye’ye kaynak girişinin azalması olasılığını doğurmakta ve bu durum, ekonomik büyümeyi yavaşlatıcı bir etmen olarak öngörülmektedir (İSO, 2008).

Bunun dışında, döviz kurlarının düşük düzeylerde seyretmesi sonucu ithalat ucuzlamış olup, özel tüketimin de artması sonucunda Türk firmaları da dış kaynağa daha bağımlı bir duruma gelmişlerdir (Yeldan, 2008).

Ayrıca, gelişmiş ülke ekonomilerindeki zayıflama sonucunda, bu ülkelerin kullandığı kredilerin maliyetinin artması öngörülmekte ve bunun sonucunda da Türk firmalarının bu ülkelere borçlanmalarının zorlaşması beklenmektedir. Daha olumsuz bir senaryo ise, likidite sıkışıklığına düşen bu ülkelerin Türkiye de dahil olmak üzere, dış ülkelere verdikleri kredileri döndürülmesine izin vermemeleri, başka bir deyişle söz konusu kredilerin vadesi dolduğunda krediyi devam ettirmek yerine ana parayı geri talep etmeleridir. Bu gibi bir durumda Türkiye’den ani sıcak para çıkışları söz konusu olabilecek ve bunun sonucunda Türkiye ekonomisinde büyük olumsuzluklar ortaya çıkabilecektir (Boratav, 2008). Bunlarla birlikte, Türkiye’nin ihracat pazarında da talep düşebilecektir. Bu koşullar altında olumlu olabilecek bir durum ise, petrol fiyatlarındaki düşüş sonucunda Türkiye’nin cari işlemler açığının azalma olasılığı olarak gösterilebilir (Gökçe, 2008). Tüm bunlara ek olarak görülen bir gelişme, ithalattaki artış sonucunda yurtdışı firmalara döviz borcu olan ve satışlarının çoğunu iç piyasada gerçekleştirdiği için geliri Türk Lirası üzerinden olan Türk firmalarının küresel krize açık pozisyonda, başka bir deyişle döviz borçları döviz varlıklarından daha yüksekken yakalanmalarıdır. Bu firmalar, küresel krizle birlikte kurların hızlı bir yükselişe geçmesi sonucunda krizin ilk döneminde büyük zararlarla karşılaşmışlardır.

6. TÜRKİYE’DE TEMEL EKONOMİK VE FİNANSAL GÖSTERGELER

6.1 Cari İşlemler Dengesi

Cari işlemler dengesi, genel olarak bir ülkenin belli bir dönemdeki döviz gelirleri ve döviz giderleri arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Ülkenin döviz giderlerine örnek olarak ithalat, faiz ödemeleri gösterilebilir. İhracat, turizm gelirleri, müteahhitlerin yurtdışından getirdikleri gelirler de ülkenin döviz gelirlerini oluşturan etmenlerden bazılarıdır (Uras, 2008).

Daha kapsamlı bir şekilde ifade edilecek olursa; bir ülkenin belli bir döneme ait mal dengesi, hizmetler dengesi, yatırım gelirleri dengesi ve cari transferler dengesi bir araya getirilerek, söz konusu ülkenin cari işlemler dengesi belirlenir. Daha açık bir ifadeyle;

$$\text{Cari İşlemler Dengesi} = \text{Mal Dengesi} + \text{Hizmetler Dengesi} + \text{Yatırım Gelirleri Dengesi} + \text{Cari Transferler} \quad (3.3)$$

şeklinde bir denklem olarak belirtilebilir. İlgili dört bileşenin tümünde döviz gelirleri artı, döviz giderlerinin eksi olarak hesaba katıldığı denklemde cari işlemler dengesi artı çıkarsa cari işlemler fazlası; eksi çıkarsa cari işlemler açığı, veya kısaca cari açık olduğu sonucuna varılır (Eğilmez, 2006).

TÜİK verileri göz önüne alındığında (Çizelge 6.1), Türkiye ekonomisinde cari açığın son yıllarda hızlı bir artış sürecinde olduğu görülmektedir (TÜİK, NTVMSNBC).

Çizelge 6.1 : Türkiye ekonomisinde yıllık cari işlemler dengesi.

Yıllar	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-2,638	1,984	-1,360	-9,821	3,392	-1,524
Yıllar	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD Doları)	-8,036	-15,601	-22,137	-31,893	-37,753	-41,400

Türkiye'nin cari işlemler açığının büyümesinin temel nedenlerinden biri olarak, Türkiye'de Türk Lirası faizinin yüksek tutulması (%20 düzeyinde) ve döviz faizinin çok daha düşük (%5 düzeyinde) olması gösterilebilir. Bunun sonucunda, bankalar ve özel sektör kuruluşları yurtdışından döviz borçlanmakta ve bu döviz yurtiçine getirmektedir. Bu şekilde kredi bulma sıkıntısı yaşamayan tüketici, tüketimini azaltma yoluna gitmemekte ve bununla birlikte ülkeye giren dövizin artışı sonucu ülkede döviz fiyatı azalmaktadır. Döviz fiyatının azalması ithalatı kolaylaştırmakta ve bu şekilde tüketimi daha da arttırmaktadır. Bu şekilde, mal dengesi kaleminin düşmesi sonucunda cari işlemler açığı da büyümektedir (Uras, 2008).

6.2 Nüfus, İstihdam ve İşsizlik

2007 yılında Türkiye'nin toplam nüfusu yaklaşık 74 milyon kişi olup, nüfusun yaklaşık %70'i kentlerde yaşamaktadır (YEM, 2007). Çizelge 6.2'de; Türkiye'de istihdam ve işgücü sayılarının son dönemdeki değişimi gösterilmiştir (DPT Ekonomik Gelişmeler Raporu, 2008):

Çizelge 6.2 : Türkiye'de istihdam ve işgücü yapısının değişimi.

Yıl	2006 Yılsonu	2007 Yılsonu	2008 Temmuz
Çalışma Çağındaki Nüfus (bin kişi)	48.437	49.215	50.015
İşgücü (bin kişi)	23.250	23.523	24.975
İstihdam (bin kişi)	20.954	21.189	22.622
İşsiz (bin kişi)	2.295	2.333	2.353
İşgücüne Katılım Oranı (%)	48	47.8	49.9

Çizelge 6.2'de görüldüğü üzere, çalışma çağındaki nüfus, işgücü ve istihdam edilen kişi sayısı 2006 yılından itibaren sürekli bir artış göstermektedir. Ancak, işgücündeki artışın istihdam edilen kişi sayısındaki artışa göre daha yüksek olması, işsiz sayısını da sürekli olarak arttırmaktadır. Başka bir ifade ile, 2006 yılından bu yana, Türkiye'de istihdam edilen kişi sayısında artış görülmesine karşın, aynı dönemde işgücünün daha hızlı artması nedeni ile söz konusu istihdam artışının yetersiz kaldığı sonucuna varılabilir.

İşgücüne katılım oranı ise, işgücünün çalışma çağındaki nüfusa oranı olarak belirtilebilir. Söz konusu oran, 2007 yılında 2006 yılına göre azalmış olup, 2008 yılı Temmuz ayı itibarı ile tekrar yükselmiştir. Ancak bu oranın %50'nin altında olması,

olumsuz bir durum olarak ön plana çıkmaktadır. Başka bir ifade ile, Türkiye’de çalışabilir nüfusun yarısı iş gücü piyasasının dışında bulunmaktadır. Bunun sonucunda Türkiye’de çalışan kesimin, çok daha kalabalık bir kesimi geçindirmesi gerekmekte ve üretime katılan kesimin elde ettiği gelirin çok sayıda kişi tarafından paylaşılması anlamına gelmektedir. İşgücüne katılım oranı, Avrupa Birliği – 27 ülkeleri kapsamında ortalama %70,1 düzeyindedir (İSO, 2008).

6.3 Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) ve Ekonomik Büyüme

Bir ülke sınırları kapsamında, belirli bir zaman içerisinde üretilen tüm mal ve hizmetlerin toplam para değeri, gayrisafi yurtiçi hasıla olarak tanımlanmaktadır (YEMAR, 2007). Güncellenen milli gelir hesapları sonucunda Türkiye’nin gayrisafi yurtiçi hasılası 2007 yılı sonu itibarı ile 856,3 milyar YTL olarak belirlenmiştir (İSO, 2008). Ekonomik büyüme ise, bir ülkenin gayrisafi yurtiçi hasılasının yıllara göre değişimine bağlı olarak belirlenmektedir.

Çizelge 6.3 : Türkiye ve bazı Avrupa ülkelerinde ekonomik büyüme oranları.

Ülkeler	Büyüme (GSYİH) %			
	2004	2005	2006	2007
Almanya	1,2	0,9	2,7	2,5
Fransa	2,0	1,2	2,0	1,9
İtalya	1,2	0,1	1,9	1,6
İngiltere	3,3	1,9	2,7	3,0
Türkiye	8,9	7,4	6,1	4,5

Türkiye ve bazı Avrupa ülkelerinde 2004 yılından itibaren gerçekleşen ekonomik büyüme oranları Çizelge 6.3’de belirtilmiştir (TCMB Enflasyon Raporu, 2008; YEMAR, 2007; İSO, 2008). Türkiye, ekonomik büyüme sürecini devam ettirmesine karşın, 2001 krizinden sonraki dönemde ilk defa 2007 yılında gerçekleşen büyüme oranı, ekonomik programda öngörülen büyüme oranından daha düşük bir düzeyde gerçekleşmiştir. Bu durum, Türkiye ekonomisinin bir yavaşlama dönemine girmiş olduğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilmektedir (İSO, 2008). Tabloda bulunan diğer Avrupa ülkeleri incelendiğinde ise, bu ülkelerin ekonomik büyüme oranlarının net bir artış göstermeyerek dalgalı bir seyir izledikleri görülmektedir. Ancak her ne kadar Türkiye’nin ekonomik büyüme oranı bu ülkelerin üzerinde gerçekleşmiş olsa

da, söz konusu dönemde bu ülkelerin hiçbirinin büyümesi, Türkiye'nin büyümesine benzer şekilde düzenli bir düşüş göstermemiştir.

6.4 Enflasyon

Enflasyon 1970'li yıllardan beri Türkiye ekonomisi için önemli bir sorun oluşturmuş olup, ekonomide büyük belirsizliklere yol açmıştır. Bu yıllardan itibaren hep çift haneli rakamlarda gerçekleşen enflasyon, ilk kez 2004 yılında tek haneli rakamlarda gerçekleşmiş olup, ayrıca 2002 – 2005 yılları arasında, söz konusu yıllar için hedeflenen oranların altında gerçekleşmiştir. Buna karşılık, enflasyonda sürekli bir düşüş sağlanamamış olup, 2006 yılından itibaren yıllık enflasyon, öngörülen hedeflerin üzerinde gerçekleşmeye başlamıştır. (İSO, 2008)

Çizelge 6.4 : Türkiye’de son yıllarda enflasyon oranları.

Yıl	2004	2005	2006	2007	2008
Hedef (%)	10	8	5	4	4
Gerçekleşen (%)	9.3	7.7	9.7	8.4	10.1

Çizelge 6.4’de de görüldüğü üzere, 2006 yılından itibaren gerçekleşen yıllık enflasyon oranları, hedeflenen oranlardan hep daha çok uzaklaşmıştır (İSO, 2008; NTVMSNBC). Enflasyon oranlarındaki artışın temel nedeni ise gıda ve enerji fiyatlarındaki artış olarak ön plana çıkmaktadır. Bunun dışında hem küresel ekonomide, hem de Türkiye ekonomisinde söz konusu olan belirsizlikler, etkin bir enflasyonla mücadele planlaması yapılmasını zorlaştırmış ve daha korumacı para politikalarını gerektirmiştir. 2008 yılının sonundan itibaren ise, bir likidite sıkışıklığı süreci beklenmekte olup, bunun sonucunda enflasyon oranlarında düşüş olacağı öngörülmektedir (TCMB, Enflasyon Raporu, 2008). Gelecek dönemde beklenen enflasyon oranları ise Çizelge 6.5’de belirtilmiştir (TCMB Enflasyon Raporu, 2008):

Çizelge 6.5 : Türkiye’de gelecek yıllarda beklenen enflasyon oranları.

Yıl	2009	2010	2011
Beklenen (%)	7.6	5.9	5.4

6.5 Yabancı Yatırım Girişi

Türkiye’ye yabancı yatırım girişi, 2001 krizi sonrasında bir artış sürecindedir. Bu süre zarfında ise, 2002–2004 döneminde yavaş bir artış gerçekleşirken, 2005 yılında Çizelge 6.6’da görüldüğü üzere çok yüksek bir artış gerçekleşmiştir (İSO, 2008).

Çizelge 6.6 : Türkiye’ye yabancı yatırım girişi.

Yıl	2002	2003	2004
Yabancı Yatırım (milyon ABD Doları)	622	745	1.291
Yıl	2005	2006	2007
Yabancı Yatırım (milyon ABD Doları)	8.538	17.645	19.181

Yine 2001 krizi sonrası artış sürecinde olan, Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında gerçekleştirdiği yatırımlar ise, 2002–2004 yılları arasında sürekli bir artış göstermiş olup, 2004–2006 yılları arasında ise dalgalı bir sürece girmiş ve 2007 yılında büyük bir sıçrama göstermiştir. Söz konusu süreç, Çizelge 6.7’de belirtilmiştir. Yurtiçi yerleşik kişilerin yurtdışı yatırımları, ağırlıklı olarak imalat sektöründe gerçekleşirken, Türkiye’ye giren yabancı yatırımlar ağırlıklı olarak hizmet sektöründe gerçekleşmektedir (İSO, 2008).

Çizelge 6.7 : Yurtdışında gerçekleşen Türk yatırımları.

Yıl	2002	2003	2004
Yurtdışı Yatırımlar (milyon ABD Doları)	283	505	896
Yıl	2005	2006	2007
Yurtdışı Yatırımlar (milyon ABD Doları)	1.086	1.687	2.280

Bir ülkede yabancı yatırımların artması, söz konusu ülkeye çeşitli avantajlar sağlamaktadır. Yabancı yatırımlar, teknolojinin yayılmasını sağlayarak söz konusu ülkeye yeni teknolojiler getirirler, ülkede sermaye akışını arttırarak uzun vadede ülkenin rekabet gücünü arttırırlar (YEMAR, 2007). Ayrıca ülkenin dünya ile ticaretini arttırırlar ve ülkenin istihdam ve işgücü kalitesini yükselterek ülkede kurumsallaşmayı arttırırlar (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2008). Bu kapsamda, Türkiye’de yatırım yapan yabancı yatırımcıların çoğunlukla, yeni bir sermaye yatırım harcaması yapmayı tercih etmeyip, bunun yerine mevcut kuruluşları satın almayı tercih etmesi dikkat çekici bir noktadır. Türkiye’de yatırım yapan yabancı yatırımcıların imalat sektörüne de yönlendirilmesi, yukarıda belirtilen avantajların

sağlanmasında ve Türkiye'nin sürdürülebilir büyümesinde önemli rol oynayacaktır. (İSO, 2008) Ancak yine de, yabancı sermaye girişinin ülkede nakit akışını arttıracığı göz ardı edilmemelidir. Çizelge 6.8'de görüldüğü üzere, yurtdışı yerleşik kişilerin Türkiye'de toplam portföy yatırım stokları, 2004 yılından 2007 yılına kadar önemli bir artış göstermiştir. 2008 yılı Ağustos ayı itibarı ile stokta bir düşüş gözlemlenmesine karşın, 2004 yılından itibaren tüm süreç göz önüne alındığına, stoğun hala yüksek bir düzeyde seyrettiği görülmektedir (DPT Mali Piyasalarda Gelişmeler, 2008).

Çizelge 6.8 : Yurtdışında gerçekleşen Türk yatırımları.

Yıl	2004 Aralık	2005 Aralık	2006 Aralık	2007 Aralık	2008 Ağustos
Portföy Yatırım Stoku (milyar ABD Doları)	32,8	58,2	66,4	106,8	89,9

Ayrıca 2008 yılı Temmuz ayı itibarı ile, yurtdışı yerleşik kişilerin Türkiye'de portföy yatırım stoklarının yapısı incelendiğinde, stok içerisinde TL ve YP mevduat ile katılım bankaları hesapları, repo ve emeklilik fonlarının paylarının 2007 yılı sonuna göre arttığı, buna karşılık DİBS, eurobond, hisse senedi ve yatırım fonlarının payının azaldığı gözlemlenmiştir (DPT Mali Piyasalarda Gelişmeler, 2008). Bu durum, yatırımcıların küresel ekonomik krize karşı risklerini azaltıcı önlemler aldıkları, ancak sermayenin yine büyük oranda Türkiye'de kaldığı şeklinde yorumlanabilir.

6.6 Finansal Göstergeler

Türkiye'de mevduat bankalarının toplam yurtiçi kredi hacminde 2001 yılından bu yana hızlı ve sürekli bir artış gözlemlenmektedir. Çizelge 6.9'da da gösterildiği üzere, 2008 yılı Ağustos ayı itibarı ile söz konusu kredi hacmi 2001 yılına göre % 700'den daha fazla artmıştır (Url -4). Söz konusu çizelgede 2008 yılının Ağustos Ayı değeri, diğer tüm yılların yılsonu değeri gösterilmiştir.

Çizelge 6.9 : Türkiye'de mevduat bankalarının yurtiçi kredi hacimleri.

Yıl	2001	2002	2003	2004
Hacim (milyar TL)	32	33	49	78
Yıl	2005	2006	2007	2008
Hacim (milyar TL)	121	170	218	264

Söz konusu kredilerin büyük bir kısmı ise, Çizelge 6.10’da gösterildiği üzere, özel sektöre kullanılmaktadır (Url -4). Hem hacmin artışıındaki süreklilik, hem de söz konusu hacmin büyük bir kısmının özel sektöre kullanılması, Türkiye’de gelecek dönemde gerçekleşecek özel girişimler için teşvik edici bir durum olarak değerlendirilebilir. Söz konusu çizelgede 2008 yılının Ağustos Ayı değeri, diğer tüm yılların yılsonu değeri gösterilmiştir.

Çizelge 6.10 : Türkiye’de mevduat bankalarının özel sektöre verdiği krediler.

Yıl	2001	2002	2003	2004
Hacim (milyar TL)	31	32	49	76
Yıl	2005	2006	2007	2008
Hacim (milyar TL)	118	167	212	257

Ancak 2008 yılının özellikle son çeyreğinden itibaren etkisini arttıran küresel ekonomik krizin, uluslararası nakit akışını zorlaştırması ve bununla birlikte dünya genelinde bankaların daha temkinli kredi kullandırmalarına neden olması göz önünde bulundurulması gereken bir noktadır. Küresel ekonomik krizin 2009 yılının ilerleyen dönemlerinde Türkiye’yi daha çok etkilemesinin beklenmesi, Türkiye’de faaliyet gösteren reel sektör firmalarının gelecek dönemde kredi kullanımını azaltacak bir durum olarak ön plana çıkmaktadır. Ayrıca bankaların reel sektöre kullandırdıkları kredilerin büyük bir bölümünün yurtdışı şubeler aracılığı ile yabancı ülke piyasalarından sağlanması ve bu kredilerin yaklaşık %30’unun vadesinin 1 yıl içinde dolacak olması, Türkiye’de reel sektörün gelecek dönemde kredi hacmini düşürmesine neden olabilecek diğer bir faktördür (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2008).

Reel sektörün gelecek dönemde faaliyetlerini zorlaştıracak diğer bir faktör ise kur riskidir. Çizelge 6.11’de de gösterildiği üzere, 2001 yılından itibaren ABD Doları ve Euro kurları, dalgalı bir değişim göstermiştir (Url -5).

Çizelge 6.11 : Döviz kurlarının değişimi.

Yıl	2001	2002	2003	2004
ABD Doları Kuru	1,54	1,62	1,50	1,46
Euro Kuru	1,38	1,63	1,72	1,88
Yıl	2005	2006	2007	2008
ABD Doları Kuru	1,36	1,45	1,19	1,54
Euro Kuru	1,60	1,85	1,73	1,97

Hatta bu değişimler, özellikle ekonomik kriz dönemlerinde ilgili çizelgede incelenlerden çok daha kısa zaman aralıklarında da gerçekleşmektedir. Nitekim 2008 yılı Kasım ayının ilk haftası sonunda 1,54 düzeyinde olan ABD Doları kuru, aynı yılın Ekim ayı ortalarında 1,70 düzeyinde olması ve yine 2008 yılı Kasım ayının ilk haftası sonunda 1,97 düzeyinde olan Euro kurunun aynı yılın Ekim ayı ortalarında 2,20 düzeyinde olması bu durumun bir göstergesidir. Kurlarda gerçekleşen bu ani değişimler, ithalat yapan ve ayrıca döviz kredisi kullanan firmalar için gelecek dönemde de sorun yaratacaktır. Reel sektörün yurt dışı piyasalardan sağladığı uzun vadeli kredilerin %63,9'unun ABD Doları ve %34,3'ünün Euro cinsinden olması, söz konusu kur değişimlerinin reel sektör firmaları için önemli bir risk oluşturduğunun bir göstergesidir. Türkiye'nin dış ticaret açığındaki artış, başka bir deyişle ülkenin toplam ithalatının ülkenin toplam ihracatından daha hızlı artması; buna ek olarak reel sektörün yüksek oranda yurtdışı kredi kullanımı, reel sektörün net pozisyon açığını arttırmaktadır (Çizelge 6.12). Pozisyon açığı, döviz borçlarının döviz varlıklarından daha yüksek bir düzeyde olması sonucu oluşmaktadır (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2008).

Çizelge 6.12 : Türkiye’de reel sektörün net pozisyon açığı.

Yıl	2005	2006	2007
Reel Sektörün Net Pozisyon Açığı (milyar ABD Doları)	- 26,55	- 36,50	- 60,75

Reel sektörün net pozisyon açığında gerçekleşen bu hızlı artış, reel sektör firmalarını dövizde daha fazla bağımlı bir duruma getirmekte ve bunun sonucunda kur riskini arttıran faktörlerden biri olmaktadır.

6.7 Türk Bankacılık Sektörünün Genel Değerlendirmesi

Türk bankacılık sektörünün sermaye yeterliliği oranı, 2004 yılından beri sürekli bir düşüş göstermektedir (Çizelge 6.13). Bu düşüşün temel nedeni, Türkiye’de faaliyet gösteren bankaların artan kredi hacmidir. Bununla birlikte 2008 yılı Ocak ayından itibaren geçerli olan bir uygulama ile geçici ve kesin teminat mektupları ile akreditiflerin risk ağırlık değerlerinin yeniden düzenlenmesi, sermaye yeterliliği oranını düşüren diğer bir faktördür. Ancak söz konusu düşüşe karşılık Türk bankacılık sektörünün sermaye yeterlilik oranı, Basel II kriterlerine göre alt sınır

koşulu olan %8 ve hedef oran olan %12'nin oldukça üzerindedir. Sektörün söz konusu oranının, piyasanın olası ani değişimleri sonucu oluşacak kayıpları karşılayabilecek düzeyde olduğu, yapılan senaryo analizleri sonucunda öngörülmektedir (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2008). Söz konusu çizelgede 2008 yılının Ağustos Ayı değeri, diğer tüm yılların yılsonu değeri gösterilmiştir.

Çizelge 6.13 : Türk bankacılık sektöründe SYO.

Yıl	2004	2005	2006	2007	2008
SYO (%)	28,3	23,7	21,8	18,9	17,3

Türk bankacılık sektörünün açık pozisyonu, özellikle yurtdışı kaynaklı kredilerin kullanımının artması ile sürekli bir artış göstermektedir (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2008). Buna karşılık bankalar, açık pozisyonlarını düşürmek üzere bilanço dışı türev ürünlere başvurmakta ve bu şekilde bilanço içi açık pozisyonunu %10'dan daha düşük düzeylere getirebilmektedir (Çizelge 6.14). Bu durum, Türk bankacılık sektörünün kur riski nedeni ile karşılaşılabileceği olası sorunları azaltmaktadır. Söz konusu çizelgede 2008 yılının Ağustos Ayı değeri, diğer tüm yılların yılsonu değeri gösterilmiştir.

Çizelge 6.14 : Türk bankacılık sektörünün döviz pozisyonu.

Yıl	2005	2006	2007	2008
Bilanço İçi Döviz Pozisyonu (milyon ABD Doları)	-1.880	-5.467	-10.511	-13.767
Net Genel Döviz Pozisyonu (milyon ABD Doları)	-97	184	-296	-909

Türk bankacılık sektörünün gayrinakit kredi kullandırımını ise, 2006 yılından itibaren büyük bir değişim göstermemiştir. Bilanço dışında izlenen ve çoğunlukla teminat mektupları ile akreditiflerden oluşan gayrinakit kredilerin toplam hacmi, Çizelge 6.15'de görüldüğü üzere Türkiye'de bankaların toplam bilanço büyüklüğünün yaklaşık %16'sı düzeyinde ve yine Türkiye'de bankaların kullandığı toplam nakit kredilerin %30 ila %35'i düzeyinde seyretmektedir (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2008).

Çizelge 6.15 : Türk bankacılık sektöründe gayrinakit kredi kullanımı.

Yıl	2006	2007	2008
Gayrinakit Krediler / Toplam Bilanço Büyüküğü (%)	15,9	14,9	15,8
Gayrinakit Krediler / Toplam Nakit Krediler (%)	35,4	29,8	30,8

Özellikle inşaat ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların çoğunlukla gereksinim duyduğu gayrinakit kredilerin, 2008 yılı Mart ayı itibarı ile toplam hacminin %65'inin yabancı para cinsinden olduğu görölmektedir (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2008).

7. TÜRKİYE’DE İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN DEĞERLENDİRİLMESİ

7.1 Dünyada İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Gelişim Süreci

Dünya genelinde inşaat sektörü, son on yılda inişli çıkışlı bir süreç göstermekte olup, 1999 yılında hızlı bir büyümenin ardından düşüş sürecine girmiştir. Söz konusu düşüş, 2000 yılında dünya borsalarında yaşanan ani düşüşten ve 2001 yılında gerçekleşen 11 Eylül saldırıları ile Irak savaşı nedeni ile oluşan güvensizlik ortamından kaynaklanmıştır. 2002 yılı itibarı ile 3 trilyon ABD Doları büyüklüğünde olan inşaat sektörü, bu dönemden itibaren tekrar düzelmeye başlayarak yıllık ortalama %5 oranında büyümeye başlamıştır. 2007 yılı itibarı ile 3,5 trilyon ABD Doları büyüklüğünde olan sektörün 2012 yılına kadar her yıl %5 oranında büyümeye devam edeceği öngörülmektedir. ABD ve Avrupa ülkeleri, inşaat sektörünün güçlü olduğu ülkeler olarak ön plana çıkmaktadır. Ancak Çin ve Hindistan’da da inşaat sektörünün hızlı bir gelişim sürecinde olduğu gözlemlenmektedir. 2011 yılına kadar Çin’de inşaat sektörünün yılda ortalama %9 ve Hindistan’da inşaat sektörünün yılda ortalama %12 büyüyeceği tahmin edilmektedir (YEMAR, 2007).

Gayrimenkul sektörü, konut sektörü ve ticari gayrimenkul sektörü olarak iki ana grupta incelenebilir. Ticari gayrimenkul sektörü ise ofis piyasası, perakende piyasası ve sanayi yapıları piyasasından oluşmaktadır. Avrupa Birliği ülkeleri genelinde toplam gayrimenkul yatırım hacmi, 2006 yılı sonu itibarı ile bir önceki yıla göre %39 oranında bir artışla 242 milyar Euro düzeyinde olmuştur (Eurosif, 2007).

Ancak gayrimenkul sektöründe, özellikle 2008 yılı Ekim ayından itibaren etkisini oldukça arttıran küresel ekonomik krizin kaynağı olması nedeni ile gelecek dönemde farklı sistem ve uygulamaların geliştirilmesi beklenmektedir.

Dünya geneline geçmişten bugüne yaşanan ekonomik krizler incelendiğinde, söz konusu krizlerin çoğunun yine gayrimenkul piyasalarından kaynaklandığı görülmekte olup, gayrimenkul piyasalarında oluşan kırılmalar, bankacılık sektörünü de doğrudan etkilemiştir. Söz konusu krizlere örnek olarak Hollanda’da Tulipmania,

İngiltere’de Güney Deniz, Fransa’da Missisipi Balonu ve ABD’de 1929 yılında yaşanan Büyük Buhran gösterilebilir. Benzer şekilde Japonya’da 1990 yılında gerçekleşen ekonomik kriz, gayrimenkul ve hisse senedi piyasasında gerçekleşen kontrol dışı büyüme sonucunda oluşmuştur (Erdönmez, 2005).

7.2 Türkiye’de İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Gelişim Süreci

Türkiye’de inşaat sektörü, son on yılda dünya inşaat sektörünün değişim sürecine benzer bir değişim süreci gerçekleştirmiştir. 1999 yılında İzmit depremi nedeni ile önemli ölçüde bir küçülme yaşayan sektör, Türkiye’de 2001 yılında yaşanan krizden de olumsuz etkilenmiştir. Özellikle 2004 yılından itibaren, ülke ekonomisinin istikrarına bağlı olarak inşaat sektörü de hızlı bir büyüme sürecine girerek 2005 yılından itibaren hem Türkiye ekonomisinin GSYİH büyüme oranından çok daha yüksek büyüme oranları yakalamış; hen de Türkiye’de en hızlı büyüyen sektör durumuna gelmiştir. 2007 yılı sonunda inşaat sektörünün büyüklüğü ise yaklaşık 29,5 milyar TL düzeyindedir (YEMAR, 2007). Türkiye’de inşaat sektörünün büyüklüğünün 1999 yılından itibaren değişim süreci Çizelge 7.1’de gösterilmiştir (YEMAR, 2007; Yenice, 2008).

Çizelge 7.1 : Türk inşaat sektörünün büyüklüğünün değişim süreci.

Yıl	1999	2000	2001	2002	2003
Değişim (%)	-12,5	4,4	-5,5	-5,6	-8,6
Yıl	2004	2005	2006	2007	
Değişim (%)	4,2	21,5	19,4	16,1	

Gayrimenkul sektörünün gelişimi de inşaat sektörünün gelişimine büyük ölçüde bağlı olup, söz konusu sektör Türkiye’de özellikle son 10 yıl içinde önemli ölçüde gelişme göstermiştir. Çizelge 7.1’de de gösterilmiş olduğu üzere özellikle 2005 yılında inşaat sektöründeki büyümenin en önemli nedenlerinden biri, ekonomik büyüme ve enflasyondaki düşüşe bağlı olarak gayrimenkul talebindeki artıştır. Gayrimenkul sektörünün önemli bir özelliği, ülkenin iç kaynakları ile beslenen bir sektör olup, ithalata bağlı olmamasıdır (YEMAR, 2007).

2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonucunda, 2002 yılında Türkiye’de inşaat sektöründe istihdam edilen kişi sayısı bir önceki yıla göre azalmıştır. Ancak Çizelge 7.2’de görüldüğü üzere 2002 yılından itibaren söz konusu değer, bir artış sürecine girmiştir (YEMAR, 2007; Yenice, 2008; DPT Ekonomik Gelişmeler Raporu, 2008).

Söz konusu çizelgeye ek olarak, 2006 yılından itibaren Türkiye’de toplam istihdam edilen kişi sayısını gösteren Çizelge 6.2 de göz önüne alındığında, Türkiye’de inşaat sektörünün toplam istihdamdaki payının arttığı görülecektir. Türk inşaat sektöründe gerçekleşen bu istihdam artışı, Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul yatırımlarının gelecek dönemde devam edeceği şeklinde yorumlanabilir. Söz konusu çizelgede 2008 yılının Temmuz Ayı değeri, diğer tüm yılların yılsonu değeri gösterilmiştir.

Çizelge 7.2 : Türk inşaat sektöründe istihdam.

Yıl	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
İstihdam (bin kişi)	1.110	958	965	1.030	1.173	1.267	1.310	1.402

1950 yılından itibaren Türkiye nüfusu ve kentleşme, hızlı bir artış göstermiştir. Çizelge 7.3’de görüldüğü üzere; 2000 yılı nüfusu 1950 yılı nüfusunun yaklaşık 3,5 katı olup, aynı süre zarfında kent nüfusunun toplam nüfusa oranı da yaklaşık 5 kat artmıştır (YEMAR, 2007).

Çizelge 7.3 : On yıllık dönemlerde Türkiye’de toplam nüfusun ve kent nüfusunun artışı.

Yıl	1950	1960	1970
Toplam Nüfus	20.947.188	27.754.820	35.605.176
Kent Nüfusu	3.035.961	6.125.111	10.905.624
Oran (%)	14,5	22,4	30,6
Yıl	1980	1990	2000
Toplam Nüfus	44.736.957	56.473.035	67.803.927
Kent Nüfusu	17.986.393	33.656.275	44.006.274
Oran (%)	40,2	59,6	65,0

Çizelge 7.4’de görüldüğü üzere, 2001 yılından sonra da Türkiye’de toplam nüfus ve kentleşme oranında gözlemlenen artış süreci devam etmiştir. Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı İnsani Raporu’nda yer alan tahmine göre, 2015 yılında Türkiye nüfusunun 79 milyon kişi, kent nüfusunun ise yaklaşık 57 milyon kişi olması beklenmektedir (YEMAR, 2007). Dünya Bankası’nın tahminine göre ise 2050 yılında Türkiye nüfusu 96,6 milyon kişiye ulaşacaktır. Buna ek olarak, Türkiye’de genç nüfusun toplam nüfusa oranı da dikkat çekici olup, toplam nüfusun %44’lük kısmı 25 yaşın altındadır (Savills, 2008).

Çizelge 7.4 : 2000 yılından sonra Türkiye’de toplam nüfusun ve kent nüfusunun artışı.

Yıl	2001	2002	2003	2004
Toplam Nüfus	68.365.000	69.302.000	70.231.000	71.152.000
Kent Nüfusu	44.619.000	45.595.000	46.575.000	47.559.000
Oran (%)	65,3	65,8	66,3	66,8
Yıl	2005	2006	2007	
Toplam Nüfus	72.065.000	72.974.000	73.875.000	
Kent Nüfusu	48.547.000	49.541.000	50.540.000	
Oran (%)	67,4	67,9	68,4	

Nüfus artışı ve kentleşme ile birlikte özellikle konut talebi artmakta, söz konusu talebin artışı da inşaat ve gayrimenkul sektörlerini canlı tutmaktadır. Bu duruma ek olarak yaşam kalitesinin yükselmesi de konut talebini ve bununla birlikte ticari gayrimenkul talebini arttıran bir faktördür (YEMAR, 2007). 2010 ve 2015 yıllarında Türkiye’de söz konusu olması beklenen kentleşme oranları ve kent nüfusu, Çizelge 7.5’de gösterilmiştir.

Çizelge 7.5 : Gelecekte Türkiye’de beklenen kentleşme oranı ve kent nüfusu.

Yıl	2010	2015
Kent Nüfusu	55.200.000	63.600.000
Kentleşme Oranı (%)	69,0	75,0

Gelecek dönemde nüfus ve kentleşmenin artışının devam edeceği öngörülmesi ile birlikte genç nüfusun toplam nüfus içindeki yüksek payı da göz önüne alındığında, inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin de bu duruma paralel olarak büyümeye devam edeceği tahmin edilmektedir.

Nüfus ve kentleşmede gözlemlenen bu artışın her ne kadar inşaat ve gayrimenkul sektörlerinde büyümenin devam etmesini sağlayacağı öngörülse de, Türkiye’de iç göçün yüksek bir düzeyde olması ve nüfusun ülkenin her bölgesinde eşit dağılmamış olması, gelecek dönemde Türkiye için bir dezavantaj olarak ön plana çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde genellikle; ülkenin en büyük kentinin, ikinci büyük kentinin nüfusundan iki kat daha fazla bir nüfusa sahip olduğu gözlemlenmektedir (YEMAR, 2007). Türkiye’de de büyük kentlere yoğun bir göç gerçekleşmektedir. Ülkemizin en büyük kenti İstanbul’un nüfusu 11 milyon kişiden daha fazla olup, 2000 yılından bu yana her yıl yaklaşık %3 artmıştır. Buna karşılık ülkemizin ikinci büyük kenti olan başkentimiz Ankara’nın nüfusu ise 4 milyon kişi civarındadır

(Savills, 2008). Bu durum, ülkemizin de diğer gelişmekte olan ülkelerde genel olarak gözlemlenen nüfus dağılımına sahip olduğunu göstermektedir.

Türkiye’de gayrimenkul sektörünün gelişiminin devam edeceğinin başka bir göstergesi ise, “Emerging Trends in Real Estate Europe 2007” raporuna göre Avrupa sermayesinin Orta ve Doğu Avrupa’ya kayacağına beklenmesidir. Söz konusu raporda ayrıca, İstanbul’un gayrimenkul alanında en büyük gelişmenin beklendiği Avrupa kenti olarak belirlenmesi, gelecek dönemde Avrupa’lı yatırımcıların İstanbul’da gayrimenkul alma beklentilerini yükseltmektedir (YEMAR, 2007). 2008 yılında aynı rapora göre Moskova birinci sıraya yükselmiş olmasına karşın, İstanbul ikinci sırada bulunmakta olup, avantajlı konumunu korumaktadır (YEMAR, 2008). Gayrimenkul sektörünün son yıllardaki bu gelişiminde, 2006 yılından itibaren yabancıların Türkiye’de mülk sahibi olma hakkına sahip olmaları da etkili olmuştur (Savills, 2008).

Gayrimenkul sektöründe yaşanan bu gelişmelere paralel olarak, Türkiye’de GYO’ların faaliyetleri artmaya başlamıştır. GYO’lar, Sermaye Piyasası Kanunu’na bağlı olarak gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule bağlı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan özel bir portföy yönetim şirketi tipi olup, SPK tarafından düzenlenmektedir. GYO’lar Türkiye’de ilk defa 1996 yılında kurulmaya başlanmıştır (YEMAR, 2007). Çizelge 7.6’da görüldüğü üzere, 2008 yılı Haziran ayı itibarı ile Türkiye’de faaliyet gösteren toplam GYO sayısı 14 olup, söz konusu kurumların toplam portföy değeri 3,3 milyar ABD Doları düzeyine yükselmiştir (YEMAR, 2008). 2002 yılından itibaren hem GYO sayısının hem de söz konusu GYO’ların toplam portföy değerinin sürekli bir artış göstermesi, gayrimenkul sektörünün büyüyeceğinin diğer bir göstergesidir.

Çizelge 7.6 : Türkiye’de faaliyet gösteren GYO’lar ile ilgili bilgiler.

Yıl	GYO Sayısı	Toplam Portföy Değeri (milyon ABD Doları)
2002	9	661
2003	9	845
2004	9	1.030
2005	10	1.645
2006	11	1.756
2007	13	2.471
2008/6	14	3.295

Gayrimenkul sektöründe nakit akışı ve fonlamanın sağlanmasına ek olarak, sektörde doğru fiyatlamaların yapılması ve bununla birlikte doğru bilgilerin sağlanabilmesi için aktif bir ikincil piyasanın oluşturulması büyük önem taşımaktadır. Devlet ve özel sektörün gayrimenkul piyasasını işbirliği içinde yönetmesi, birincil ve ikincil piyasaların daha güçlü olmasını sağlayacaktır (Erdönmez, 2005).

7.3 Sektörel Büyüme Değerleri

Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörlerine gelecek dönemde söz konusu olacak talebin daha doğru bir şekilde tahmin edilebilmesi için, son dönemde söz konusu sektörlerden nüfusun elde ettiği kazanç, söz konusu sektörlerle nüfusun yaptığı harcamalar, yurtiçi ve yurtdışı yerleşik yatırımcıların yaptığı yatırımlar ve kullanılan krediler gibi çeşitli faktörlerin göz önünde bulundurulması önem taşımaktadır.

Türkiye’de çalışan hanehalkı fertlerinin toplam esas iş gelirleri 2002 yılından itibaren bir artış sürecine girmiş olup, bu artışa paralel olarak inşaat ve bayındırlık işlerinden elde edilen gelirler de artmıştır. Çizelge 7.7’de görüldüğü üzere, inşaat ve bayındırlık işlerinden elde edilen gelirin toplam esas iş gelirleri içindeki payı ise, 2002 yılından itibaren %5’in üzerinde gerçekleşmiş olup, 2005 yılında %5,77 ile söz konusu dört yıl içinde en yüksek düzeye ulaşmıştır (TÜİK, 2008). Bu durum, inşaat sektöründe istihdamın ve yatırımların artışının bir nedeni olarak değerlendirilebilir.

Çizelge 7.7 : Türkiye’de çalışan hanehalkı fertlerinin toplam esas iş gelirlerinde inşaat ve bayındırlık işlerinin payı.

Yıl	2002	2003	2004	2005
Toplam Esas İş Geliri (milyar TL)	91,74	114,95	131,66	150,37
İnşaat ve Bayındırlık İşleri (milyar TL)	5,00	6,03	7,07	8,67
Oran (%)	5,45	5,25	5,37	5,77

Kentlerde bulunan hane sayısı da 2002 yılından bu yana sürekli bir artış sürecinde olup, söz konusu hanelerin toplam tüketim harcamalarında konut ve kira harcamalarının payı %29–30 düzeyinde seyretmiştir. Söz konusu değerde önemli ölçüde bir değişme olmamasına karşın, Çizelge 7.8’de görüldüğü üzere bu değer

2007 yılında %30,7 ile 2002 yılından bu yana en yüksek değerine ulaşmıştır (TÜİK, 2008).

Çizelge 7.8 : Türkiye’de hanehalkının toplam tüketim harcamalarında konut ve kira harcamalarının payı.

Yıl	2002	2003	2004
Kentlerde Bulunan Hane Sayısı (milyon)	10,09	10,69	10,93
Toplam Tüketim Harcamasında Konut ve Kira Harcamasının Payı (%)	29,2	30,2	29,1
Yıl	2005	2006	2007
Kentlerde Bulunan Hane Sayısı (milyon)	11,31	11,40	11,98
Toplam Tüketim Harcamasında Konut ve Kira Harcamasının Payı (%)	28,1	29,2	30,7

Söz konusu haneler, birinci grup en yüksek gelir grubu olmak üzere beş adet gelir grubuna eşit olarak bölündüğünde, beşinci gelir grubu hariç tüm gelir gruplarının yıllık toplam harcamalarında konut ve kira harcamalarının payının 2007 yılında, önceki beş yıla göre en yüksek değere ulaştığı görülmektedir (Çizelge 7.9). Bu durum, kentleşmenin artması ve yaşam kalitesinin yükselmesi sonucu konut talebinin artışı, söz konusu talebin artışı ile de kiralara artışı şeklinde yorumlanabilir. İkinci gelir grubunun payında, 2004 yılından itibaren gözlemlenen sürekli artış ile bu grup, diğer gruplara göre en düzenli artışı göstermiştir (Çizelge 7.9). Birinci gelir grubunun payında 2005 yılından itibaren gözlemlenen sürekli artış ise, lüks konut talebinde artış olduğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilir (TÜİK, 2008).

Çizelge 7.9 : Türkiye’de beş farklı gelir grubunun toplam tüketim harcamalarında konut ve kira harcamalarının payı.

Yıl	Toplam	1.Grup	2.Grup	3.Grup	4.Grup	5.Grup
2002	29,2	33,3	32,0	31,0	29,0	26,7
2003	30,2	33,6	33,4	32,0	30,1	27,8
2004	29,1	32,4	32,8	31,3	28,7	26,2
2005	28,1	30,2	33,1	32,1	27,5	24,4
2006	29,2	33,4	33,8	31,6	30,2	24,4
2007	30,7	33,8	35,0	34,3	31,5	25,7

Türkiye’ye son dönemde giren yabancı sermayede inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin payları incelendiğinde ise; her iki sektöre yönelik yatırımların da arttığı, ancak gayrimenkul sektörüne yapılan yatırımların payındaki artışın dikkat çekici olduğu gözlemlenmektedir. Yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye’de doğrudan yatırımlar içinde inşaat sektörünün payı, Çizelge 7.10’da görüldüğü üzere 2005 yılından 2007 yılına kadar artmasına karşın, 2004 yılındaki düzeyine ulaşamamıştır (İSO, 2008).

Çizelge 7.10 : Yurtdışı yerleşik kişilerin Türkiye’de doğrudan inşaat yatırımları.

Yıl	2002	2003	2004
İnşaat (milyon ABD Doları)	3	8	23
Pay (%)	0,48	1,07	1,78
Yıl	2005	2006	2007
İnşaat (milyon ABD Doları)	80	222	259
Pay (%)	0,94	1,26	1,35

Gayrimenkul sektörünün payında ise 2004 yılından 2007 yılına kadar sürekli bir artış gözlemlenmiş olup, Çizelge 7.11’de görüldüğü üzere, söz konusu oran 2007 yılında %4,68 ile 2002 yılından sonra en yüksek düzeye ulaşmıştır (İSO, 2008).

Çizelge 7.11 : Yurtdışı yerleşik kişilerin Türkiye’de doğrudan gayrimenkul yatırımları.

Yıl	2002	2003	2004
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri (milyon ABD Doları)	0	6	3
Pay (%)	0,00	0,81	0,23
Yıl	2005	2006	2007
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri (milyon ABD Doları)	29	99	897
Pay (%)	0,34	0,56	4,68

Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında yaptıkları yatırımlar değerlendirildiğinde ise, söz konusu yatırımların 2002 yılından itibaren artışına paralel olarak inşaat sektöründe yapılan yatırımlar da artmıştır. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında yaptığı toplam yatırımlar içinde ise, Çizelge 7.12’de görüldüğü üzere inşaat sektörünün payı 2002 yılında %1 düzeyinde iken 2006 yılından itibaren %3 düzeyine yükselmiştir (İSO, 2008). Bu durum, Türkiye’de inşaat firmalarının

geliştiği ve özellikle yabancı ülkelerde rekabet güçlerinin arttığı ve bu nedenle söz konusu yatırımların gelecek dönemde artmaya devam edeceği şeklinde yorumlanabilir.

Çizelge 7.12 : Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında doğrudan inşaat yatırımları.

Yıl	2002	2003	2004
İnşaat (milyon ABD Doları)	3	3	22
Pay (%)	1,06	0,59	2,46
Yıl	2005	2006	2007
İnşaat (milyon ABD Doları)	10	53	67
Pay (%)	0,92	3,14	2,94

Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında yaptıkları yatırımlar içinde gayrimenkul sektörünün payı ise, Çizelge 7.13’de görüldüğü üzere 2005 yılından itibaren yeniden artış sürecine girmiş olup, söz konusu yatırımlarda özellikle 2007 yılında büyük bir sıçrama gözlemlenmiştir (İSO, 2008). Bu durum, Türkiye’de gayrimenkul sektörünün gelişmeye başladığının ve özellikle son yıllarda Türkiye’de yatırımcıların maddi olarak güçlü bir konuma geldikleri ve bu nedenle söz konusu yatırımların gelecek dönemde artmaya devam edeceği şeklinde yorumlanabilir.

Çizelge 7.13 : Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında doğrudan gayrimenkul yatırımları.

Yıl	2002	2003	2004
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri (milyon ABD Doları)	0	5	2
Pay (%)	0	0,99	0,22
Yıl	2005	2006	2007
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri (milyon ABD Doları)	1	3	101
Pay (%)	0,09	0,18	4,43

Çizelge 7.14’de görüldüğü üzere, Türkiye’de inşaat sektörüne kullandırılan kredilerin toplam krediler içindeki payının 2005 yılından itibaren dalgalı bir değişim gösterdiği, ancak söz konusu süre içinde genel olarak artış gösterdiği gözlemlenmiştir (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2008). Bu durum, inşaat sektörünün büyüme sürecinde olduğunun ve bu doğrultuda finansman gereksiniminin arttığına bir göstergesidir.

Çizelge 7.14 : Türkiye’de inşaat sektörüne verilen kredilerin toplam krediler içinde payı.

Yıl	2005	2006	2007	03/2008	09/2008
İnşaat Sektörüne Verilen Kredilerin Toplam Krediler İçinde Payı (%)	6,5	6,4	8,5	9,3	9,0

İnşaat sektörüne kullandırılan kredilerin yarısından çoğu YP kredi olup, sektöre kullandırılan toplam krediler içinde YP kredilerin payı düzenli bir değişim göstermemektedir (Çizelge 7.15). Bu durum, özellikle ekonomik kriz dönemlerinde artan kur riskine bağlı olarak, inşaat kredilerini riskli bir duruma getirmektedir. Nitekim 2008 yılı Eylül ayı itibarı ile yabancı para kredilerin payındaki artışın temel nedeni, söz konusu kredi hacminin artması değil, Türk parasının yabancı para karşısında değer kaybetmesidir (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, 2008).

Çizelge 7.15 : İnşaat sektörüne verilen kredilerde YP kredilerin payı.

Yıl	2005	2006	2007	03/2008	09/2008
İnşaat Sektörüne Verilen Kredilerde YP Kredilerin Payı (%)	59,5	50,3	51,0	57,6	55,1

2008 yılı Ağustos ayı itibarı ile reel sektörün yurtdışından sağladığı uzun vadeli kredi hacmi, 2007 yılı sonuna göre artış gösterirken; bu artışa paralel olarak inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin kredi hacimleri de artmıştır (Çizelge 7.16). Buna karşılık inşaat sektörünün payında azalma gözlenirken, gayrimenkul sektörünün payı artmıştır. Bu durum, Türkiye’de gayrimenkul sektörünün hızlı bir büyüme gösterdiğinin diğer bir göstergesi olarak ön plana çıkmaktadır (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, 2008).

Çizelge 7.16 : Türk inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin yurtdışından sağladığı uzun vadeli kredi hacmi.

Yıl	2007 Yılsonu	2008 Ağustos
Reel Sektör Toplam (milyon ABD Doları)	75.083	93.933
İnşaat (milyon ABD Doları)	6.991	7.389
Pay (%)	9,31	7,87
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri (milyon ABD Doları)	11.133	16.280
Pay (%)	14,83	17,33

Türkiye’de inşaat sektörünün yurtdışından kullandığı uzun vadeli krediler, kalan vadelerine göre gruplandığında ise, Çizelge 7.16’da görüldüğü üzere, 2008 yılı Ağustos ayı itibarı ile söz konusu kredilerin yaklaşık %35’lik bölümünün vadesinin 1 yıl içinde, %15’lik bölümünün vadesinin ise 2 yıl içinde dolacağı görülmektedir (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2008).

Çizelge 7.17 : Türk inşaat sektörünün yurtdışından sağladığı uzun vadeli kredilerin kalan vade dağılımı.

Vade (ay)	1–12	13–24	25–36
İnşaat (milyon ABD Doları)	2.584	1.144	1.000
Pay (%)	35	15	14
Vade (ay)	37–60	61–120	120+
İnşaat (milyon ABD Doları)	878	1.540	243
Pay (%)	12	21	3

Gayrimenkul sektörünün yurtdışından kullandığı krediler de benzer şekilde gruplandırıldığında (Çizelge 7.18), inşaat sektörüne benzer şekilde, vadesi 2 yıl ve daha kısa bir sürede dolacak olan kredilerin sektörün toplam kredisinin yaklaşık %50’lik bir bölümünü oluşturduğu görülmektedir (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2008).

Çizelge 7.18 : Türk gayrimenkul sektörünün yurtdışından sağladığı uzun vadeli kredilerin kalan vade dağılımı.

Vade (ay)	1–12	13–24	25–36
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri (milyon ABD Doları)	4.932	3.154	2.458
Pay (%)	30	19	15
Vade (ay)	37–60	61–120	120+
Gayrimenkul, Kiralama ve İş Faaliyetleri (milyon ABD Doları)	2.923	1.868	945
Pay (%)	18	11	5

Dünya piyasalarında yaşanan ekonomik krizin 2009 yılının sonuna kadar etkisini devam ettirmesi öngörüldüğünde, bu süre içinde vadesi dolan kredilerin yenilenmelerinin de zorlaşması beklenmektedir. Bu nedenle söz konusu kredilerin, vadesi 2 yıl ve daha kısa bir sürede dolacak olan %50’lik kısmı, yenilenememe riski taşımakta olup, bu durum inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin gelecek dönemde finansmanında önemli bir risk oluşturmaktadır.

7.4 Türkiye’de Konut Piyasası

Dünyanın birçok gelişmiş ülkesinde konut sektörünün gelişim süreci incelendiğinde; özellikle 1970’li yıllardan itibaren devletlerin teşviği ve kontrolü ile konut finansmanına yönelik yetkili kurumların oluşturulduğu görülmektedir. Söz konusu kurumların kontrolünde, ipoteğe dayalı konut kredileri kullanılmış ve bu kredilere bağlı olarak oluşturulan menkul kıymetlerin ihracı ile konut finansmanı sağlanmıştır (Berberoğlu, Teker, 2005).

İpoteğe dayalı konut kredilerinin menkul kıymetlere dönüştürülmesi, başka bir deyişle menkul kıymetleştirilmesi ile bankaların nakit akışı artmaktadır. Bununla birlikte menkul kıymetleştirme sonucunda bankalar, söz konusu kredileri bilançolarının dışına çıkararak bilançolarının yapısını düzenleme olanağına sahip olmaktadır. Söz konusu menkul kıymetlerin ihracı da, konut kredilerinin ikincil piyasaya taşınmasını sağlamaktadır (Erdönmez, 2005).

Türkiye’de konut sektörünün gelişimi değerlendirildiğinde temel sorun olarak, konut talebini karşılayacak düzeyde konut talebinin olmaması ön plana çıkmaktadır. Bunun nedenleri arasında; nüfus artışı, kırsal kesimlerden büyük kentlere olan göç ve sağlıklı kentleşmeye ek olarak, yerleşmiş bir konut finansman sisteminin

oluşturulamamış olması da bulunmaktadır. Türkiye ekonomisinde uzun bir dönem yaşanan istikrarsızlık, enflasyon ve reel faiz oranlarının yüksekliği gibi faktörler, uzun vadeli kredi kullanımını zorlaştırmıştır (Berberoğlu, Teker, 2005).

Türkiye’de mortgage sistemi, 6 Mart 2007 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe “Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” ile uygulanmaya başlamıştır (YEMAR, 2008). Söz konusu kanun ile konut sektörünün geliştirilmesi ve konut kredisi kullanımının arttırılması amaçlanmış olup, mortgage yöntemi ile konut sahibi olma seçeneği büyük bir talep görmüştür. Söz konusu talep artışında, konut kredisi faizlerinin düşürülmesi de etkili olmuştur. Bu kapsamda Türkiye’de 2007 yılında yapımına başlanan konut sayısı 90.800 düzeyine yükselmiş olup, bu rakam 2005 yılında yalnızca 37.000 düzeyindedir (Savills, 2008).

Konut sektörünün gelişimine paralel olarak, Türkiye’de kullandırılan konut kredileri de 2002 yılından itibaren sürekli bir artış göstermiş olup (Çizelge 7.19), aynı zamanda konut kredilerinin toplam kredilerdeki payı da düzenli bir biçimde artmıştır (Savills, 2008).

Çizelge 7.19 : Türkiye’de konut kredilerinin genel durumu.

Yıl	2002	2003	2004
Konut Kredileri (milyon Euro)	200	500	1.500
Toplam Krediler İçinde Pay (%)	1,0	1,5	2,7
Yıl	2005	2006	2007
Konut Kredileri (milyon Euro)	7.500	13.000	17.000
Toplam Krediler İçinde Pay (%)	8,0	10,3	11,2

Ancak Türkiye’de konut kredisi faizlerinin 2008 yılı sonu itibarı ile yıllık %18 seviyelerinde olması, Türkiye’de konut kredisi kullanımını zorlaştırmaktadır. Nitekim 2006 ve 2007 yıllarında bazı Avrupa ülkelerinde gerçekleşen konut kredisi kullanımları göz önüne alındığında (Çizelge 46), Türkiye’de konut kredisi kullanımının (Çizelge 7.20) artış sürecinde olmasına karşın hala düşük bir düzeyde olduğunu göstermektedir (Yenice, 2008).

Çizelge 7.20 : Bazı Avrupa ülkelerinde konut kredilerinin toplam kredilerde payı.

Ülke	2006	2007
İngiltere	22,6	18,9
Almanya	32,0	30,8
Fransa	30,2	29,8
Yunanistan	31,3	31,8
Portekiz	39,8	39,2

Türkiye’de konut piyasasının diğer birçok Avrupa ülkesinin düzeyine ulaşmaması, her ne kadar konut kredilerinden kaynaklanan küresel ekonomik krizin Türkiye’yi doğrudan etkilememesini sağlamış olsa da, gelecek dönemde Türkiye’de konut sektörünün gelişimi için kontrollü bir konut finansman sistemi ve buna bağlı olarak gelişmiş bir ipotek piyasasının oluşturulması önem taşımaktadır.

7.4.1 Türkiye’de konut sektörünün inşaat sektörü içindeki payı

Konut sektörü, gösterdiği bu hızlı büyüme ile Türkiye’de inşaat sektörünün önemli bir kısmını oluşturmaktadır. TOKİ, 1983 yılından 2002 yılına yalnızca 43 bin konut üretmiş olup, 2002 yılından 2006 yılına kadar ise 300 bin konut üretmiştir (Yenice, 2008). 2007 yılı itibarı ile ise Türkiye’de inşaat yatırımları içinde konut yatırımlarının payı %51,8 düzeyindedir (YEMAR, 2008).

Türkiye’de 2008 yılının ilk dokuz ayı içerisinde başlayan en büyük 250 inşaat projesi içinde 101 projenin TOKİ’ye ait olması, konut sektörünün inşaat sektöründeki önemli payının başka bir göstergesidir. Söz konusu 101 projenin toplam bedeli 2 milyar 460 milyon TL düzeyinde olup, bu değer söz konusu 250 inşaat projesinin toplam bedeli içinde payı % 37,4 düzeyindedir. Söz konusu 250 inşaat projesi içinde en büyük 20 proje Çizelge 7.21’de gösterilmiş olup, bu 20 projeden 8’i TOKİ’ye aittir (Yenice, 2008).

Çizelge 7.21 : Türkiye’de 2008 yılının ilk 9 ayı içinde başlayan en büyük 20 inşaat projesi.

Sıra	Proje Sahibi	Proje	Proje Bedeli (milyon TL)
1	TCDD	Ankara-Sivas Demiryolu Projesi	839,7
2	EGO	Ankara Metrosu Elektromekanik İşi	341,2
3	EÜAŞ	Afşin Elbistan Linyitleri Dekapaj İşi	119,0
4	İBB	Vatan Cad.-Zincirlikuyu Metrobüs Projesi	115,3
5	Ankara Valiliği	Ortaöğretim Onarımları Paket-38	95,4
6	TOKİ	Erciyes Üniv. 1224 Konut	86,8
7	DSİ	Artvin Erzurum Yolu II. Kısım İnşaatı	82,2
8	TOKİ	Yenimahalle 960 Konut	77,8
9	TOKİ	Gölbaşı Örencik 5. Etap 1062 Konut	72,3
10	TKİ	Tunçbilek 38 Milyon m3 Dekapajı	72,2
11	TOKİ	Bursa Hamitler 2.Etap Okul ve Sosyal Tesisler	67,7
12	TOKİ	Çanakkale Kepez 960 Konut	65,3
13	DSİ	Şırnak-Silopi Barajı	60,7
14	TCDD	2 Feribot Alımı, İşkele Onarımı ve Tesis Yapımı	60,5
15	ETİ Maden	Kırka IV. Boraks Pentahidrat Tesisi	58,8
16	DSİ	Cumhuriyet Arıtma Tesisi, İkmal İnşaatı Yapımı	59,8
17	İBB	Kağıthane Tüneli ve Yol İnşaatı	58,5
18	TOKİ	Gaziantep Çıksorut 1.Etap 976 Adet Konut	58,2
19	TOKİ	İzmir-Buca 2.Bölge Konut, Okul	54,8
20	TOKİ	Sakarya 400 Yataklı Devlet Hastanesi	54,5

Türkiye’de konut sektörünün inşaat sektörü içinde çok önemli bir paya sahip olduğunun diğer bir göstergesi ise, konut projelerinin yüksek proje bedellerine sahip olmalarıdır. Türkiye’de son 5 yıl içinde yapımına başlanan konut projelerinden en büyük 10 tanesi Çizelge 7.22’de gösterilmiştir. Çizelge 7.21 ile Çizelge 7.22 karşılaştırıldığında, son beş yılda yapımına başlanan en büyük 7 konut projesinin, 2008 yılının ilk dokuz ayında yapımına başlanan tüm inşaat projelerinden daha büyük olduğu görülmektedir (Yenice, 2008).

Çizelge 7.22 : Türkiye’de son 5 yılda yapımına başlanan en büyük 10 konut projesi.

Sıra	Proje Sahibi	Proje	İl	Proje Bedeli (milyon TL)
1	Ağaoğlu	Milas Turizm Kompleksi	Muğla	6.117,0
2	Eston Yapı	Eston Deniz	İstanbul	1.438,0
3	Garanti Koza + Akkök + Corio	West Akkoza Konut	İstanbul	1.307,8
4	Emlak Konut GYO	Ispartakule 1-2. Bölge	İstanbul	1.084,9
5	KKG Grup	Büyükçekmece Pelikan Hill	İstanbul	980,8
6	Emaar Türkiye	Toskana Vadisi	İstanbul	915,5
7	Emaar Türkiye	Merter Otel Residence	İstanbul	876,9
8	Ağaoğlu	Ataşehir Konut Projesi	İstanbul	834,3
9	Emlak Konut GYO	My World	İstanbul	810,0
10	Eston Yapı + Enelka	Marincity	İstanbul	808,4

7.4.2 Türkiye konut sektöründe İstanbul'un payı

Çizelge 7.22 incelendiğinde, konut yatırımlarının ağırlıklı olarak İstanbul'da gerçekleştiği görülmektedir. Nitekim son beş yılda yapımına başlanan en büyük 250 konut projesinin 130 tanesi İstanbul'da gerçekleşmektedir. Söz konusu 250 konut projesinin toplam proje bedeli 44 milyar 739 milyon TL olup, bu projelerden İstanbul'da gerçekleştirilenlerin toplam bedeli ise yaklaşık 28 milyar TL düzeyindedir. Bu kapsamda Türkiye'de son beş yılda yapımına başlanan tüm konut projelerinde İstanbul'un payı % 62 düzeyindedir (Yenice, 2008).

Özellikle İstanbul'da konut talebinin artışında, yalnızca yaşam kalitesinin yükselmesi sonucu konut büyüklüğü ve lüks yaşam standartları etkin olmayıp, İstanbul'un deprem bölgesinde olması ve bu nedenle insanların güvenliği göz önünde bulundurmaları da etkili olmaktadır. Tüm bu nedenlerden dolayı İstanbul'da konut fiyatları hızlı bir yükseliş göstermiştir (Savills, 2008).

Çizelge 7.23 : İstanbul'da yeni yapılan konutların ortalama yaklaşık metrekare fiyatı.

Yıl	2002	2003	2004	2005
Metrekare Fiyatı (Euro)	700	725	950	1.200
Yıl	2006	2007	2008	
Metrekare Fiyatı (Euro)	1.580	1.800	1.900	

2002 ve 2008 yılları arasında, İstanbul'da yeni yapılan konutların metrekare fiyatı Çizelge 7.23'de gösterilmiş olup, söz konusu yıllar arasında yıllık ortalama artış %19'a denk gelmektedir. Buna karşılık, nüfusun yüksek gelir grubunu oluşturan kısmı, metrekare fiyatları 5000 ile 7000 Euro arasında değişen konutlara talep göstermektedir (Savills, 2008).

7.5 Türkiye'de Ofis Piyasası

Türkiye'de konut piyasasından çok büyük bir pay alan İstanbul, kentleşme ve iş hacimlerinin artışına bağlı olarak Türkiye'nin ofis piyasasında da çok önemli bir yere sahiptir. 2008 yılında dünyada ofis maliyetlerinin en yüksek olduğu 10 bölgenin ve ayrıca İstanbul'un, 2007 yılına göre yıllık ortalama ofis maliyeti artış değerleri Çizelge 7.24'de gösterilmiştir. İstanbul'da ofis maliyetleri 2007 yılına göre % 43,8

gibi yüksek bir artış göstermiştir. Söz konusu artış oranı, ilgili çizelgede sekizinci sırada bulunan Palo Alto ve onuncu sıradaki Oslo dışındaki diğer sekiz ülkeden daha yüksektir. Bu durum, İstanbul’da ofis piyasasının gelecek yıllarda daha çok gelişeceğinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir (YEMAR, 2008).

Çizelge 7.24 : Dünyada ofis maliyetlerinin en yüksek olduğu 10 bölge ve İstanbul’da 2008 yılında ofis maliyetlerinin artışı.

Sıra (2008)	Sıra (2007)	Bölge	Yıllık Maliyet Artışı (%)
1	1	Londra (Batı)	34,0
2	2	Hong Kong	27,0
3	4	Londra (Merkez)	17,0
4	3	Paris	15,0
5	8	Tokyo	15,5
6	6	Dublin	14,7
7	5	New York	3,7
8	20	Palo Alto	50,0
9	9	Frankfurt	25,5
10	23	Oslo	56,7
84	105	İstanbul	43,8

İstanbul’da ofis talebinin hızlı bir şekilde artması, ancak buna karşılık yeterli düzeyde ofis arzının söz konusu olmaması, mevcut ofislerin boşluk oranlarını önemli ölçüde azaltmıştır. Görünür bir konumda olma, kolay erişimin olması, en fazla 10 yıllık olması, yeterli otopark kapasitesi, taban alanının büyüklüğü ve alan brüt alan kayıp oranı gibi kalite kriterleri göz önüne alınarak yapılan sınıflamaya göre, yüksek kaliteyi temsil eden A sınıfı ofis binalarının İstanbul’un Avrupa ve Anadolu yakalarına göre boşluk oranları Çizelge 7.25’de belirtilmiştir (Colliers International, 2008).

Çizelge 7.25 : İstanbul’da 3 aylık dönemlerde A sınıfı ofislerin boşluk oranları.

Bölge	2007 (I)	2007 (II)	2007 (III)	2007 (IV)	2008 (I)	2008 (II)
Avrupa Yakası (%)	11,0	8,0	7,0	4,0	1,5	1,4
Anadolu Yakası (%)	16,5	16,7	15,9	14,0	4,0	4,5

Söz konusu çizelgede görüldüğü üzere, 2008 yılının ikinci çeyreğinde İstanbul'un her iki yakasında da boşluk oranları, 2007 yılının ilk çeyreğine göre oldukça azalmıştır.

İstanbul'da ofis talebinin bu artışı karşısında ofis kiralari da, Çizelge 7.26'da görüldüğü üzere 2007 yılının başından itibaren hızlı ve sürekli bir yükseliş sürecine girmiştir (Colliers International, 2008).

Çizelge 7.26 : İstanbul'da 3 aylık dönemlerde A sınıfı ofislerin metrekare başına aylık ortalama kira değerleri.

Bölge	2007 (I)	2007 (II)	2007 (III)	2007 (IV)	2008 (I)	2008 (II)
Avrupa Yakası (ABD Doları)	16,0	17,5	21,0	22,0	27,5	33,0
Anadolu Yakası (ABD Doları)	14,5	15,5	17,5	18,5	19,5	24,5

Gelecek yıllarda, İstanbul çevresinde lojistik ve sanayi bölgelerinin artacağı beklenmesi göz önüne alındığında, İstanbul'da ofis talebinin artmaya devam edeceği öngörülmektedir (Colliers International, 2008). Söz konusu artış, Türkiye'de inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin gelecek yıllarda gelişmeye devam etmesini sağlayacak önemli faktörlerden biri olarak ön plana çıkmaktadır.

7.6 Türkiye'de Perakende Piyasası

Kentleşmenin artışı ile birlikte kişisel gelirlerin ve satın alma gücü yüksek hane halkı sayısının da artması, perakende sektörünü geliştiren temel faktörlerdir. Büyüyen perakende pazarı ile birlikte, organize perakende pazarının da büyüyerek toplam perakende pazarı içindeki payını arttırması alışveriş merkezi yatırımlarının artmasına neden olmaktadır (YEMAR, 2008). 2002 ve 2007 yıllarında Türkiye'de perakende pazarının büyüklüğü ve organize perakende pazarının payı Çizelge 7.27'de karşılaştırılmıştır (Colliers International, 2008).

Çizelge 7.27 : 2002 ve 2007 yıllarında Türkiye'de perakende pazarı ile ilgili bilgiler.

Yıl	2002	2007
Toplam Perakende Pazarı (milyar ABD Doları)	86,7	221,6
Organize Perakende Pazarının Payı (%)	28	35

2008 yılı sonu itibarı ile Türkiye genelinde alışveriş merkezlerinin toplam kiralanabilir alanları 4,85 milyon metrekare düzeyindedir. Türkiye genelinde yalnızca 31 ilde alışveriş merkezi bulunmakta olup, bu illerden İstanbul, Ankara ve İzmir’de toplam 84; diğer 28 ilde toplam yalnızca 70 alışveriş merkezi bulunmaktadır (YEMAR, 2008). Bu durum, Türkiye’de kentleşmenin düzenli dağılmamasından kaynaklanmaktadır.

Nitekim alışveriş merkezi yatırımları, genel olarak lüks konut projelerinin yer aldığı ve merkezi iş alanlarına yakın bölgelerde gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle, alışveriş merkezi piyasasının da en önemli kısmını İstanbul oluşturmakta olup, 2008 yılının ilk yarısı itibarı ile Türkiye’deki toplam alışveriş merkezlerinin % 48’i İstanbul’da faaliyet göstermektedir. İstanbul’da bugün 54 adet alışveriş merkezi bulunmakta olup; buna ek olarak 36 alışveriş merkezi yapım aşamasında, 31 alışveriş merkezi de planlama aşamasındadır. İstanbul’da alışveriş merkezlerinin metrekare başına aylık ortalama kiralari 20 ABD Doları ile 100 ABD Doları arasında değişmektedir. Çizelge 7.28’de görüldüğü üzere; İstanbul’da alışveriş merkezi toplam kiralanabilir alan büyüklüğü artmaya devam etmekte olup, söz konusu değerin gelecek yıllarda da artmaya devam etmesi beklenmektedir (Colliers International, 2008). Çizelgede 2008 yılından itibaren belirtilen değerler, tahmini değerlerdir.

Çizelge 7.28 : İstanbul’da alışveriş merkezlerinin toplam kiralanabilir alan büyüklüğü.

Yıl	2001	2002	2003	2004	2005
Toplam Kiralanabilir Alan (bin metrekare)	400	500	700	750	950
Yıl	2006	2007	2008	2009	2010
Toplam Kiralanabilir Alan (bin metrekare)	1.000	1.250	2.050	2.400	2.450

Türkiye’de gelecek yıllarda kentleşmenin artmaya devam edeceğinin beklenmesi, organize perakende piyasasının büyümesi ve Türkiye alışveriş merkezi piyasasının yaklaşık yarısını oluşturan İstanbul’da yeni yatırımların planlanması gibi faktörler göz önüne alındığında; alışveriş merkezi pazarının büyüyerek devam edeceği sonucuna varılabilir. Söz konusu pazarın büyümesi, Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin gelişimine önemli ölçüde yarar sağlayacak faktörlerden biridir.

8. KREDİ DERECELENDİRME YÖNTEMİNİN ANALİZİ

Bölüm 4.2’de söz edildiği gibi, kredi derecelendirme analizi nitel ve nicel analizden oluşmaktadır. Bu çalışma kapsamında oluşturulan modelin nitel analiz bölümünü endüstri riski, faaliyet ortamı ve pazar durumu analizleri oluşturmaktadır. Nicel analiz bölümünü ise firmanın büyüklüğü, likidite oranları, karlılık, nakit akışı ve faiz karşılama oranı, sermaye yapısı ve finansal kaldıraç oranları analizleri oluşturmaktadır.

Çizelge 8.1 : Çalışma kapsamında yapılacak derecelendirmede göz önüne alınacak nitel ve nicel faktörler.

Nitel (Kalitatif) Analiz	Nicel (Kantitatif) Analiz
Endüstri Riski	Likidite Oranları
Faaliyet Ortamı	Karlılık
Pazar Durumu	Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı
	Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç

8.1 Nitel Analiz

8.1.1 Endüstri riski

Endüstri riski analizi kapsamında, faaliyet gösterilen sektörün temel yapısı incelenir. Bu kapsamda, söz konusu sektörün ülkede veya dünya genelinde düşüşte veya yükselişte olması, sektörün ekonomide yaşanan değişikliklerden etkilenme derecesi, sektörde rekabetin yoğun olması veya yüksek giriş engelleri olan bir sektörün söz konusu olması, sektörde uluslar arası rekabetin derecesi gibi etmenler göz önüne alınmaktadır. Özellikle ekonomik gelişmelere fazlası ile duyarlı olan ve istikrarın sağlanamamış olduğu sektörlerde faaliyet gösteren firmaların derecelendirme notu belirlenirken endüstri riski analizi bir üst sınır oluşturmaktadır (Url -3).

8.1.2 Faaliyet ortamı

Faaliyet gösterilen sektörde söz konusu olan büyüme potansiyeli ve beklentileri, sektörü oluşturan ürün gruplarının doygunluk düzeyi gibi etmenler, faaliyet ortamı analizi kapsamında ele alınabilmektedir. Söz konusu etmenler, sektörde faaliyet gösteren firmaların sermaye yatırım düzeylerini yapılandırmaktadır (Url -3).

8.1.3 Pazar durumu

Firmanın piyasaya sunduğu ürün çeşitliliği ve söz konusu ürünlere olan hakimiyeti, firmanın karlılığını önemli ölçüde etkileyen etmenlerdir (Url -3). Buna ek olarak, firmaların uluslar arası piyasalarda faaliyet göstermeleri de pazardaki güçlerini arttırıcı bir faktör olarak ön plana çıkmaktadır (Moody's Investor Service, 2006). Ancak bu çalışma, belli bir firmaya odaklanmak yerine Türkiye'nin inşaat ve gayrimenkul sektörü üzerine olduğu için, uluslar arası piyasa faktörü göz önüne alınmamıştır.

Buna karşılık, özellikle ekonomik krizlerin yaşandığı ülkelerde, mevcut sermaye tutarlarından çok daha yüksek tutarlarda borçlanan firmaların kredi limitlerinin gayrimenkul değerlerine bağlı teminatlara göre belirlenmesi sıkça gözlemlenen bir durum olmuştur. Ancak söz konusu gayrimenkullerin değerlerinin düşmesi durumunda, firmaya kullandırılan krediler yeterli düzeyde teminatlandırılmamış olacak ve bu durum bankalar için de bir risk oluşturacaktır (Erdönmez, 2005). Bu nedenle, çalışma kapsamında incelenen firmaların sahip olduğu gayrimenkullerin defter değerleri ve ekspertiz değerleri, yapılan derecelendirmede göz önüne alınmıştır. İncelenen firmaların gayrimenkul sektöründe faaliyet gösterdikleri de göz önüne alındığında, gayrimenkullerde oluşacak değer düşüklüklerinin yalnızca firmaların kredi teminat yapılarını değil, aynı zamanda satış ve kiralama faaliyetlerini etkileyeceği de göz ardı edilmemelidir.

8.2 Nicel Analiz

8.2.1 Likidite oranları

Firmaların, kısa vadeli faaliyetleri kapsamında ürettikleri ürün veya sundukları hizmete karşılık alıcılarından gerçekleştirecekleri tahsilatlardan önce tedarikçilerine ödeme yapma yükümlülüklerinin olması durumunda, kısa vadeli borçlanma

gereksinimi ortaya çıkmaktadır (Damodaran, 2001). Likidite oranları ile bir firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün ölçülmesi amaçlanmakta olup, bu kapsamda firmanın dönen varlıkları ile kısa vadeli borçları arasındaki ilişkinin analizi yapılmaktadır (Akgüç, 2006). Likidite oranları kapsamında en çok kullanılan iki oran; cari oran ve asit-test oranıdır (Damodaran, 2001).

Cari oran, bir firmanın dönen varlıklarının kısa süreli yabancı kaynaklarına oranlanması sonucu bulunur (Damodaran, 2001):

$$\text{Cari Oran} = \text{Dönen Varlıklar} / \text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar} \quad (8.1)$$

Güçlü bir firmada cari oranın en az 2 olması beklenmektedir. Ancak cari oranın çok yüksek olması da firmalar için bir dezavantaj oluşturabilmektedir. Bunun nedeni, bir firmanın stoklarının da dönen varlıkları içinde değerlendirilmesi ve stokların satışında zorlukların olması sonucunda elde kalan stokların cari oranı yükseltmesidir. Bu doğrultuda, asit-test oranının önemi ön plana çıkmaktadır. Asit test oranı kapsamında, dönen varlıklar içinde nakde çevrilmesi nispeten daha zor olan stoklar ve benzeri kalemler, göz önüne alınmamaktadır. Bu doğrultuda asit-test oranı aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Gürsoy, 2007):

$$\text{Asit-test Oranı} = (\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Değerler} + \text{Alacaklar}) / \text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar} \quad (8.2)$$

Stokların likidite oranları üzerindeki söz konusu etkisi göz önüne alındığında, stoklar kaleminin oluşturulmasının önemi de ön plana çıkmaktadır. Bir varlığın bilançoda stok olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceği, firmanın faaliyetleri ve söz konusu varlığın kullanım amacına bağlıdır. Örneğin herhangi bir sanayi faaliyeti gerçekleştiren bir firma için binalar bir duran varlık olarak değerlendirilirken, bina alım ve satımı alanında faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi işletmelerde bu amaçla kullanılan binalar stok olarak değerlendirilebilmektedir (Akgüç, 2006).

8.2.2 Karlılık

Karlılığın değerlendirilmesi kapsamında faaliyet karı, faaliyet marjı, faaliyet marjı stabilitesi, aktif karlılığı (ROA) ve özkaynak karlılığı (ROE) değerlendirilebilir.

Faaliyet karı, bir firmanın piyasada gösterdiği temel faaliyetleri sonucu elde ettiği kar olup, firmanın brüt satış gelirinden; genel yönetim giderleri, satış ve pazarlama

giderleri ile araştırma ve geliştirme giderleri gibi firmanın faaliyetleri ile ilgili giderlerin çıkarılması sonucu elde edilmektedir (Akgüç, 2006). Finansman giderleri ve vergi gibi giderler, faaliyet karının belirlenmesinde göz önüne alınmamaktadır.

Faaliyet karı, faiz ve vergi öncesi kar (EBIT) olarak da bilinmekte olup, bir firmanın gelir oluşturma gücünün ve işletme giderlerini ne düzeyde kontrol edebildiğinin bir göstergesidir. Ayrıca, firmaya kaynak sağlayan yatırımcıların ve finansal kurumların firmadan gelir beklentileri, firmanın faaliyet karına bağlı olmaktadır. (Gürsoy, 2007). Faaliyet karına, ilgili dönem için geçerli olan amortisman ve itfa tutarlarının eklenmesi ile ise faiz, vergi, amortisman ve itfa öncesi kar olan EBITDA değerine ulaşılır (Damodaran, 2001).

Faaliyet karı değerinden yola çıkılarak, faaliyet marjı değeri bulunur. Faaliyet marjı, faaliyet karının ciroya, başka bir deyişle toplam satış gelirlerine oranıdır (Moody's Investor Service, 2006):

$$\text{Faaliyet Marjı} = \text{Faaliyet Karı} / \text{Satış Gelirleri} \quad (8.3)$$

Faaliyet marjının stabilitesi ise birbirini takip eden belli dönemlerde söz konusu olan faaliyet marjının standart sapmasıdır (Moody's Investor Service, 2006).

Diğer bir karlılık oranı, aktif karlılığıdır. Aktif karlılığı, bir firmanın finansman giderlerinin etkisi göz önüne alınmadan, aktiflerinden ne düzeyde kar ettiğinin göstergesidir (Damodaran, 2001):

$$\text{Aktif Karlılığı} = (\text{Faaliyet Karı} \times (1 - \text{Vergi Oranı})) / \text{Toplam Varlıklar} \quad (8.4)$$

Vergi giderinin göz önüne alınmaması durumunda aktif karlılığı, faaliyet karının toplam varlıklara oranı olacaktır.

Karlılık oranları kapsamında son olarak özkaynak karlılığı incelenecektir. Özkaynak karlılığı, firmanın yatırımcıları açısından karlılığın bir ölçüsü olup, aktif karlılığında olduğu gibi firmanın genel karlılığı ile ilgili değildir. Bu nedenle söz konusu oran hesaplanırken, faaliyet karı yerine net dönem karı göz önüne alınmaktadır. Özkaynak karlılığı, firmanın net dönem karının firmanın özkaynaklarına oranıdır (Damodaran, 2001):

$$\text{Özkaynak Karlılığı} = \text{Net Dönem Karı} / \text{Özkaynaklar} \quad (8.5)$$

8.2.3 Nakit akışı ve faiz karşılama oranı

Bir firmanın nakit akışı, belli bir dönem içinde firmaya giren nakit giriş ve çıkışları ile ilgili olup, firmanın ilgili dönemde elde ettiği kardan farklı bir kavramdır. Bu nedenle, firmaların değerlendirilmesinde bilanço ve gelir tablosuna ek olarak, nakit akım tablosu da önem taşımaktadır. Gelir tablosunda yer alan bazı kalemler nakit hareketi oluşturmadığı gibi, nakit akım tablosunda bulunan bazı kalemler de gelir tablosunda gösterilmez. Gelir tablosunda yer alıp nakit hareketi oluşturmayan kalemlere örnek olarak, tahakkuk etmiş gelirler, amortisman, şüpheli alacaklar karşılığı gibi kalemler gösterilebilir. Buna karşılık firmanın hisse senedi ve tahvillerinin piyasaya çıkarılması, firmanın borçlarını ödemesi gibi nakit hareketi oluşturan işlemler de gelir tablosunda bulunmaz (Akgüç, 2006).

Bir firmanın belir bir dönem içinde gerçekleştirdiği ana faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışı, yatırımlarından kaynaklanan nakit akışı ve finansman işlemlerinden kaynaklanan nakit akışının toplamı, firmanın o dönem içindeki net nakit akışını oluşturur (Gürsoy, 2007):

Net Nakit Akışı = Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı + Yatırımlardan Kaynaklanan Nakit Akışı + Finansman İşlemlerinden Kaynaklanan Nakit Akışı **(8.6)**

Net nakit akışının hesaplanması doğrultusunda ana faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı hesaplanırken, vergi öncesi kar değerinden yola çıkılır ve öncelikle bu değere amortisman, şüpheli alacaklar karşılığı gibi nakit hareketi oluşturmayan değerler eklenir. Daha sonra bu değere stoklar, ticari borç ve alacaklar gibi kalemlerdeki değişimler eklenerek ana faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı elde edilir (Gürsoy, 2007).

Net nakit akışı değerine ek olarak, serbest nakit akışı değeri de firmaların değerlendirilmesinde önem taşımaktadır. Serbest nakit akışı, firmanın ana faaliyetleri, yatırımları ve vergi ödemelerinden kaynaklanan nakit çıkışlarından sonra, finansal işlemlerden kaynaklanan nakit hareketi öncesi firmanın sahip olduğu nakit tutarıdır (Damodaran, 2001).

Serbest nakit akışı hesaplanırken, net nakit akışından farklı olarak, vergi öncesi kar yerine faaliyet karından yola çıkılmaktadır (Gürsoy, 2007). Bu kapsamda bir firma için serbest nakit akışı, firmanın faaliyet karına yatırımlardan kaynaklanan nakit akışının eklenmesi sonucu elde edilir (Damodaran, 2001):

$$\text{Serbest Nakit Akışı} = \text{Faaliyet Karı} + \text{Yatırımlardan Kaynaklanan Nakit Akışı} \quad (8.7)$$

Bu çalışma kapsamında oluşturulan modelde serbest nakit akışı hesaplanırken, faaliyet karına öncelikle amortisman, şüpheli alacaklar karşılığı gibi nakit hareketi oluşturmayan değerler eklenmiş olup; elde edilen bu düzeltilmiş değer üzerine yatırımlardan kaynaklanan nakit akışı eklenmiştir.

Serbest nakit akışı, alacaklılar ve hisse senedi sahipleri gibi firmaya finansman sağlayan kişilere ödenebilecek nakit tutarı için bir gösterge niteliğinde olup, firmanın pazar değerinin belirlenmesinde rol oynamaktadır (Gürsoy, 2007).

Firmaların değerlendirilmesinde göz önünde alınan diğer bir kriter olarak faiz karşılama oranı ön plana çıkmaktadır. Faiz karşılama oranı, firmanın elde ettiği faaliyet karı ile, borçlarından doğan faiz ödemelerini gerçekleştirme gücünü göstermekte olup, faaliyet karının faiz giderlerine bölünmesi ile elde edilmektedir (Damodaran, 2001):

$$\text{Faiz Karşılama Oranı} = \text{Faaliyet Karı} / \text{Faiz Giderleri} \quad (8.8)$$

8.2.4 Sermaye yapısı ve finansal kaldıraç

Faiz karşılama oranı değeri, her ne kadar firmanın borçlarına ilişkin faiz ödemeleri ile ilgili bir gösterge olsa da, firmanın borcunun anaparasını geri ödeme gücü ile ilgili bir gösterge değildir. Bu kapsamda firmanın sermaye yapısının incelenmesi önem kazanmaktadır (Damodaran, 2001).

Firmalar yüksek oranda borçlanmaları durumunda, düşük bir sermaye ile yüksek hacimde bir varlığa sahip olmuş olurlar. Bu kapsamda, faaliyetlerden elde edilen karın artması ve söz konusu artışın borçlanmanın neden olduğu finansman giderlerinden daha yüksek bir düzeyde olması, firma için olumlu bir sonuç olur. Başka bir deyişle firma karlılığını arttırarak, finansal kaldıraçın olumlu etkisinden yararlanmış olur. Ancak borçlanmanın yüksek olması, firmanın riskli bir biçimde finansman kaynağı sağladığının bir göstergesi olup, gelecekte finansal yönden zor duruma düşme olasılığını arttırmaktadır. Bunun sonucunda ise, kredi veren kuruluşlar için güvensiz bir durum ortaya çıkar ve firmanın yeni kredi bulması zorlaşır (Akgüç, 2006). Bu kapsamda firmanın borç-özkaynak oranı, firmaların değerlendirilmesinde sıkça kullanılan bir faktördür (Damodaran, 2001):

$$\text{Borç-Özkaynak Oranı} = \text{Toplam Borç} / \text{Toplam Özkaynaklar} \quad (8.9)$$

Söz konusu orana ek olarak, yalnızca finansal borçların özkaynaklara bölünmesi sonucu elde edilen finansal borç-özkaynak oranı da firmaların kredibilitesinin belirlenmesinde göz önünde bulundurulabilecek diğer bir göstergedir. Söz konusu oran, firmanın banka kredisi kullanma düzeyi ile ilgili bir göstergedir (Akgüç, 2006). Son olarak, kardan ayrılmış ve kısıtlanmış yedeklerin, başka bir deyişle yedek akçelerin özkaynaklara oranının incelenmesi, firmanın faaliyetlerindeki başarı düzeyinin bir göstergesi olabilmektedir. Nitekim söz konusu oranın yüksek olması, firmanın özkaynaklarının büyük bir kısmını kendi faaliyetleri sonucu oluşturduğunu göstermekte olup, firma için olumlu bir durumdur. Ancak bazı firmaların yedek akçelerini düşük tutarak sermaye artırımına gitmeleri, söz konusu oranı düşük gösterebilmektedir. Bu kapsamda, söz konusu oranın değerlendirilmesinde sermaye artırımının olup olmadığı da göz önünde bulundurulmalıdır (Akgüç, 2006).

9. TÜRK İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRLERİ İÇİN BİR KREDİ DERECELENDİRME MODELİ

9.1 Modelin Genel Yapısı ve Model Kapsamında İncelenen Firmaların Seçiminde Göz Önünde Bulundurulacak Etmenler

Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörlerine yönelik bir kredi derecelendirme notunun belirlenmesi amacı ile yapılan bu çalışma kapsamında Moody’s, Fitch Ratings ve Standard & Poor’s firmalarının kredi derecelendirmede göz önünde bulundurdıkları kriterlerin ve kullanmakta oldukları notların göz önüne alınması ile özgün bir model kurulmuştur. Her üç derecelendirme kuruluşunun da kullanmakta olduğu derecelendirme notları ve bu notların karşılık gelen risk dilimlerinin temel alınması ile bir notlandırma skalası oluşturulmuştur. Oluşturulan model kapsamında, İMKB’de işlem gören beş adet GYO incelenmiştir. Söz konusu GYO’lardan üç adedi, Türkiye’nin önde gelen inşaat firmalarından üçüne ait olup, iki adedi ise Türkiye’nin önde gelen bankalarından ikisine aittir. Firmaların değerlendirmesi kapsamında 2006, 2007 ve 2008 yıllarının 9. aylarının finansal verileri göz önünde bulundurulmuştur. İncelenen firmaların adları, haksız değerlendirmelere yol açmaması bakımından açıklanmamıştır. Değerlendirilen firmalar için, modelde kullanılan derecelendirme kriterleri ve notlandırma skalasına göre kredi derecelendirme notları belirlenmiştir.

Yukarıda belirtilen bu değerlendirmelerin dışında, söz konusu üç derecelendirme kuruluşunun belirli sektör veya firmalara yönelik uyguladıkları puanlama kriterleri ticari sır olarak değerlendirilmekte olup, bu bilgilerin üçüncü kişilerle paylaşılmasına izin verilmemektedir. Nitekim derecelendirme kuruluşlarında çalışan veya bu kuruluşlara dışarıdan hizmet verenlerin, yürüttükleri faaliyetler kapsamında öğrendikleri bilgilerin ticari sır olarak etik kurallar içinde gizli tutmaları gerektiği ve söz konusu bilgilerin kendilerinin veya üçüncü kişilerin çıkarları doğrultusunda kullanamayacakları, SPK’nın 4 Aralık 2003 tarihinde çıkarmış olduğu ve 25306 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri: VIII, No: 40 sayılı

Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 18. maddesinde açıkça belirtilmiştir (Babuşçu, Hazar, 2007).

Türkiye'nin inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin kredibilitesinin değerlendirilmesi kapsamında incelenen firmaların inşaat firmaları yerine gayrimenkul yatırım ortaklıkları olması ise çeşitli faktörlere dayanmaktadır. Bu faktörlerden ilki, bölüm 7.4.1.'de rakamlarla kapsamlı bir şekilde açıklandığı üzere Türkiye'de inşaat sektörünün büyük bir kısmını konut sektörünün oluşturmasıdır. Ayrıca bilindiği üzere, Türkiye'nin büyük inşaat firmalarının çoğu, projelerinin önemli bir bölümünü yurtdışında gerçekleştirmektedir. Bu nedenle, söz konusu firmaların bilanço ve gelir tablolarında bulunan değerlerin, Türkiye'nin durumunu tam anlamı ile yansıtamayacakları düşünülmüştür. Ayrıca çalışmanın 7.5. ve 7.6. bölümlerinde incelendiği üzere, Türk gayrimenkul sektöründe, özellikle İstanbul'da ofis ve perakende piyasalarının son dönemde gösterdiği hızlı gelişim de incelenen firmaların seçiminde etken olmuştur. Tüm bunlara ek olarak, değerlendirmede kullanılan verilerin objektif olması amaçlanmıştır; bu nedenle seçilen firmaların tamamının İMKB'de işlem görmesi ve bu doğrultuda finansal tablolarının piyasada ilan edilmiş olması göz önünde tutulmuştur. Seçilen firmaların belirli bir bölümünün inşaat firmaları, belirli bir bölümünün ise GYO olması ise tercih edilmemiştir. Bunun nedeni, her iki sektörde faaliyet gösteren firmaların farklı bilanço yapılarına sahip olmaları ve bu kapsamda aralarında net bir karşılaştırmanın yapılmasının mümkün olmayacağıdır.

9.2 Modelde Göz Önünde Bulundurululan Puanlama ve Notlandırma Kriterleri

İncelenen firma için nitel ve nicel analiz yapılacaktır. Bu kapsamda, nitel ve nicel analizin Çizelge 9.1'de belirtilen her bir grubuna belirli kriterler sonucunda 1 ve 10 arasında değişen bir grup puanı (GP) verilecek ve söz konusu grup puanlarının yine Çizelge 9.1'de belirtilen grup ağırlık oranları (g) ile çarpılarak birbiri ile toplanması sonucunda sonuç puanına (SP) varılacaktır:

$$SP = \sum(GP)_i \times (g)_i \quad (9.1)$$

Grup ağırlık oranları belirlenirken, nitel analiz ve nicel analize ait grupların ağırlıklarının birbirine yakın olması göz önüne alınmış olup bununla birlikte yapılan

çalışmanın firma bazında olmayıp sektöre yönelik genel bir değerlendirme olması nedeni ile nitel analizin ağırlık oranının nicel analizden daha yüksek olmasına karar verilmiştir. Bu kapsamda nitel analizi oluşturan grupların toplam ağırlık oranı %60, nicel analizi oluşturan grupların toplam ağırlık oranı ise %40 olarak belirlenmiştir. Söz konusu iki ana grubu oluşturan grupların bu oranlar içindeki payları ise barındırdıkları faktör sayısı ile orantılıdır. Grup puanı belirlenirken, grubu oluşturan her bir kaleme yine 1 ve 10 arasında değişen bir kalem puanı (K) verilecektir. Her bir kalem ayrı bir çizelgede değerlendirilecektir. Kalem puanı belirlenirken, söz konusu kalemi oluşturan faktörlerin her birinin alacağı faktör puanlarının (F) ortalaması alınacaktır. Kalemi oluşturan faktör sayısı, kalemin faktör ağırlığını (f) oluşturacak ve kalem puanlarının faktör ağırlıklarına göre ortalamalarının alınması ile grup puanları elde edilecektir.

$$K_i = \sum (F)_{ij} / f_i \quad (9.2)$$

$$(GP)_i = \sum (K_i \times (f)_i) / (\text{Grubun Toplam Faktör Sayısı}) \quad (9.3)$$

Çizelge 9.1 : Model kapsamında belirlenen grup ağırlık oranları.

GRUPLAR	g
Nitel (Kalitatif) Analiz	%60
Endüstri Riski	%30
Faaliyet Ortamı	%20
Pazar Durumu	%10
Nicel (Kantitatif) Analiz	%40
Likidite Oranları	%5
Karlılık	%12
Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı	%11
Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç	%12

Faktör puanları 1 ve 10 arasında olup, incelenen zaman diliminde olumlu yönde sürekli bir artış gösteren faktörlerde yüksek faktör puanları (genellikle 8 ve üzeri) söz konusu olacaktır. Olumlu artışa ek olarak, incelenen diğer firmalara oranla en yüksek değerleri alan faktörler, başka herhangi bir olumsuzluk olmaması durumunda en yüksek faktör puanı olan 10 puana sahip olacaklardır. Ancak bununla birlikte, tüm değerlerin çok olumlu ve sınır değerlerin olumlu yönde çok uzağında olması durumunda da 10 puanın alınması söz konusu olabilecektir. Benzer şekilde, olumsuz

yönde sürekli bir artış gösteren faktörlerde ise düşük faktör puanları (3 ve altı) söz konusu olacaktır. İncelenen zaman diliminde verilerin inişli çıkışlı bir seyir izlemesi durumunda ise ortalama değerler söz konusu olacaktır. Bu kapsamda, olumlu bir değerde olan ve nispeten istikrarlı bir seyir izleyen faktörler 7-8 düzeyinde puanlar alacaklardır. Bununla birlikte, en güncel değerin incelenen yıllar içinde en yüksek değer olması da, dalgalı değişim gösteren faktörlerin puanını arttırarak 7-8 düzeyine ulaştıracaktır. Benzer şekilde, inişli-çıkışlı bir değişim gösterip en güncel değeri incelenen yıllar içinde en düşük değer olan; veya çok hızlı değişimler göstererek istikrardan uzak olan faktörler 4-5 gibi ortalama altı değerlere sahip olacaklardır. 6 puan ortalama bir değeri ifade edecektir. Bu kapsamda, model için oluşturulan notlandırma skalası 10 – 6 ve 5 – 1 puan aralıkları için Çizelge 9.2 ve Çizelge 9.3’de yer almaktadır:

Çizelge 9.2 : Model kapa kapsamında oluşturulan notlandırma skalası (10 – 6 puan aralığı için).

Puan	Açıklama
10	*Değerlendirilen dönemlerde olumlu yönde sürekli bir artış sürecinin gözlemlenmesi ve ayrıca incelenen diğer firmalara göre en olumlu değerin söz konusu olması *Tüm değerlerin çok olumlu ve sınır değerlerin olumlu yönde çok uzağında olması *Sayısal bir veri söz konusu değilse tamamen olumlu bir durumun söz konusu olup, olumlu durumun ortadan kalkma olasılığının beklenmemesi
9	*Değerlendirilen dönemlerde faktörde olumlu yönde sürekli bir artış sürecinin gözlemlenmesi; *Sayısal bir veri söz konusu değilse, olumlu bir durumun söz konusu olup, bu durumu destekleyen güçlü faktörlerin olması
8	*Değerlendirilen dönemlerde bir istikrardan söz edilebilmesi *İncelenen dönemlerde bir artış söz konusu olmasına karşın, söz konusu dönemin 3 yıldan daha dar bir zaman aralığı olması *çok olumlu bir durum olmasına karşın bir düşüş sürecinin olması, ancak buna karşılık gelinen son aşamanın da yine olumlu olması *Sayısal bir veri söz konusu değilse, bugüne kadar olumlu bir durumun gerçekleşmiş olması veya gelecek dönemde olumlu yöne doğru bir gidişin beklenmesi, * İncelenen dönemlerde inişli çıkışlı bir seyir izleyen değerin en son dönemde, incelenen tüm dönemlere göre en olumlu değeri alması
7	*Olumsuz bir durumdan olumlu yöne doğru bir dönüşün olması *İncelenen dönemlerde inişli çıkışlı bir seyir izleyen değerin en son dönemde, incelenen ilk döneme göre daha olumlu bir değer alması
6	*İncelenen dönemlerde tamamen ortalama, inişli çıkışlı, istikrardan uzak ve vasat bir durumun söz konusu olması

Çizelge 9.3 : Model kapsamında oluşturulan notlandırma skalası (5 – 1 puan aralığı için).

Puan	Açıklama
5	*İncelenen dönemlerde inişli çıkışlı bir seyir izleyen değer en son dönemde, incelenen ilk döneme göre daha olumsuz bir değer alması *3 puanın verilmiş olduğu bir risk faktörünü azaltıcı etkisi olan bir faktörün bulunması
4	* İncelenen dönemlerde inişli çıkışlı bir seyir izleyen değer en son dönemde, incelenen tüm dönemlere göre en olumsuz değeri alması
3	*Çok olumsuz bir durum olmasına karşın bir yükseliş sürecinin olması, ancak buna karşılık geline son aşamanın da yine olumsuz olması *Sayısal bir veri söz konusu değilse, bugüne kadar olumsuz bir durumun gerçekleşmiş olması veya gelecek dönemde olumsuz yöne doğru bir gidişin beklenmesi, bir riskin söz konusu olması
2	*Değerlendirilen 3 dönemde faktörde olumsuz yönde sürekli bir artış sürecinin gözlemlenmesi; *Sayısal bir veri söz konusu değilse, olumsuz bir durumun söz konusu olup, söz konusu olumsuz durumu destekleyen güçlü faktörlerin olması
1	*Değerlendirilen dönemlerde faktörde olumsuz yönde sürekli bir artış sürecinin gözlemlenmesi ve ayrıca incelenen diğer firmalara göre en olumsuz değer söz konusu olması *Tüm değerlerin çok olumsuz ve sınır değerlerin olumsuz yönde çok uzağında olması *sayısal bir veri söz konusu değilse tamamen olumsuz bir durumun söz konusu olup, olumlu durumun ortadan kalkma olasılığının beklenmemesi

Çizelge 9.2 ve Çizelge 9.3’de belirtilen notlandırma skalasına ek olarak, firma bazında incelemede, incelenen değerde hızlı ve düzenli bir artış olmamasına karşılık, söz konusu değer incelenen son dönemde diğer tüm firmalara oranla daha yüksekse, faktörde 1 puanlık bir artış; diğer tüm firmalara oranla daha düşükse 1 puanlık bir azalış olacaktır. Karlılık oranları incelenirken, karın düşmesine karşılık zararın söz konusu olmama durumunda 1 puanlık artış, kar edilememesi veya zarar edilmesi durumunda 1 puanlık azalış söz konusu olacaktır. Nakit akışı analizinde, inişli çıkışlı bir seyir olması durumu için, üç dönemin toplamının artı değerde olması sonucunda 7 puan, artılar toplamının eksiler toplamının 2 katından büyük olması durumunda ise 8 puan söz konusu olacaktır. Sermaye yapısı analizinde, sermayenin üç dönem boyunca sabit kalmış olması, bir istikrar göstergesi olarak değerlendirilecek olup, bu durum skalada belirtildiği üzere 8 puana karşılık gelecektir. Belirlenen tüm bu kriterlere ek olarak, puanlar ayrıca her bir faktörün yapısına göre yoruma da bağlı olarak olumlu veya olumsuz yönde 1 puanlık küçük değişimler gösterebileceklerdir.

Modelde yapılacak değerlendirme kapsamında, Türkiye incelendiği için, nitel analiz kapsamındaki endüstri riski ve faaliyet ortamı grup puanları, incelenen her bir firma için aynı olacak olup, bu çalışmanın 5, 6, ve 7. bölümlerinde değerlendirilen veriler doğrultusunda analiz edilmiştir. Diğer grup puanları her bir firma için ayrı ayrı belirlenerek, firmaların kredi notları belirlenecektir.

Dünyanın önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları kredi notları, çalışmanın 2.4. bölümünde belirtilmişti. Söz konusu firmaların kullandıkları notlandırma sistemi de göz önüne alınarak modelde incelenen firmalara, aldıkları sonuç puanlarına göre Çizelge 9.4’de belirtilen kredi notları verilmiştir. Burada dikkat edilecek nokta, Çizelge 9.4’de belirtilen sonuç puanlarının, ilgili not için bir alt sınır olmayıp, bir ortalama değer olarak ele alınacak olmasıdır. Başka bir deyişle, kurulan bu modele göre sonuç puanı mutlak değer olarak hangi nota karşılık gelen değere en yakınsa, firma bu kredi notunu almış olacaktır.

Çizelge 9.4 : Model kapsamında alınacak sonuç puanlarına yönelik belirlenen kredi notları.

SP	Not	Düzey
10	AAA	Yüksek Derece
9,75	AA+	
9,25	AA	
9	AA-	
8,75	A+	
8,25	A	
8	A-	Orta Derece
7,75	BBB+	
7,25	BBB	
7	BBB-	
6,75	BB+	
6,25	BB	
6	BB-	Spekülatif
5,75	B+	
5,25	B	
5	B-	
4,75	CCC+	
4,25	CCC	
4	CCC-	Riskli
3,75	CC+	
3,25	CC	
3	CC-	
2,75	C+	
2,25	C	
2	C-	Yüksek Riskli
1,75	D+	
1,25	D	
1	D-	

Son olarak, incelenen beş adet firmanın sonuç puanlarının aritmetik ortalaması alınarak, Türk inşaat ve gayrimenkul sektörü için bir kredi notu belirlenecektir.

9.3 Türk İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Nitel (Kalitatif) Analizi

9.3.1 Endüstri riski analizi

Endüstri riski analizi kapsamında 21 kalem göz önüne alınmıştır. Söz konusu kalemler ve oluştukları faktörlerin analizi aşağıdadır:

Çizelge 9.5 : K1 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K1	Dünya Ekonomik Krizinin Türkiye’yi Etkileme Düzeyi	4,17
F1	Türkiye’de konut kredisi piyasası ve buna bağlı türev piyasaların henüz oluşmamış olması sonucunda, Türkiye’nin krizden doğrudan etkilenmemesi	10
F2	Türkiye’de büyümenin çoğunlukla dış kaynak girişine bağlı olması ve dış kaynak girişinin kriz nedeni ile azalma riski	3
F3	Gelişmiş ülkelerde kredi maliyetlerinin artışı ve Türk firmalarının bu ülkelerden borçlanmalarının zorlaşması	3
F4	Likidite sıkışıklığında olan gelişmiş ülkelerin mevcut kredileri vadeleri geldiğinde yenilememe veya vade gelmeden doğrudan geri çağırma riski	3
F5	Türkiye’nin İhracat Pazarında Talebin Düşme Riski	3
F6	Türkiye’de özellikle ithalatçı firmaların krize açık döviz pozisyonunda yakalanarak büyük zararlar elde etmeleri	3

Çizelge 9.6 : K2 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K2	Türkiye Ekonomisinin Cari İşlemler Dengesi	2
F1	2002 yılından itibaren Türkiye’nin cari işlemler açığının sürekli ve hızlı bir artış göstermesi (Çizelge 6.1)	1
F2	2008 yılında, özellikle dünya ekonomik krizi ve petrol fiyatlarının buna bağlı düşüşü ile cari açığın önceki yıllara göre ve beklenenden daha az artması	3

Çizelge 9.7 : K3 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K3	Türkiye Ekonomisinin Büyümesi	5,5
F1	2004 yılından itibaren Türkiye ekonomisinin büyüme hızı bir düşüş sürecinde olsa da, büyümenin devam etmesi ve Almanya, İngiltere, Fransa ve İtalya gibi ülkelerin büyümesinden daha hızlı bir büyümenin söz konusu olması (Çizelge 6.3)	8
F2	Dünya ekonomik krizi nedeni ile gelecek dönemde Türkiye ekonomisinde küçülme beklentisi	3

Çizelge 9.8 : K4 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K4	Türkiye’de Enflasyon	4,67
F1	2004 yılından itibaren yıllık enflasyonun dalgalı bir seyir izlemesi, ancak 2008 yılında en yüksek değere ulaşması (Çizelge 6.4)	4
F2	2004 ve 2005 yıllarında hedefin altında olan yıllık enflasyonun 2006 yılından itibaren, hedefin hep daha üzerinde gerçekleşmesi (Çizelge 6.4)	2
F3	Gelecek dönemde likidite sıkışıklığına bağlı olarak enflasyonun bir düşüş sürecine girmesinin beklenmesi (Çizelge 6.5)	8

Çizelge 9.9 : K5 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K5	Dünyada ve Türkiye’de İnşaat Sektörünün Gelişim Süreci	8,75
F1	Dünyada inşaat sektörünün 2002 yılından itibaren yıllık ortalama %5 ile sürekli bir büyüme göstermesi	9
F2	Büyümenin 2012 yılına kadar aynı oranda devam etmesinin beklenmesi	8
F3	Türkiye’de inşaat sektörünün 2004 yılından sonra sürekli büyümesi ve özellikle 2005 yılından itibaren çok yüksek büyüme rakamları ile Türkiye GSYİH’sinden çok daha hızlı büyümesi (Çizelge 7.1)	10
F4	2005 yılından itibaren büyüme her ne kadar yavaşlamış olsa da hala yüksek büyüme rakamlarının söz konusu olması (Çizelge 7.1)	8

Çizelge 9.10 : K6 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K6	Dünyada ve Türkiye’de Gayrimenkul Sektörünün Genel Durumu	7,67
F1	2008 dünya ekonomik krizinin kaynağı olması nedeni ile dünyada gayrimenkul sektöründe yeni sistemlerin araştırılması ve bu nedenle gelecek dönemde sektörün durgunluğa girmesi riski	3
F2	Türkiye’de gayrimenkul sektörünün son 10 yılda gelişim göstermesi ve inşaat sektörünü besleyen sektör olması	10
F3	Gayrimenkul sektörünün ülkenin iç kaynakları ile beslenen bir sektör olup, ithalata bağlı olmaması	10

Çizelge 9.11 : K7 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K7	Türkiye’de Konut Sektörünün Gelişimi	10
F1	2007 yılında uygulanmaya başlanan mortgage sistemi ile konut inşaatlarının hızlı bir artış göstermesi	10
F2	Türkiye’de 2008 yılının ilk dokuz ayı içerisinde başlayan en büyük 250 inşaat projesi içinde 101 projenin TOKİ’ye ait olmasının konut sektörünün inşaat sektöründeki önemli payını göstermesi	10
F3	Türkiye’de son beş yılda yapımına başlanan en büyük 7 konut projesinin, 2008 yılının ilk dokuz ayında yapımına başlanan tüm inşaat projelerinden daha yüksek proje bedellerine sahip olması, Türkiye’de konut sektörüne yapılan yatırımların yüksekliğini göstermesi	10

Çizelge 9.12 : K8 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K8	İstanbul’da Ofis Piyasasının Gelişimi	10
F1	İstanbul’da ofis maliyetlerinde 2008 yılında bir önceki yıla göre %43,8’lik bir artış olması ve bu artışın dünyada ofis fiyatlarının en yüksek olduğu 10 kentin 8’inden daha yüksek olmasının, İstanbul’da ofis piyasasının gelişme potansiyelinin bir göstergesi olması (Çizelge 7.24)	10
F2	İstanbul’da yükselen ofis talebine karşılık ofis boşluk oranlarının 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren hızlı bir şekilde azalması ve bu durumun gelecek dönemde ofis arzını arttırmasının beklenmesi (Çizelge 7.25)	10

Çizelge 9.13 : K9 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K9	Türk Gayrimenkul Sektöründe Perakende Pazarının Gelişimi	7,67
F1	Nüfusun satın alma gücünün artışı ile Türkiye’de perakende pazarının son yıllarda hızlı bir büyüme göstermiş olması (Çizelge 7.27)	10
F2	Büyüyen perakende pazarında organize perakende pazarının payının artması sonucu, alışveriş merkezi talebinin gelecek dönemde artmasının beklenmesi (Çizelge 7.27)	10
F3	Türkiye’de kentleşmenin düzenli dağılmaması sonucu alışveriş merkezlerinin yarısından çoğunun lüks konutların ve iş merkezlerinin bulunduğu, 3 büyük il olan İstanbul, Ankara ve İzmir’de bulunması ve bu durum nedeni ile talebin yalnızca bu bölgelerle sınırlı kalması doğrultusunda gelecek dönemde perakende piyasasını daha hızlı bir biçimde doyma noktasına ulaşma riski	3

Çizelge 9.14 : K10 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K10	Döviz Kurlarının Değişimi ve Reel Sektörün Pozisyon Açığı	3,25
F1	2001 yılından itibaren ABD Doları ve Euro kurlarının dalgalı ve düzensiz bir seyir izlemesi ile büyük ölçüde ithalata bağlı olan Türkiye ekonomisinde kur riskinin devam etmesi (Çizelge 6.11)	6
F2	Euro kurunun 2001 yılından bu yana önemli ölçüde bir artış göstermesi sonucunda, gelecek dönemde Avrupa Birliği ülkelerinden yapılacak ithalatın ve bu ülkelerden kredi kullanımını zorlaşma riski	2
F3	Reel sektörün net pozisyon açığı, 2006 yılından itibaren hızlı bir artış sürecine girmiş olup, bu durumun reel sektör firmaları için kur yükselmeleri sonucunda büyük zararlarla karşılaşma riski oluşturması (Çizelge 6.12)	2
F4	Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde döviz kurlarının Çizelge 6.11’de incelenen zaman aralığından çok daha kısa zaman aralıklarında büyük değişimler göstermesi ile, açık pozisyonları artan reel sektör firmaları için gelecek dönemde daha büyük bir riskin oluşması	3

Çizelge 9.15 : K11 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K11	Türkiye’de Mevduat Bankalarının Toplam Yurtiçi Kredi Hacmi	7
F1	Türkiye’de mevduat bankalarının toplam yurtiçi kredi hacminin 2001 yılından itibaren hızlı ve sürekli bir artış göstermesinin, Türkiye’de finans sektörünün güçlendiğinin bir göstergesi olması (Çizelge 6.9)	10
F2	Söz konusu kredilerin çok büyük bir kısmının özel sektöre kullanılması, özel girişimleri teşvik edici bir faktör olması (Çizelge 6.10)	8
F3	Söz konusu kredilerin önemli bir bölümünün yurtdışı şubeler aracılığı ile yabancı ülkelere sağlanması ve bu kredilerin %30’unun vadesinin 1 yıl içinde dolacak olması sonucunda, reel sektöre kullanılan kredi hacminin düşme riski	3

Çizelge 9.16 : K12 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K12	Türk Bankacılık Sektörünün Sermaye Yeterlilik Oranı	9
F1	Türk bankacılık sektörünün sermaye yeterliliği oranının 2004 yılından itibaren gerek Basel II kriterlerine göre alt sınır olan %8, gerekse hedef oran olan %12’nin oldukça üzerinde olması (Çizelge 6.13)	10
F2	Her ne kadar hala hedefin üzerinde olsa da, söz konusu oranın 2004 yılından itibaren sürekli bir düşüş sürecinde olması ve bu durumun az da olsa gelecek döneme yönelik bir risk oluşturması	8

Çizelge 9.17 : K13 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K13	Türk Bankacılık Sektörünün Döviz Pozisyonu	4
F1	Türk bankacılık sektörünün bilanço içi döviz pozisyonu açığının 2005 yılından itibaren hızlı ve sürekli bir artış göstermesinin gelecek dönem için bir risk oluşturması (Çizelge 6.14)	3
F2	Bilanço içi döviz pozisyon açığının bilanço dışı türev ürünlerin kullanımı ile büyük ölçüde düşürülmesi ile riskin azaltılması (Çizelge 6.14)	5

Çizelge 9.18 : K14 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K14	Türk Bankacılık Sektöründe Gayrinakit Kredilerin Durumu	5,5
F1	Türk bankacılık sektöründe gayrinakit kredilerin, gerek bankaların toplam bilanço büyüklüğüne oranının, gerekse toplam nakit kredilere oranının 2006 yılından itibaren büyük bir değişim göstermemiş olması doğrultusunda, bu alanda bir istikrardan söz edilebilmesi (Çizelge 6.15)	8
F2	2008 yılı Mart ayı itibarı ile söz konusu gayrinakit kredilerin %65'inin yabancı para cinsinden olması sonucunda bu alanda da bir kur riskinin oluşması	3

Çizelge 9.19 : K15 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K15	Türkiye’de İnşaat Sektörüne Verilen Kredilerin Değerlendirilmesi	6
F1	Türkiye’de inşaat sektörüne verilen kredilerin toplam krediler içindeki payının 2005 yılından itibaren, hızlı ve sürekli olmasa da bir artış göstermesinin, inşaat sektörünün gelecek dönemde büyümesini destekleyici bir faktör olması (Çizelge 7.14)	8
F2	İnşaat sektörüne verilen YP kredilerin sektöre verilen toplam kredilere oranının 2005 yılından itibaren hep %50’nin üzerinde olması sonucu Türk inşaat sektörü için önemli ölçüde bir kur riski oluşturması	3
F3	Söz konusu oranın, 2005 yılından itibaren sürekli bir azalma göstermemiş olmasına karşılık, söz konusu yıla göre azalması ve bu durumun Türk inşaat sektörü için kur riskini azaltması (Çizelge 7.15)	7

Çizelge 9.20 : K16 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K16	İnşaat Sektörünün Yurtdışından Sağladığı Kredi Hacmi	6
F1	2008 yılı Ağustos ayı itibarı ile, 2007 yılına oranla inşaat sektörünün yurtdışından sağladığı kredi hacminin artmasının, ancak aynı dönem içinde reel sektörün yurtdışından sağladığı toplam krediler içinde payının azalmasının, inşaat sektörünün büyümesinin bu alanda yeterince desteklenmediği sonucunu ortaya çıkarması (Çizelge 7.16)	6

Çizelge 9.21 : K17 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K17	Gayrimenkul Sektörünün Yurtdışından Sağladığı Kredi Hacmi	8
F1	Gayrimenkul sektörünün, 2008 yılı Ağustos ayı itibarı ile, 2007 yılına oranla yurtdışından sağladığı kredi hacminin hızlı bir artış göstererek reel sektörün yurtdışından sağladığı toplam kredi içinde payının artması bu alanda, inşaat sektörüne oranla daha başarılı bir durumda olması (Çizelge 7.16)	8

Çizelge 9.22 : K18 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K18	İnşaat Sektörünün Yurtdışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredilerde Kalan Vade Dağılımı	3
F1	2008 yılı Ağustos ayı itibarı ile inşaat sektörünün yurtdışından sağladığı kredilerin %35'inin vadesinin 1 yıl içinde, kalan kısmın %15'inin vadesinin ise 2 yıl içinde dolacak olması nedeniyle, dünya ekonomik krizinin etkilerinin birkaç yıl daha devam edeceği beklentisi göz önüne alındığında; söz konusu kredilerin yenilenmesinin zorlaşacak olması ve bu durumda mevcut kredilerin yarı yarıya azalması riski (Çizelge 7.17)	3

Çizelge 9.23 : K19 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K19	Gayrimenkul Sektörünün Yurtdışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredilerde Kalan Vade Dağılımı	3
F1	2008 yılı Ağustos ayı itibarı ile gayrimenkul sektörünün yurtdışından sağladığı kredilerin %30'unun vadesinin 1 yıl içinde, kalan kısmın %19'unun vadesinin ise 2 yıl içinde dolacak olması nedeniyle, dünya ekonomik krizinin etkilerinin birkaç yıl daha devam edeceği beklentisi göz önüne alındığında; söz konusu kredilerin yenilenmesinin zorlaşacak olması ve bu durumda mevcut kredilerin yarı yarıya azalması riski (Çizelge 7.18)	3

Çizelge 9.24 : K20 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K20	Türkiye’de Konut Kredilerinin Değerlendirmesi	6,5
F1	Bankaların kullandığı konut kredilerinin 2002 yılından itibaren sürekli bir artış sürecine girmesi ve konut kredilerinin toplam krediler içindeki paylarının sürekli ve hızlı bir biçimde artması (Çizelge 7.19)	10
F2	Hızlı artışa karşılık çeşitli Avrupa ülkeleri ile karşılaştırıldığında Türkiye’de konut kredisi kullanımının yüksek faiz oranlarının da etkisi ile hala oldukça düşük olması (Çizelge 7.20)	3

Yapılan analiz sonucunda endüstri riskinin grup puanı 6,14 olarak belirlenmiştir (Çizelge 9.25).

Çizelge 9.25 : Endüstri riskinin grup puanının belirlenmesi.

Kalem No	Kalem Puanı (K)	Kalem Faktör Ağırlığı (f)	Ağırlıklı Kalem Puanı (K x f)
K1	4,17	6	25
K2	2	2	4
K3	5,5	2	11
K4	4,67	3	14
K5	8,75	4	35
K6	7,67	3	23
K7	10	3	30
K8	10	2	20
K9	7,67	3	23
K10	3,25	4	13
K11	7	3	21
K12	9	2	18
K13	4	2	8
K14	5,5	2	11
K15	6	3	18
K16	6	1	6
K17	8	1	8
K18	3	1	3
K19	3	1	3
K20	6,45	2	13
Ağırlıklı Toplam Kalem Puanı			307
Gruptaki Toplam Faktör Sayısı			50
Grup Puanı (GP)			6,14

9.3.2 Faaliyet ortamı analizi

Faaliyet ortamı analizi kapsamında 13 kalem göz önüne alınmıştır. Söz konusu kalemler ve oluştukları faktörlerin analizi aşağıdadır:

Çizelge 9.26 : K21 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K21	Türkiye’de İstihdam ve İşsizlik	2,5
F1	2006 yılı sonundan 2008 yılı Temmuz ayına kadar geçen dönemde istihdam artmış gibi görünse de, aynı dönemde işgücünün istihdamdan daha hızlı artması sonucu işsizliğin artması (Çizelge 6.2)	2
F2	İşgücüne katılım oranının bir artış sürecinde olmasına karşılık hala %50’nin altında olmasının, Türkiye’de çalışan kesimin çok daha kalabalık bir kesimi geliştirme gereğini ortaya çıkarması ve durumun nüfusun alım gücünü büyük ölçüde sınırlayacak bir durum olması (Çizelge 6.2)	3

Çizelge 9.27 : K22 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K22	Türk İnşaat Sektöründe İstihdam	10
F1	İnşaat sektöründe istihdamın 2002 yılından itibaren sürekli bir artış göstermesinin, inşaat sektörünün gelişim potansiyelinin bir kanıtı olması (Çizelge 7.2)	10

Çizelge 9.28 : K23 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K23	Türkiye’de Kentleşme Durumu ve Konut Talebi Öngörülleri	6,75
F1	Son 50 yılda hızlı bir biçimde artan Türkiye nüfusu içinde, kent nüfusu oranının da hızlı bir biçimde artarak 1990’lı yıllardan sonra %50’nin üzerine çıkmasının, kentleşmenin hızla arttığıının bir göstergesi olması ve bu durumun konut talebini arttırması (Çizelge 7.3-7.4)	10
F2	Türkiye nüfusunun %44’ünün 25 yaşın altında olmasının, konut talebinin gelecek dönemde daha da artacağıının bir göstergesi olması	8
F3	2015 yılında 79 milyona ulaşması beklenen Türkiye nüfusu kapsamında kent nüfusunun payının %75’i bulacağıının öngörülmesinin konut talebini arttıracak diğer bir faktör olması (Çizelge 7.5)	8
F4	Türkiye’de kentleşmenin düzenli bir dağılım göstermemesi ve başta İstanbul olmak üzere büyük şehirlere yoğun bir iç göçün gözlemlenmesinin, konut arzını belli bölgelerde sınırlayarak düzenli bir artışa olanak tanımaması	1

Çizelge 9.29 : K24 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K24	Çalışan Nüfusun Toplam Esas İş Gelirinde İnşaat İşlerinin Payı	8
F1	Çalışan nüfusun inşaat ve bayındırlık işlerinden elde ettiği gelirin 2002 yılından itibaren bir artış sürecine girmesinin, nüfusun inşaat sektöründe çalışmayı daha çok tercih etmesi olasılığını arttırması (Çizelge 7.7)	8

Çizelge 9.30 : K25 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K25	Toplam Tüketim Harcamalarında Konut ve Kira Harcamalarının Payı	7,5
F1	Kentlerde bulunan hane sayısının artması ile toplam tüketim harcamalarında konut ve kira harcamalarının 2007 yılında 2002 yılına oranla artmış olması ve bu durumun inşaat ve gayrimenkul sektörlerini canlandırma potansiyelinin bulunması (Çizelge 7.8)	7
F2	Türkiye'nin 5 adet gelir grubu içinde, en yüksek gelire sahip 1. ve 2. gelir gruplarının konut ve kira harcamalarının özellikle 2005 yılından sonraki düzenli artışının, Türkiye'de lüks konut talebinin artışının bir göstergesi olması ve bunun sonucunda yükselen kiralara ve inşa edilen lüks konutlar ile inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin canlanmasının beklenmesi (Çizelge 7.9)	8

Çizelge 9.31 : K26 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K26	Türkiye'ye Yabancı Yatırım Girişi	6,5
F1	Türkiye'ye yabancı yatırım girişinin 2002 yılından itibaren hızlı ve sürekli bir artış göstermesinin, Türkiye'de birçok sektörde nakit akışını arttırarak reel sektörü canlandırması	10
F2	Türkiye'de yatırım yapan yabancı yatırımcıların çoğunlukla, yeni bir sermaye yatırım harcaması yapmayı tercih etmeyip, bunun yerine mevcut kuruluşları satın almayı tercih etmesinin, reel sektörde iş faaliyetlerini yeterli düzeyde artmamasına neden olması	3

Çizelge 9.32 : K27 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K27	Yurtdışı Yerleşik Kişilerin Türkiye’de Doğrudan İnşaat Yatırımları	6
F1	Yurtdışı yerleşik kişilerin Türkiye’de doğrudan inşaat yatırımlarında 2002 yılından itibaren sürekli bir artış gözlemlenmiş olsa da, yurtdışı yerleşik kişilerin Türkiye’deki toplam yatırımları içindeki payında önemli ölçüde bir değişiklik olmaması (Çizelge 7.10)	6

Çizelge 9.33 : K28 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K28	Yurtdışı Yerleşik Kişilerin Türkiye’de Doğrudan Gayrimenkul Yatırımları	8
F1	Yurtdışı yerleşik kişilerin Türkiye’de doğrudan gayrimenkul yatırımlarında 2002 yılından 2006 yılına kadar çok düşük bir artış olmasına karşın, 2007 yılında söz konusu yatırımlarda bir sıçrama olması ve yurtdışı yerleşiklerin Türkiye’deki toplam yatırımları içinde gayrimenkul yatırımlarının %5’lik bir paya yaklaşmasının, gayrimenkul sektörünün gelişiminin bir göstergesi olması (Çizelge 7.11)	8

Çizelge 9.34 : K29 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K29	Türkiye’de Yerleşik Kişilerin Yurtdışında Doğrudan İnşaat Yatırımları	8
F1	Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında doğrudan inşaat yatırımlarının 2003 yılından itibaren hızlı ve sürekli bir biçimde artmasının Türk inşaat firmalarının geliştiklerinin bir göstergesi olması ve bu durumun Türkiye’de gerçekleşecek inşaat yatırımlarını da olumlu etkileme potansiyeli (Çizelge 7.12)	8

Çizelge 9.35 : K30 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K30	Türkiye’de Yerleşik Kişilerin Yurtdışında Doğrudan Gayrimenkul Yatırımları	8
F1	Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında doğrudan gayrimenkul yatırımlarında özellikle 2007 yılında bir sıçrama gözlemlenmesi ve bu durumun Türkiye’de gayrimenkul yatırımcılarının zenginleştiği yönünde yorumlanabilmesi(Çizelge 7.13)	8

Çizelge 9.36 : K31 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K31	İstanbul’da Konut Fiyatlarının Değişimi	10
F1	İstanbul’da konut fiyatlarının 2002 yılından itibaren hızlı ve sürekli bir artış göstermesinin, konut talebindeki hızlı artışın bir işareti olması (Çizelge 7.23)	10

Çizelge 9.37 : K32 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K32	İstanbul'da Ofis Kira Değerlerinin Değişimi	10
F1	Ofis talebinin artışı ile ofis kiralalarının 2007 yılı ilk çeyreğinden itibaren hızlı ve sürekli bir artış göstermesi ve bu durumun gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren firmaları büyütmesinin beklenmesi (Çizelge 7.26)	10

Çizelge 9.38 : K33 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K33	İstanbul'da Alışveriş Merkezlerinin Toplam Kiralanabilir Alanlarının Değişimi	10
F1	Organize perakende pazarının gelişimine bağlı olarak, 2001 yılından itibaren İstanbul'da alışveriş merkezlerinin toplam kiralanabilir alanlarının sürekli bir artış göstermesinin, bu alanda talep artışının bir göstergesi olması (Çizelge 7.28)	10

Yapılan analiz sonucunda faaliyet ortamının grup puanı 7,26 olarak belirlenmiştir (Çizelge 9.39).

Çizelge 9.39 : Faaliyet ortamının grup puanının belirlenmesi.

Kalem No	Kalem Puanı (K)	Kalem Faktör Ağırlığı (f)	Ağırlıklı Kalem Puanı (K x f)
K21	3	2	5
K22	8	1	10
K23	6,75	4	27
K24	7	1	8
K25	7,5	2	15
K26	7	2	13
K27	6	1	6
K28	8	1	8
K29	7	1	8
K30	7,5	1	8
K31	10	1	10
K32	10	1	10
K33	10	1	10
Ağırlıklı Toplam Kalem Puanı			138
Gruptaki Toplam Faktör Sayısı			19
Grup Puanı (GP)			7,26

9.3.3 Pazar durumu analizi

Pazar durumu analizi kapsamında, beş firma ayrı ayrı değerlendirilmiş olup; değerlendirme kapsamında firmaların cirolarının değişimi, ciroların konut ve binaların satışı veya kirası olmak üzere ürünlere göre dağılımı, stokların değişimi, yatırım amaçlı gayrimenkullerin değişimi ve yatırım amaçlı gayrimenkullerin ekspertiz değerleri incelenmiştir. Söz konusu değerler, incelenen Firmaların İMKB ile paylaştığı bağımsız denetim raporlarından elde edilmiştir. İncelenen raporlarda belirtilmemiş olan verilere ilişkin bölümler, 9.37, 9.39, 9.41, 9.43, 9.45 numaralı çizelgelerde boş bırakılmış olup, söz konusu veriler değerlendirmede dikkate alınmamıştır.

Bu değerlendirme kapsamında göz önüne alınması gereken bir nokta, firmanın sahip olduğu gayrimenkullerin stoklar kapsamında veya yatırım amaçlı gayrimenkuller kapsamında değerlendirilmesidir. Stokların dönen varlıklar kapsamında, yatırım amaçlı gayrimenkullerin ise duran varlıklar kapsamında değerlendirilmesi nedeni ile, firmaların likidite oranları söz konusu ayırmadan önemli ölçüde etkilenmektedir. İncelenen firmalardan bazılarında stoklar kaleminin bulunmadığı dikkat çeken bir

durumdur. Stoklar kalemi kapsamında değerlendirilen gayrimenkuller ise genel olarak; firmaya ait ve henüz bir proje geliştirmesi yapılmamış arsalar, planlama veya yapım aşamasında olup, ön satış anlaşması yapılan veya yapılma aşamasında olan konut projeleri, satışı yapılmış ancak üzerinde geliştirilecek projelerden pay alınacak arsalar ve ruhsatı alınan veya satış faaliyetine başlanan konutlardan oluşmaktadır. Buna karşılık, yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemi kapsamında ise çoğunlukla kira geliri sağlanan daha büyük çaplı gayrimenkuller bulunmaktadır. Yatırım amaçlı gayrimenkuller kapsamında bulunan binaların satışı, firmanın duran varlıklarını azaltmakta olup, firma için bir küçölme göstergesi olarak değerlendirilmiştir.

Ayrıca firmaların elde ettiği cironun ürünlere göre dağılımı da dikkat edilmesi gereken bir faktör olup, cironun kiradan, konut satışından, bina satışından veya arsa satışından elde edilen bölümlerinin dağılımı önem taşımaktadır. Bu aşamada, kira geliri, satış gelirine göre daha düzenli sağlanan bir gelir olarak değerlendirilmiş ve söz konusu değerin değişimi, değerlendirmede önem kazanmıştır. Cironun kalan kısmını bina yönetim ve hizmet gelirleri gibi gelir grupları oluşturmaktadır.

9.3.3.1 A Firmasının analizi

Çizelge 9.40 : A Firmasının gayrimenkul hacmi ve gayrimenkul gelirine ilişkin bilgiler (Çizelge A.5).

A Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Ciro (milyon TL)	37,2	193,1	58,1
Kira Geliri (milyon TL)	37,2	42,9	45,2
Konut Satış Geliri (milyon TL)	0	0	0
Arsa Satış Geliri (milyon TL)	0	0	0
Bina Satış Geliri (milyon TL)	0	138,5	0
Satılan Bina Defter Değeri (milyon TL)	-	-	-
Stokların Defter Değeri (milyon TL)	0	0	0
Stokların Ekspertiz Değeri (milyon TL)	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (milyon TL)	773,2	736,2	795,0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Ekspertiz Değerleri (milyon TL)	-	961,6	1061,3

Çizelge 9.41 : K34 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K34	A Firmasının Pazar Durumu Analizi	8,6
F1	Firmanın cirosu her ne kadar düzenli bir artış süreci göstermemiş olsa da, 2008 yılı 9. ay cirosu 2006 yılı 9. ay cirosundan daha yüksek olması (Çizelge 9.40).	7
F2	Firmanın kira gelirinde incelenen üç dönemde düzenli bir artışın söz konusu olması (Çizelge 9.40).	10
F3	İncelenen diğer firmalarla karşılaştırıldığında en yüksek kira gelirini A Firmasının elde etmesi (Çizelge 9.40, 9.42, 9.44, 9.46, 9.48)	10
F4	2007 yılı 9. dönem itibarı ile Firmanın bina satışı yapmış olması ve bu nedenle ilgili dönemde yatırım amaçlı gayrimenkullerinde azalma olması, ancak yine de 2008 yılı 9. ayında yatırım amaçlı gayrimenkullerin incelenen 3 dönem içinde en yüksek değere sahip olması (Çizelge 9.40)	8
F5	Yatırım amaçlı gayrimenkullerin ekspertiz değerinin defter değerine oranının 2006 yılı 9. ayı için bulunmaması, ancak 2007 yılı 9. ayında 1,30 düzeyinde olup, 2008 yılı 9. ayında 1,33 düzeyinde yükselmesi nedeni ile az da olsa bir artış sürecinin söz konusu olması (Çizelge 9.40)	8

9.3.3.2 B Firmasının analizi

Çizelge 9.42 : B Firmasının gayrimenkul hacmi ve gayrimenkul gelirine ilişkin bilgiler (Çizelge B.5).

B Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Ciro (milyon TL)	6,2	24,9	14,5
Kira Geliri (milyon TL)	5,8	5,9	5,5
Konut Satış Geliri (milyon TL)	0	2,1	8,6
Arsa Satış Geliri (milyon TL)	0,4	16,9	0,3
Bina Satış Geliri (milyon TL)	0	0	0
Satılan Bina Defter Değeri (milyon TL)	-	-	-
Stokların Defter Değeri (milyon TL)	48,1	69,5	71,3
Stokların Ekspertiz Değeri (milyon TL)	100,8	119,5	102,2
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (milyon TL)	39,2	37,7	36,2
Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Ekspertiz Değerleri (milyon TL)	57,1	62,4	69,6

Çizelge 9.43 : K35 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K35	B Firmasının Pazar Durumu Analizi	6,86
F1	Firmanın cirosu her ne kadar düzenli bir artış süreci göstermemiş olsa da, 2008 yılı 9. ay cirosu 2006 yılı 9. ay cirosundan daha yüksek olması (Çizelge 9.42)	7
F2	Firmanın kira geliri düzeyinde incelenen üç dönemde düzenli bir değişimin olmaması ve 2008 yılı 9. ayında elde edilen kira gelirinin söz konusu dönemler içinde en düşük değer olması (Çizelge 9.42)	4
F3	Firmanın 2007 yılında başlayan konut satışlarının 2008 yılı 9. dönemi itibarı ile büyük bir artış göstermiş olması (Çizelge 9.42)	9
F4	Firmanın özellikle 2007 yılı 9. ayı itibarı ile yüksek tutarda arsa satışı gerçekleştirmiş olması ve bu durumun da etkisi ile yatırım amaçlı gayrimenkullerin bir azalış sürecinde olması (Çizelge 9.42)	2
F5	Firmanın stoklarında, incelenen üç dönemde düzenli bir artışın olması ve konut satışlarında 2008 yılı 9. ayı itibarı ile gözlemlenen hızlı artışın da göz önüne alınması ile stok artışının bir büyüme atılımı olarak değerlendirilebilmesi (Çizelge 9.42)	8
F6	Stokların ekspertiz değerinde, stoklardaki artışa paralel bir artışın gözlemlenmemesi ve özellikle 2008 yılı 9. ayı itibarı ile stokların ekspertiz değerinde önemli ölçüde bir düşüşün gözlemlenmiş olması; ancak buna karşılık ekspertiz değerinin defter değerine oranının incelenen üç dönemde en az 1,40 olması (Çizelge 9.42)	8
F7	Firmanın yatırım amaçlı gayrimenkullerinin defter değerlerinde gözlemlenen düzenli düşüşe karşılık, ekspertiz değerlerinde düzenli bir artışın gözlemlenmesi (Çizelge 9.42)	10

9.3.3.3 C Firmasının analizi

Çizelge 9.44 : C Firmasının gayrimenkul hacmi ve gayrimenkul gelirine ilişkin bilgiler (Çizelge C.5).

C Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Ciro (milyon TL)	49,2	183,3	65,5
Kira Geliri (milyon TL)	1,0	2,3	1,1
Konut Satış Geliri (milyon TL)	40,3	172,3	52,8
Arsa Satış Geliri (milyon TL)	0	0	0
Bina Satış Geliri (milyon TL)	0	0	0
Satılan Bina Defter Değeri (milyon TL)	-	-	-
Stokların Defter Değeri (milyon TL)	187,7	138,8	85,1
Stokların Ekspertiz Değeri (milyon TL)	-	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (milyon TL)	19,1	21,3	24,7
Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Ekspertiz Değerleri (milyon TL)	-	-	-

Çizelge 9.45 : K36 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K36	C Firmasının Pazar Durumu Analizi	7,33
F1	Firmanın cirosu her ne kadar düzenli bir artış süreci göstermemiş olsa da, 2008 yılı 9. ay cirosu 2006 yılı 9. ay cirosundan daha yüksek olması (Çizelge 9.44)	7
F2	Firmanın kira gelirinin dalgalı bir değişim göstermesi, ancak 2008 yılında elde edilen kira gelirinin 2006 yılında elde edilen kira gelirinden yüksek olması (Çizelge 9.44)	7
F3	Gelirinin önemli bir bölümünü konut satışından elde eden firmanın konut satış gelirinin düzenli bir değişim göstermemesi, ancak buna karşılık 2008 yılı 9. ayı itibarı ile elde edilen konut satış gelirinin 2006 yılı 9. ayı itibarı ile elde edilen konut satış gelirinden daha yüksek olması (Çizelge 9.44)	7
F4	Firmanın, incelenen tüm firmalar içinde en yüksek konut satış geliri elde eden firma olması (Çizelge 9.44)	10
F5	Firmanın yatırım amaçlı gayrimenkullerinde düzenli bir artışın olması (Çizelge 9.44)	10
F6	Kira gelirinin ciro içindeki payının düşük olmasının gelecek dönem için düzenli bir gelirin sağlanması alanında bir risk oluşturması (Çizelge 9.44)	3

9.3.3.4 D Firmasının analizi

Çizelge 9.46 : D Firmasının gayrimenkul hacmi ve gayrimenkul gelirine ilişkin bilgiler (Çizelge D.5).

D Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Ciro (milyon TL)	3,1	11,0	2,3
Kira Geliri (milyon TL)	1,8	1,9	1,9
Konut Satış Geliri (milyon TL)	0	0	0
Arsa Satış Geliri (milyon TL)	0	0	0
Bina Satış Geliri (milyon TL)	1,3	9,1	0,4
Satılan Bina Defter Değeri (milyon TL)	0,9	6,5	0,3
Stokların Defter Değeri (milyon TL)	0	0	0
Stokların Ekspertiz Değeri (milyon TL)	-	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (milyon TL)	37,2	31,5	36,4
Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Ekspertiz Değerleri (milyon TL)	-	-	-

Çizelge 9.47 : K37 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K37	D Firmasının Pazar Durumu Analizi	5,6
F1	Firmanın cirosundaki değişimin, incelenen üç dönemde düzenli olmayıp; firmanın 2008 yılı 9. ayı cirosunun incelenen üç dönem içindeki en düşük ciro değeri olması (Çizelge 9.46)	4
F2	Firmanın kira geliri, düşük bir düzeyde olmasına karşılık, incelenen üç dönemde sabit kalması nedeni ile bu alanda bir istikrardan söz edilebilmesi (Çizelge 9.46)	7
F3	İncelenen diğer firmalardan farklı olarak, firmanın incelenen tüm dönemlerde bina satışı yapmış olması ve bu durumun bir küçülme göstergesi olarak değerlendirilebilmesi (Çizelge 9.46)	3
F4	Her üç dönemde defter değerinden daha yüksek fiyatlara bina satışı yapan firmanın özellikle 2007 yılı 9. ayında gerçekleştirmiş olduğu bina satışının, binanın defter değerinin yaklaşık 1,5 katına yakın olduğu da göz önüne alındığında, oldukça karlı bir satışların yapılmış olduğu sonucuna varılabilmesi (Çizelge 9.46)	8
F5	Firmanın yatırım amaçlı gayrimenkullerinde, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin gözlemlenmesi, ancak yine de 2006 yılı 9. ayı ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile sahip olunan yatırım amaçlı gayrimenkul değerlerinin birbirine yakın olması (Çizelge 9.46)	6

9.3.3.5 E Firmasının analizi

Çizelge 9.48 : E Firmasının gayrimenkul hacmi ve gayrimenkul gelirine ilişkin bilgiler (Çizelge E.5).

E Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Ciro (milyon TL)	2,5	2,7	7,1
Kira Geliri (milyon TL)	2,3	2,5	2,7
Konut Satış Geliri (milyon TL)	0	0	0
Arsa Satış Geliri (milyon TL)	0	0	0
Bina Satış Geliri (milyon TL)	0	0	4,2
Satılan Bina Defter Değeri (milyon TL)	0	0	3,1
Stokların Defter Değeri (milyon TL)	0	0	0
Stokların Ekspertiz Değeri (milyon TL)	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (milyon TL)	39,2	39,1	35,6
Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Ekspertiz Değerleri (milyon TL)	43,5	47,7	43,6

Çizelge 9.49 : K38 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K38	E Firmasının Pazar Durumu Analizi	6,67
F1	Firmanın cirosunun, düşük bir düzeyde olmasına karşın, incelenen üç dönemde düzenli bir artış göstermesi (Çizelge 9.48)	9
F2	Firmanın kira gelirinin, düşük bir düzeyde olmasına karşın, incelenen üç dönemde düzenli bir artışın söz konusu olması (Çizelge 9.48)	9
F3	Firmanın 2008 yılı 9. dönemi itibarı ile bina satışı gerçekleştirmiş olması ve bu durumun bir küçülme göstergesi olarak değerlendirilebilmesi (Çizelge 9.48)	3
F4	Firmanın 2008 yılı 9. dönemi itibarı ile gerçekleştirmiş olduğu bina satışının, satılan binaların defter değerlerinin yaklaşık 1,35 katı olması ve bu nedenle karlı bir satışın yapılmış olduğu sonucuna varılabilmesi (Çizelge 9.48)	8
F5	Firmanın yatırım amaçlı gayrimenkullerinin, incelenen her üç dönemde de azalmış olması (Çizelge 9.48)	2
F6	Firmanın yatırım amaçlı gayrimenkullerinin ekspertiz değerlerinin defter değerlerine oranının incelenen üç dönemde düzenli bir artış göstermesi (Çizelge 9.48)	9

9.4 Türk İnşaat ve Gayrimenkul Sektörlerinin Nicel (Kantitatif) Analizi

9.4.1 Likidite oranları analizi

İncelenen firmalar için gerçekleştirilen likidite oranları analizi kapsamında, çalışmanın 8.2.1. bölümünde ayrıntıları açıklanan cari oran ve asit-test oranı değerlendirilecektir.

9.4.1.1 A Firmasının analizi

Çizelge 9.50 : A Firmasının likidite oranları (Çizelge A.1, A.2).

A Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Cari Oranı	0,51	7,53	6,6
Asit-Test Oranı	0,51	7,51	6,3

Çizelge 9.51 : K39 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K39	A Firmasının Likidite Oranları Analizi	9,5
F1	Firmanın cari oranının, 2006 yılı 9. dönemi itibarı ile alınan yüksek tutarlı avanslar nedeni ile oldukça düşük bir değerde olmasına karşın, bu dönemden sonra alınan avansların azalması ve ayrıca firmaya yüksek tutarda bir nakit girişi olması sonucunda; tercih edilen alt sınır değeri olan 2'nin oldukça üzerine yükselerek, yüksek düzeylerde devam etmiş olması (Çizelge 9.50)	9
F2	Firmanın stok bulundurmaması sonucunda, asit-test oranının cari orana oldukça yakın olması ve söz konusu oranın cari orana paralel bir değişim göstermesi (Çizelge 9.50)	10

9.4.1.2 B Firmasının analizi

Çizelge 9.52 : B Firmasının likidite oranları (Çizelge B.1, B.2).

B Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Cari Oran	5,95	3,85	5,03
Asit-Test Oranı	3,77	2,07	2,70

Çizelge 9.53 : K40 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K40	B Firmasının Likidite Oranları Analizi	9,5
F1	Firmanın cari oranının, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişim göstermesine karşın, her üç dönemde de tercih edilen alt sınır olan 2'nin oldukça üzerinde olması (Çizelge 9.52)	9
F2	Stoklardaki değişimin dengeli ve dönen varlıkların değişimine paralel olması sonucunda asit-test oranının değişiminin de cari oranın değişimine paralel olması ve her üç dönemde de 2'nin üzerinde olması sonucunda, stokların satışında ortaya çıkabilecek zorlukların firma için likidite sorunu oluşturmayacağı sonucuna varılabilmesi (Çizelge 9.52)	10

9.4.1.3 C Firmasının analizi

Çizelge 9.54 : C Firmasının likidite oranları (Çizelge C.1, C.2).

C Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Cari Oran	2,42	1,56	2,60
Asit-Test Oranı	0,35	0,65	0,61

Çizelge 9.55 : K41 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K41	Firmasının Likidite Oranları Analizi	5,5
F1	Firmanın cari oranının, incelenen üç dönemde düzenli bir değişim göstermemiş olmasına karşın, 2008 yılında incelenen üç dönem içinde en yüksek değere ulaşmış olması (Çizelge 9.54)	8
F2	Dönen varlıkların büyük bir bölümünü stokların oluşturması sonucunda, firmanın asit-test oranının incelenen her üç dönemde de cari oranın oldukça altında ve ayrıca 1’den daha küçük olması; bunun sonucunda firmanın stoklarını oluşturan konutların satışının zorlaşması durumunda likidite sıkıntısı yaşama riski (Çizelge 9.54)	3

9.4.1.4 D Firmasının analizi

Çizelge 9.56 : D Firmasının likidite oranları (Çizelge D.1, D.2).

D Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Cari Oran	0,62	11,33	12,85
Asit-Test Oranı	0,46	11,29	12,62

Çizelge 9.57 : K42 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K42	D Firmasının Likidite Oranları Analizi	9,5
F1	Firmanın cari oranının, 2006 yılı 9. dönemi itibarı ile hazır değerlerinin düşüklüğü nedeni ile oldukça düşük bir düzeyde olmasına karşın, bu dönemden sonra firmaya yüksek tutarda bir nakit girişi olması sonucunda; tercih edilen alt sınır değeri olan 2'nin oldukça üzerine yükselerek, yüksek düzeylerde devam etmiş olması (Çizelge 9.56)	9
F2	Firmanın stok bulundurmaması sonucunda, asit-test oranının cari orana oldukça yakın olması ve söz konusu oranın cari orana paralel bir değişim göstermesi (Çizelge 9.56)	10

9.4.1.5 E Firmasının analizi

Çizelge 9.58 : E Firmasının likidite oranları (Çizelge E.1, E.2).

E Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Cari Oran	33,11	109,20	155,52
Asit-Test Oranı	33,10	109,10	153,50

Çizelge 9.59 : K43 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K43	E Firmasının Likidite Oranları Analizi	10
F1	Firmanın cari oranının, incelenen tüm dönemlerde, tercih edilen alt sınır değeri olan 2'nin oldukça üzerinde olması (Çizelge 9.58)	10
F2	Firmanın stok bulundurmaması sonucunda, asit-test oranının cari orana oldukça yakın olması ve söz konusu oranın cari orana paralel bir değişim göstermesi (Çizelge 9.58)	10

9.4.2 Karlılık analizi

İncelenen firmalar için gerçekleştirilen karlılık analizi kapsamında, çalışmanın 8.2.2. bölümünde ayrıntıları açıklanan faaliyet karı, faaliyet marjı, EBITDA, aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı değerlendirilecektir.

9.4.2.1 A Firmasının analizi

Çizelge 9.60 : A Firmasının karlılığı (Çizelge A1, A2, A3, A5).

A Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Faaliyet Karı (milyon TL)	32,6	48,6	24,7
Faaliyet Marjı	0,88	0,25	0,43
EBITDA (milyon TL)	61,1	64,3	41,3
Aktif Karlılığı	0,04	0,05	0,03
Özkaynak Karlılığı	0,04	0,05	0,04

Çizelge 9.61 : K45 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K45	A Firmasının Karlılık Analizi	6,2
F1	Firmanın faaliyet karında, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin söz konusu olması ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile faaliyet karının, diğer iki döneme oranla en düşük değerini alması; buna karşılık firmanın faaliyet karının incelenen diğer firmaların faaliyet karlarından oldukça yüksek olması (Çizelge 9.60)	6
F2	2006 yılı 9. ayı itibarı ile, konusu kalmayan karşılıkların eklenmesi ile yüksek bir düzeye ulaşan faaliyet marjının, takip eden iki dönemde 0,5'in altında kalması ve bu nedenle asıl faaliyetlerinden elde ettiği gelirin nispeten düşük bir düzeyde kalması (Çizelge 9.60)	6
F3	Firmanın EBITDA değerinde, faaliyet karının değişimine paralel olarak incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin söz konusu olması ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile bu değer, diğer iki döneme oranla en düşük değerini alması; buna karşılık firmanın faaliyet karının incelenen diğer firmaların faaliyet karlarından oldukça yüksek olması (Çizelge 9.60)	6
F4	Firmanın aktif karlılığında, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin söz konusu olması ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile aktif karlılığının, diğer iki döneme oranla en düşük değerini alması; ancak yine de bir zararın söz konusu olmaması (Çizelge 9.60)	5
F5	Firmanın özkaynak karlılığının, incelenen üç dönemde önemli ölçüde bir değişiklik göstermemesi ve bu durumun bir istikrar göstergesi olarak değerlendirilebilmesi (Çizelge 9.60)	8

9.4.2.2 B Firmasının analizi

Çizelge 9.62 : B Firmasının karlılığı (Çizelge B1, B2, B3, B5).

B Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Faaliyet Karı (milyon TL)	4,0	9,6	2,6
Faaliyet Marjı	0,65	0,39	0,18
EBITDA (milyon TL)	6,2	10,8	3,8
Aktif Karlılığı	0,02	0,05	0,01
Özkaynak Karlılığı	0,05	0,02	0,07

Çizelge 9.63 : K46 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K46	B Firmasının Karlılık Analizi	5
F1	Firmanın faaliyet karında, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin söz konusu olması ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile faaliyet karının, diğer iki döneme oranla en düşük değerini alması (Çizelge 9.62)	5
F2	Firmanın faaliyet marjında, incelenen üç dönemde sürekli bir düşüşün olması (Çizelge 9.62)	2
F3	Firmanın EBITDA değerinin, incelenen üç dönemde faaliyet karına yakın ve faaliyet karının değişimine paralel bir değişim göstermesi (Çizelge 9.62)	5
F4	Firmanın aktif karlılığında, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin söz konusu olması ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile aktif karlılığının, diğer iki döneme oranla en düşük değerini alması; ancak yine de bir zararın söz konusu olmaması (Çizelge 9.62)	5
F5	Firmanın özkaynak karlılığında, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin söz konusu olması, ancak 2008 yılı 9. ayı itibarı ile aktif karlılığının, diğer iki döneme oranla en yüksek değerini alması (Çizelge 9.62)	8

9.4.2.3 C Firmasının analizi

Çizelge 9.64 : C Firmasının karlılığı (Çizelge C1, C2, C3, C5).

C Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Faaliyet Karı (milyon TL)	3,0	12,6	2,9
Faaliyet Marjı	0,06	0,07	0,04
EBITDA (milyon TL)	3,4	13,1	3,3
Aktif Karlılığı	0,01	0,05	0,02
Özkaynak Karlılığı	0,04	0,11	-0,07

Çizelge 9.65 : K47 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K47	C Firmasının Karlılık Analizi	4,8
F1	Firmanın faaliyet karında, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin söz konusu olması ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile faaliyet karının, diğer iki döneme oranla en düşük değerini alması, ancak yine de bir zararın söz konusu olmaması (Çizelge 9.64)	5
F2	Firmanın faaliyet marjında, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin söz konusu olması ve her üç dönem için de oldukça düşük değerlerin gözlemlenmesi; ayrıca 2008 yılı 9. ayı itibarı ile faaliyet marjının, diğer iki döneme oranla en düşük değerini alması (Çizelge 9.64)	4
F3	Firmanın EBITDA değerinin, incelenen üç dönemde faaliyet karına yakın ve faaliyet karının değişimine paralel bir değişim göstermesi (Çizelge 9.64)	5
F4	Firmanın aktif karlılığının dalgalı bir değişim göstermesi, ancak yine de 2008 yılı 9. ayı itibarı ile bu değer 2006 yılı 9. ayına göre daha yüksek olması (Çizelge 9.64)	7
F5	Firmanın özkaynak karlılığında, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin söz konusu olması, 2008 yılı 9. ayı itibarı incelenen üç dönem içinde en düşük değer söz konusu olması ve aynı zamanda firmanın zarar etmeye başlaması(Çizelge 9.64)	3

9.4.2.4 D Firmasının analizi

Çizelge 9.66 : D Firmasının karlılığı (Çizelge D1, D2, D3, D5).

D Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Faaliyet Karı (milyon TL)	0,01	2,5	-0,3
Faaliyet Marjı	0	0,23	-0,13
EBITDA (milyon TL)	0,03	2,51	-0,3
Aktif Karlılığı	0	0,06	0
Özkaynak Karlılığı	0	0,04	0,01

Çizelge 9.67 : K48 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K48	D Firmasının Karlılık Analizi	4,4
F1	Firmanın faaliyet karında, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişimin söz konusu olması, 2008 yılı 9. ayı itibarı ile en düşük değer söz konusu olması ve aynı zamanda firmanın zarar etmeye başlaması (Çizelge 9.66)	3
F2	Firmanın faaliyet marjının, incelenen üç dönemde dalgalı bir değişim göstermesi ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile faaliyet karına paralel olarak negatif bir değer alması (Çizelge 9.66)	4
F3	Firmanın amortisman değerinin her üç dönemde oldukça düşük olması nedeni ile EBITDA değerinin, incelenen üç dönemde faaliyet karı ile neredeyse aynı ve faaliyet karının değişimine paralel bir değişim göstermesi (Çizelge 9.66)	3
F4	Firmanın aktif karlılığının incelenen üç dönemde dalgalı bir değişim göstermesi ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile 2006 yılı 9. ayında olduğu gibi 0 olması (Çizelge 9.66)	5
F5	Firmanın özkaynak karlılığının incelenen üç dönemde dalgalı bir değişim göstermesi, ancak yine de 2008 yılı 9. ayı itibarı ile bu değer 2006 yılı 9. ayına göre daha yüksek olması (Çizelge 9.66)	7

9.4.2.5 E Firmasının analizi

Çizelge 9.68 : E Firmasının karlılığı (Çizelge E1, E2, E3, E5).

E Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Faaliyet Karı (milyon TL)	1,0	1,1	2,6
Faaliyet Marjı	0,40	0,41	0,37
EBITDA (milyon TL)	1,6	1,1	3,1
Aktif Karlılığı	0,02	0,02	0,04
Özkaynak Karlılığı	0,05	0,06	0,09

Çizelge 9.69 : K49 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K49	E Firmasının Karlılık Analizi	7,8
F1	Firmanın faaliyet karının incelenen üç dönemde bir artış sürecinde olması ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile artışın hızlanması (Çizelge 9.68)	9
F2	Firmanın faaliyet marjının incelenen üç dönemde düzenli bir değişim göstermemiş olması ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile üç dönem içinde en düşük değere ulaşmış olması (Çizelge 9.68)	4
F3	EBITDA değerinin, incelenen üç dönemde düzenli bir değişim göstermemiş olmasına karşın, 2008 yılı 9. ayı itibarı ile bu değer diğer iki döneme göre en yüksek değeri almış olması (Çizelge 9.68)	8
F4	Firmanın, önceki iki dönemde sabit olan aktif karlılığının, 2008 yılı 9. ayı itibarı ile önemli ölçüde bir artış göstermiş olması (Çizelge 9.68)	8
F5	Firmanın özkaynak karlılığının incelenen üç dönemde düzenli bir artış göstermesi ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile bu değer, incelenen diğer firmaların özkaynak karlılıklarından daha yüksek olması (Çizelge 9.68)	10

9.4.3 Nakit akışı ve faiz karşılama oranı analizi

İncelenen firmalar için gerçekleştirilen nakit akışı ve faiz karşılama oranı analizi kapsamında, çalışmanın 8.2.3. bölümünde ayrıntıları açıklanan net nakit akışı, serbest naki akışı ve faiz karşılama oranı değerlendirilecektir.

9.4.3.1 A Firmasının analizi

Çizelge 9.70 : A Firmasının nakit akışı ve faiz karşılama oranı (Çizelge A3, A4, A5).

A Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Net Nakit Akışı (milyon TL)	-26,6	79,7	-42,1
Serbest Nakit Akışı (milyon TL)	-15,0	139,1	-40,3
Faiz Karşılama Oranı	∞	∞	∞

Çizelge 9.71 : K50 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K50	A Firmasının Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı Analizi	8,3
F1	Firmanın, incelenen üç dönemde toplam net nakit akışının nispeten düşük bir düzeyde, ancak pozitif değerde olması (Çizelge 9.70)	7
F2	Firmanın, incelenen üç dönemde toplam serbest nakit akışının pozitif değerde ve yüksek bir düzeyde olması (Çizelge 9.70)	8
F3	Firmanın finansal borcunun bulunmaması sonucunda bankalara faiz ödeme gereksiniminin bulunmaması (Çizelge 9.70)	10

9.4.3.2 B Firmasının analizi

Çizelge 9.72 : B Firmasının nakit akışı ve faiz karşılama oranı (Çizelge B3, B4, B5).

B Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Net Nakit Akışı (milyon TL)	2,1	2,9	-3,1
Serbest Nakit Akışı (milyon TL)	6,9	6,5	-8,7
Faiz Karşılama Oranı	∞	∞	∞

Çizelge 9.73 : K51 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K51	B Firmasının Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı Analizi	8
F1	Firmanın, incelenen üç dönemde toplam net nakit akışının nispeten düşük bir düzeyde, ancak pozitif değerde olması (Çizelge 9.72)	7
F2	Firmanın, incelenen üç dönemde toplam serbest nakit akışının nispeten düşük bir düzeyde, ancak pozitif değerde olması (Çizelge 9.72)	7
F3	Firmanın finansal borcunun bulunmaması sonucunda bankalara faiz ödeme gereksiniminin bulunmaması (Çizelge 9.72)	10

9.4.3.3 C Firmasının analizi

Çizelge 9.74 : C Firmasının nakit akışı ve faiz karşılama oranı (Çizelge C2, C3, C4)

C Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Net Nakit Akışı (milyon TL)	-33,2	68,9	-12,8
Serbest Nakit Akışı (milyon TL)	2,1	12,4	2,9
Faiz Karşılama Oranı	2,14	4,26	0,44

Çizelge 9.75 : K52 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K52	C Firmasının Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı Analizi	6,7
F1	Firmanın, incelenen üç dönemde toplam net nakit akışının nispeten düşük bir düzeyde, ancak pozitif değerde olması (Çizelge 9.74)	7
F2	İncelenen her üç dönemde firmanın serbest nakit akışının pozitif değerde olması (Çizelge 9.74)	9
F3	Firmanın faiz karşılama oranının, önceki iki dönemde 1'in üzerinde ve yüksek bir değerde olmasına karşılık, 2008 yılı 9. ayı itibarı ile 1'in oldukça altına düşmesi ve bu durumun, firmanın gelecek dönemde kredi faiz ödemelerinde zorluk yaşama riskini ortaya çıkarması (Çizelge 9.74)	4

9.4.3.4 D Firmasının analizi

Çizelge 9.76 : D Firmasının nakit akışı ve faiz karşılama oranı (Çizelge D3, D4, D5).

D Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Net Nakit Akışı (milyon TL)	-0,4	8,7	-5,6
Serbest Nakit Akışı (milyon TL)	1,26	11,2	-6,9
Faiz Karşılama Oranı	0,11	∞	∞

Çizelge 9.77 : K53 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K53	D Firmasının Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı Analizi	8
F1	Firmanın, incelenen üç dönemde toplam net nakit akışının nispeten düşük bir düzeyde, ancak pozitif değerde olması (Çizelge 9.76)	7
F2	Firmanın, incelenen üç dönemde toplam serbest nakit akışının nispeten düşük bir düzeyde, ancak pozitif değerde olması (Çizelge 9.76)	7
F3	Firmanın 2006 yılı 9. döneminden sonra faiz ödemesinin ve yeni finansal borcunun bulunmaması (Çizelge 9.76)	10

9.4.3.5 E Firmasının analizi

Çizelge 9.78 : E Firmasının nakit akışı ve faiz karşılama oranı (Çizelge E3, E4, E5).

E Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Net Nakit Akışı (milyon TL)	0	0,3	7,7
Serbest Nakit Akışı (milyon TL)	-2,5	1,7	5,4
Faiz Karşılama Oranı	∞	∞	∞

Çizelge 9.79 : K54 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K54	E Firmasının Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı Analizi	10
F1	Firmanın net nakit akışının incelenen üç dönemde düzenli bir artış sürecinde olması ve 2008 yılı 9. ayı itibarı ile firmaya net nakit girişinin önceki iki döneme göre oldukça yüksek olması(Çizelge 9.78)	10
F2	Firmanın serbest nakit akışının incelenen üç dönemde düzenli ve hızlı bir artış sürecinde olması (Çizelge 9.78)	10
F3	Firmanın finansal borcunun bulunmaması sonucunda bankalara faiz ödeme gereksiniminin bulunmaması (Çizelge 9.78)	10

9.4.4 Sermaye yapısı ve finansal kaldıraç analizi

İncelenen firmalar için gerçekleştirilen likidite oranları analizi kapsamında, çalışmanın 8.2.4. bölümünde ayrıntıları açıklanan sermaye, borç-özkaynak oranı, finansal borç-özkaynak oranı ve yedek akçe-özkaynak oranı değerlendirilecektir.

9.4.4.1 A Firmasının analizi

Çizelge 9.80 : A firmasının sermaye yapısı ve finansal kaldıraç (Çizelge A.1, A.2).

A Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	330	450	450
Borç-Özkaynak Oranı	0,07	0,02	0,06
Finansal Borç-Özkaynak Oranı	0	0	0
Yedek Akçe-Özkaynak Oranı	0	0	0

Çizelge 9.81 : K55 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K55	A Firmasının Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç Analizi	10
F1	Firmada 2006 yılı 9. ayından sonra sermaye artışının gerçekleşmesi ve firmanın sermayesinin incelenen diğer firmaların sermayesinin oldukça üzerinde olması (Çizelge 9.80)	10
F2	Firmanın borç-özkaynak oranının incelenen üç dönemde 0'a yakın bir düzeyde olması (Çizelge 9.80)	10
F3	Firmanın finansal borcunun bulunmaması nedeni ile incelenen üç dönemde finansal borç-özkaynak oranının 0 olması (Çizelge 9.80)	10

9.4.4.2 B Firmasının analizi

Çizelge 9.82 : B Firmasının sermaye yapısı ve finansal kaldıracı (Çizelge B.1, B.2).

B Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	5,5	5,5	5,5
Borç-Özkaynak Oranı	0,15	0,26	0,19
Finansal Borç-Özkaynak Oranı	0	0	0
Yedek Akçe-Özkaynak Oranı	0,03	0,06	0

Çizelge 9.83 : K56 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K56	B Firmasının Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç Analizi	9
F1	Firmanın sermayesinde incelenen üç dönemde bir artışın olmaması ve incelenen firmalar içinde en düşük sermayeye sahip olması (Çizelge 9.82)	7
F2	Firmanın borç-özkaynak oranının incelenen üç dönemde 0'a yakın bir düzeyde olması (Çizelge 9.82)	10
F3	Firmanın finansal borcunun bulunmaması nedeni ile incelenen üç dönemde finansal borç-özkaynak oranının 0 olması (Çizelge 9.82)	10

9.4.4.3 C Firmasının analizi

Çizelge 9.84 : C Firmasının sermaye yapısı ve finansal kaldıraç (Çizelge C.1, C.2).

C Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	40	40	40
Borç-Özkaynak Oranı	1,54	1,37	0,46
Finansal Borç-Özkaynak Oranı	0,19	0,65	0,37
Yedek Akçe-Özkaynak Oranı	0	0	0

Çizelge 9.85 : K57 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K57	C Firmasının Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç Analizi	7
F1	Firmanın sermayesinde incelenen üç dönemde bir değişimin olmaması (Çizelge 9.84)	8
F2	Firmanın borç-özkaynak oranının önceki iki dönemde 1'in üzerinde olmasına karşın 2008 yılı 9. ayı itibarı ile 1'in oldukça altına düşmüş (Çizelge 9.84)	7
F3	Firmanın finansal borç-özkaynak oranının özellikle 2007 yılı 9. ayı itibarı ile oldukça yükselmiş olması ve vasat bir süreç izlemesi (Çizelge 9.84)	6

9.4.4.4 D Firmasının analizi

Çizelge 9.86 : D Firmasının sermaye yapısı ve finansal kaldıracı (Çizelge D.1, D.2).

D Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	10	10	10
Borç-Özkaynak Oranı	0,04	0,03	0,02
Finansal Borç-Özkaynak Oranı	0	0	0
Yedek Akçe-Özkaynak Oranı	0,45	0,39	0,03

Çizelge 9.87 : K58 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K58	D Firmasının Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç Analizi	9,33
F1	Firmanın sermayesinde incelenen üç dönemde bir değişimin olmaması (Çizelge 9.86)	8
F2	Firmanın borç-özkaynak oranının incelenen üç dönemde 0'a yakın bir düzeyde olması (Çizelge 9.86)	10
F3	Firmanın finansal borcunun bulunmaması nedeni ile incelenen üç dönemde finansal borç-özkaynak oranının 0 olması (Çizelge 9.86)	10

9.4.4.5 E Firmasının analizi

Çizelge 9.88 : E Firmasının sermaye yapısı ve finansal kaldıracı (Çizelge E.1, E.2).

E Firması	2006/9	2007/9	2008/9
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	16,8	18,5	19,3
Borç-Özkaynak Oranı	0,01	0	0
Finansal Borç-Özkaynak Oranı	0	0	0
Yedek Akçe-Özkaynak Oranı	0,09	0,13	0,01

Çizelge 9.89 : K54 kaleminin analizi.

Veri	Açıklama	Puan
K59	E Firmasının Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç Analizi	9,7
F1	Firmanın sermayesinin incelenen üç dönemde düzenli bir artış sürecinde olması (Çizelge 9.88)	9
F2	Firmanın borç-özkaynak oranının incelenen üç dönemde 0'a yakın bir düzeyde olması (Çizelge 9.88)	10
F3	Firmanın finansal borcunun bulunmaması nedeni ile incelenen üç dönemde finansal borç-özkaynak oranının 0 olması (Çizelge 9.88)	10

9.5 Kredi Derecelendirme Notlarının Belirlenmesi

Nitel ve nicel analiz kapsamında firma bazında analiz edilen grupların kalem puanları belirlenmiş olup, söz konusu grupların tek kalemden oluşmuş olmaları nedeni ile kalem puanları, grup puanlarına eşit olmaktadır. Grup puanlarının Çizelge 9.1’de belirtilen grup ağırlık oranları ile çarpılması sonucunda sonuç puanları elde edilecek ve sonuç puanlarına göre Çizelge 9.4’ün göz önüne alınması ile her firma için bir kredi derecelendirme notu belirlenecektir. Son olarak, incelenen beş firmanın sonuç puanlarının aritmetik ortalaması alınarak Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörünün kredi derecelendirme notu belirlenmiş olacaktır.

9.5.1 İncelenen firmaların kredi derecelendirme notlarının belirlenmesi

Çizelge 9.90 : A Firmasının kredi derecelendirme notunun belirlenmesi.

A FİRMASI			
Grup	g	GP	Ağırlıklı GP
Endüstri Riski	%30	6,14	1,842
Faaliyet Ortamı	%20	7,26	1,452
Pazar Durumu	%10	8,6	0,86
Likidite Oranları	%5	9,5	0,475
Karlılık	%12	6,2	0,744
Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı	%11	8,3	0,913
Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç	%12	10	1,2
SP			7,49
KREDİ DERECELENDİRME NOTU			BBB

Çizelge 9.91 : B Firmasının kredi derecelendirme notunun belirlenmesi.

B FİRMASI			
Grup	g	GP	Ağırlıklı GP
Endüstri Riski	%30	6,14	1,842
Faaliyet Ortamı	%20	7,26	1,452
Pazar Durumu	%10	6,86	0,686
Likidite Oranları	%5	9,5	0,475
Karlılık	%12	5	0,6
Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı	%11	8	0,88
Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç	%12	9	1,08
SP			7,02
KREDİ DERECELENDİRME NOTU			BBB-

Çizelge 9.92 : C Firmasının kredi derecelendirme notunun belirlenmesi.

C FİRMASI			
Grup	g	GP	Ağırlıklı GP
Endüstri Riski	%30	6,14	1, 842
Faaliyet Ortamı	%20	7,26	1,452
Pazar Durumu	%10	7,33	0,733
Likidite Oranları	%5	5,5	0,275
Karlılık	%12	4,8	0,576
Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı	%11	6,7	0,737
Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç	%12	7	0,84
SP			6,46
KREDİ DERECELENDİRME NOTU			BB

Çizelge 9.93 : D Firmasının kredi derecelendirme notunun belirlenmesi.

D FİRMASI			
Grup	g	GP	Ağırlıklı GP
Endüstri Riski	%30	6,14	1,842
Faaliyet Ortamı	%20	7,26	1,452
Pazar Durumu	%10	5,6	0,56
Likidite Oranları	%5	9,5	0,475
Karlılık	%12	4,4	0,528
Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı	%11	8	0,88
Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç	%12	9,33	1,12
SP			6,86
KREDİ DERECELENDİRME NOTU			BB+

Çizelge 9.94 : E Firmasının kredi derecelendirme notunun belirlenmesi.

E FİRMASI			
Grup	g	GP	Ağırlıklı GP
Endüstri Riski	%30	6,14	1,842
Faaliyet Ortamı	%20	7,26	1,452
Pazar Durumu	%10	6,67	0,667
Likidite Oranları	%5	10	0,5
Karlılık	%12	7,8	0,936
Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı	%11	10	1,1
Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç	%12	9,7	1,164
SP			7,66
KREDİ DERECELENDİRME NOTU			BBB+

9.5.2 Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörünün kredi derecelendirme notunun belirlenmesi

Çizelge 9.95 : İncelenen Firmalar için belirlenen kredi derecelendirme notları.

Firma	SP	Kredi Derecelendirme Notu
A	7,49	BBB
B	7,02	BBB-
C	6,46	BB
D	6,86	BB+
E	7,66	BBB+

İncelenen firmaların almış olduğu ve Çizelge 9.92’de özetlenmiş olan sonuç puanlarının aritmetik ortalaması sonucunda elde edilen, Türkiye’nin inşaat ve gayrimenkul sektörünün kredi derecelendirme notu Çizelge 9.93’de belirtilmiştir:

Çizelge 9.96 : Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörü için belirlenen kredi derecelendirme notu.

	SP	Kredi Derecelendirme Notu
Türkiye’de İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	7,10	BBB-

10. SONUÇ VE ÖNERİLER

Yapılan değerlendirme sonucunda, incelenen beş adet GYO, BBB+ ile BB arasında kredi derecelendirme notları almış olup, bunun sonucunda Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörünün kredi derecelendirme notu BBB- olarak belirlenmiştir.

Firmaların almış oldukları sonuç puanları ve bu doğrultuda belirlenen kredi derecelendirme notları birbirine yakın olup, Basel II kriterleri kapsamında kredi derecelendirme notlarına göre belirlenen risk ağırlıkları göz önüne alındığında; incelenen firmaların hepsinin, kullanacağı banka kredilerinde risk ağırlığının %100 olacağı görülmektedir (Çizelge 3.1).

Bu duruma paralel olarak, Türk inşaat ve gayrimenkul sektörünün kredi derecelendirme notunun BBB- olması da, Basel II kriterlerine göre %100 risk ağırlığına karşılık gelmektedir. Bu kapsamda Türk inşaat ve gayrimenkul firmalarının sağlayacakları yurtdışı kredilerde, kredi veren kurumların firma bazında bir değerlendirme yapmayarak doğrudan Türk inşaat ve gayrimenkul sektörünün kredi derecelendirme notunu göz önüne almaları durumunda da, bu alanda tüm firmalar için kredi risk ağırlığı %100 olacaktır.

Ancak çalışmanın 3. bölümünde de belirtilmiş olduğu üzere, kredi risk ağırlığı, bankaları doğrudan etkileyecek olup, kredi kullanan firmaları dolaylı olarak etkileyecektir. Nitekim bankaların sermaye yeterlilik oranının alt sınır değeri olan %8 düzeyine yaklaşması durumunda bankalar, risk ağırlığı düşük olan firmalara daha çok önem vermeye başlayacaklardır. Ancak bu çalışmanın 6. bölümünde de göz önüne koyulduğu üzere Türk bankacılık sektörünün sermaye yeterlilik oranı %17 düzeyinde olup, oldukça yüksek ve sınır değer olan %8’in oldukça üzerindedir. Bu nedenle risk ağırlıklarının %100 düzeyinde olmasının hem bu firmalar için, hem de sektör için ilk etapta bir sorun oluşturmayacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, Basel II kriterlerinin Standart Yaklaşımı kapsamında, kredi kullanan firmaların bağımsız derecelendirme kuruluşlarından almış oldukları kredi notlarına göre değerlendirecekleri göz önüne alındığında, kredi notlarının kredi fiyatlamalarını

doğrudan etkileyeceği görülmektedir. Başka bir ifade ile Basel II kriterlerinin kredi kullanan firmalar için temel etkisi kredi faiz oranlarının belirlenmesi olacak olup, kredi notundaki en küçük değişiklik, firmanın kullanacağı kredi fiyatını da değiştirecektir.

Bu durumda Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren firmalar için öncelikli hedef, kredi derecelendirme notlarını olabildiğince yükseltip, bu doğrultuda kredi maliyetlerini olabilecek en düşük seviyeye indirmek olmalıdır. Bununla birlikte, firmaların kredi notlarını en az A- düzeyine yükselterek bu doğrultuda kredi risk ağırlıklarını %100’den %50 düzeyine indirmek, firmalar için ikinci bir hedef olabilecektir. En az A- notunun alınabilmesi için ise, firmanın kredi notunun bu çalışmadaki modele göre 7,875’in üzerinde olması gerekmektedir (Çizelge 9.4).

Bu kapsamda, incelenen firmaların kredi derecelendirme notlarına negatif yönde etki eden faktörler üzerinde durmak ve söz konusu olumsuzlukların ortadan kaldırılmasına veya azaltılmasına yönelik çözüm yollarının araştırılması yararlı olacaktır.

Çizelge 10.1 : Kredi derecelendirme uygulaması kapsamında incelenen gruplar için ortalama grup puanları.

Grup	A	B	C	D	E	Ortalama GP
Endüstri Riski	6,14	6,14	6,14	6,14	6,14	6,14
Faaliyet Ortamı	7,26	7,26	7,26	7,26	7,26	7,26
Pazar Durumu	8,60	6,86	7,33	5,60	6,67	7,01
Likidite Oranları	9,50	9,50	5,50	9,50	10,00	8,80
Karlılık	6,20	5,00	4,80	4,40	7,80	5,64
Nakit Akışı ve Faiz Karşılama Oranı	8,30	8,00	6,70	8,00	10,00	8,20
Sermaye Yapısı ve Finansal Kaldıraç	10,00	9,00	7,00	9,33	9,70	9,01

Çizelge 10.1’de görüldüğü üzere incelenen beş adet GYO; likidite oranları, nakit akışı ve faiz karşılama oranının 8’in üzerinde; sermaye yapısı ve finansal kaldıraç grubunda ortalama olarak 9’un üzerinde bir grup puanına sahip olup, iyi bir durumdadır. Başka bir deyişle, incelenen firmalar genel olarak nakit pozisyonu bakımından olumlu bir durumda olup, kolaylıkla nakde çevirebilecekleri varlıkları, borç düzeylerinin üzerindedir. Bu nedenle söz konusu firmaların özellikle kısa vadeli borçlarını ödeme gücü oldukça yüksek olarak değerlendirilebilir. Ayrıca bu firmaların sermaye yapıları da güçlü olup, özkaynakları borçlarının genellikle üzerindedir. Bu durum, söz konusu firmaların gelecek dönemde finansal yönden zor bir duruma düşme riskini azaltan bir faktör olup, kredi verecek finansal kurumlar ve diğer tüm yatırımcılar için güvenli bir ortam oluşturmaktadır.

Firmaların kredi notlarını düşüren gruplar ise, başta karlılık ve endüstri riski, buna ek olarak da faaliyet ortamı ve pazar durumudur.

Firmaların faaliyet karları ve faaliyet marjları, incelenen dönemlerde genel olarak inişli çıkışlı bir grafik çizmiş olup, bu alanda bir istikrardan söz edilememektedir. Özellikle kira gelirinden çok konut satış geliri olan firmalarda karın her yıl farklılık göstermesi ve bir istikrarın sağlanamaması, bu alanda bir belirsizlik oluşturmaktadır. İnşaat firmaları için bu durum kaçınılmaz olsa da, gayrimenkul firmalarının düzenli kira geliri oluşturacak yüksek değerli gayrimenkullere yatırım yapmaları, bu olumsuzluğu ortadan kaldıracaktır. Bu duruma ek olarak, firmaların faaliyetlerini daha etkin organize ederek faaliyet giderlerini azaltmaları, firmaların karlılığını arttıracak diğer bir faktördür.

Endüstri riski de, incelenen firmaların kredi notunu önemli ölçüde düşürmektedir. Bu grup kapsamında temel olumsuzluk olarak dünya ekonomik krizi ön plana çıkmaktadır. Türkiye ekonomisi bu krizden her ne kadar doğrudan etkilenmemiş olsa da, birçok yönden diğer ülke ekonomilerine bağlı olması nedeni ile dolaylı olarak etkilenmiştir. Bu durumun ortaya çıkardığı belirsizlik, krizin Türkiye’ye olan etkisinin gelecek dönemde de devam etme olasılığı ve ayrıca enflasyonun artışı, kredi veren kurumlar için bir güvensizlik oluşturmaktadır. Nitekim Türkiye ekonomisinde cari işlemler açığı artarak devam etmekte olup, döviz borçlarının artması ile birlikte döviz kurlarındaki ani yükselişler, firmaları daha da olumsuz etkilemekte ve daha yüksek zararlar oluşturmaktadır. İnşaat ve gayrimenkul sektörünün yurtdışından sağlamış olduğu kredilerin büyük bir bölümünün vadesinin

yakın gelecekte dolacak olması göz önüne alındığında, Türkiye’de bu sektörde faaliyet gösteren firmaların döviz kurlarının yükselişi sonucunda daha yüksek tutarlı geri ödemeler gerçekleştirmesi beklenmektedir. Endüstri riski grubunun puanının firmalardan çok ülke ekonomisinin değişimine bağlı olduğu bir gerçektir. Ancak firmaların özellikle içinde bulunulan ekonomik kriz ortamında, krizin finans sektörünü doğrudan etkilediği dış ülkelere kredi kullanmak yerine ilk etapta Türkiye’de faaliyet gösteren bankalardan kredi kullanmayı tercih etmeleri, bu grubun puanını az da olsa yükseltici bir faktör olabilecektir.

Faaliyet ortamı kapsamında ortaya çıkan temel olumsuzluk ise, yetersiz istihdam ve işsizlik olarak ön plana çıkmaktadır. Ayrıca nüfus artışı ile birlikte kentleşmenin düzenli bir dağılım gösterememesi, ülkenin yalnızca belli kentlerinin gelişimine neden olacak ve bu durum inşaat ve gayrimenkul sektörünün faaliyet alanlarını önemli ölçüde sınırlayacaktır. Düzenli bir kentleşmenin yolunun açılması ile ülkemizin orta ölçekli kentlerinin de İstanbul, Ankara ve İzmir gibi büyük kentler düzeyinde gelişim göstermeleri sağlanabilecek, hem iç göç azalarak dengeli bir kentleşme gerçekleşebilecek, hem de inşaat ve gayrimenkul sektörünün daha hızlı büyümesine olanak sağlanacaktır.

Son olarak, incelenen firmaların pazar durumunda gözlemlenen temel olumsuzluk, yeterli düzeyde kira geliri veya konut satışı gerçekleştiremeyen firmaların, yatırım amaçlı gayrimenkullerini satmalarıdır. Bu kapsamda bina veya arsa satışı gerçekleştiren bu firmalar, söz konusu dönemde yüksek düzeyde satış gelirleri elde etmiş olsalar da, hem söz konusu gelir düzenli olmamakta, hem de duran varlıkların azalması sonucunda firma için bir küçülme söz konusu olmaktadır. Bu nedenle, söz konusu firmaların daha düzenli faaliyet politikaları izlemeleri ve duran varlık satışı ile yüksek düzeyde ancak düzensiz gelirler elde etmek yerine, kira geliri ve konut satış gelirlerini arttırarak daha düzenli gelirler elde etmeleri, kredi veren kurumların bu firmalara olan güvenini arttıracaktır.

Sonuç olarak, Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörünün kredi derecesi, hem ülke ekonomisine, hem de bu sektörde faaliyet gösteren firmaların faaliyetlerine bağlıdır. Bu kapsamda hem firmaların faaliyetlerinde ve karlılıklarında istikrarlı ve dengeli bir artış sağlayacak önlemler alınması, hem de Türkiye ekonomisinde yaşanan olumsuzlukların azaltılmasına yönelik ekonomi politikalarının uygulanması gereklidir. Bunun sonucunda Türkiye’de inşaat ve gayrimenkul sektörünün

kredibilitesi artacak ve bu doğrultuda kredi veren kurumların sektörde faaliyet gösteren firmalar için uygulayacağı risk ağırlığı düşecektir. Böylece söz konusu firmalar daha kolay kredi kullanarak faaliyetlerini arttırabileceklerdir.

KAYNAKLAR

- Akgüç, Ö.**, 2006, *Mali Tablolar Analizi*, İstanbul, 12. Baskı, Arayış Basın ve Yayıncılık Ltd.
- Atılal, B.**, 2008. Kredi Derecelendirme, Turkish Yatırım, <www.turkborsa.net/docs/raporlar/>, alındığı tarih 05.01.2009.
- Babuşcu, Ş., Hazar, A.**, 2007. *Kredi Derecelendirmesi (Rating) ve Finans*, Ankara, Akademi Consulting Training, SPK Lisanslama Serisi: 44.
- BCBS**, Haziran 2004. *Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması (Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı)*, Bank of International Settlements, ISBN baskı: 92-9131-669-5.
- BDDK**, 25 Haziran 2008. *Basel II Uygulamasının Ertelenmesine Yönelik Basın Açıklaması*, Sayı: 2008/15, <<http://www.bddk.org.tr>>, alındığı tarih 18.09.2008.
- BDDK Araştırma Dairesi**, 2005. *10 Soruda Basel II Sermaye Uzlaşısı*, <<http://www.fitchratings.com.tr>>, alındığı tarih 05.12.2008.
- Berberoğlu, M.G., Teker, S.**, Aralık 2005. Konut Finansmanı ve Türkiye'ye Uygun Bir Model Önerisi, *İTÜ Dergisi/b*, Sosyal Bilimler, Cilt: 2, Sayı:1, # 58-68.
- Bodur Ç., Teker, S.**, Aralık 2005. Ticari Firmaların Kredi Derecelendirmesi: İMKB Firmalarına Uygulanması, *İTÜ Dergisi/b*, Sosyal Bilimler, Cilt:2, Sayı:1, # 25-36.
- Boratav, K.**, Kasım 2008, Kriz Sonrası Senaryoları, *Turkishtime*, Sayı: 79, OM Yayıncılık, ISSN 13-05-70-0, # 55.
- Colliers International**, 2008-İkinciYarı, Market Research Turkey, Real Estate Market Review, <<http://www.colliersturkey.com>>, alındığı tarih 20.01.2009.
- Çelik, F., Kızıl, İ.**, 2008. Banka Sermaye Yeterliliğinde Basel II Yaklaşımı ve Türk Bankacılığı, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9, (1), # 19-34.
- Damodaran, A.**, 2001, *Corporate Finance*, United States of America, John Wiley & Sons Inc., Second Edition.
- Doğan, İ.**, Kasım 2008. Rüya Kriz ve Sonrası, *Turkishtime*, Sayı: 79, OM Yayıncılık, ISSN 13-05-70-0, #45-49.

- DPT**, Eylül 2008, *Mali Piyasalarda Gelişmeler*, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, <<http://www.dpt.gov.tr>>, alındığı tarih 21.10.2008.
- DPT**, Ekim 2008, *Ekonomik Gelişmeler*, <<http://www.dpt.gov.tr>>, alındığı tarih 22.11.2008.
- Eğilmez, M.**, 21 Kasım 2006, Cari Açık Nedir?, *Radikal Gazetesi*.
- Erdönmez, P.A.**, 2005, Seçilmiş Ülkelerde Gayrimenkul Fiyatları ve Bankacılık Sektöründeki Gelişmeler, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 54, # 59-74.
- Eurosif**, Haziran 2007, *Real Estate Sector Report*, 7th in a Series, <<http://www.eurosif.org>>, alındığı tarih 20.08.2008.
- Gökçe, D.**, Kasım 2008, Kriz Sonrası Senaryoları, *Turkishtime*, Sayı: 79, OM Yayıncılık, ISSN 13-05-70-0, #57.
- Gürsoy, C.T.**, 2007, *Finansal Yönetim İlkeleri*, İstanbul, Doğu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:1.
- Güvercinci, O.**, 2005, Basel II Bir Anlamda Reel Sektörün Değişimidir, *Kobifinans Dergisi*, Sayı 7, <<http://www.kobifinans.com.tr>>, alındığı tarih 15.07.2009.
- İSO**, Nisan 2008, *Türkiye Ekonomisi 2008*, İstanbul Sanayi Odası Yayınları, No:2008/5, 1. Baskı, ISSN 1303-4030.
- Kaur, M.**, 2004. What Effects Will Basel II Have On The Global ABCP Market?, <<http://www.standardandpoors.com>>, alındığı tarih 15.07.2009.
- Kisgen, D.J.**, 2003. Credit Ratings and Capital Structure, University of Washington, School of Business Administration, WA, USA.
- Moody's Investor Service**, Temmuz 2006, Global Building Materials Industry, Global Credit Research, <<http://www.moody's.com>>, alındığı tarih 21.10.2008.
- Nazlı, A.**, Kasım 2008, 2,5 Trilyon Dolarlık Kurtarma, *Turkishtime*, Sayı: 79, OM Yayıncılık, ISSN 13-05-70-0, # 17-20.
- NTVMSNBC**, <<http://www.ntvmsnbc.com>> alındığı tarih 05.03.2009.
- Savills**, 2008, *Turkey Residential Report*, International Residential, Savills Research, <<http://www.savills.com/research>>, alındığı tarih 05.01.2009.
- Sinclair, T.J.**, 1993. Passing Judgement: Credit Rating Processes as Regulatory Mechanisms of Governments in the Emerging World Order, Centre for International and Strategic Studies, Occasional Paper Number 20.

- TCMB**, 2008, Enflasyon Raporu, III, <<http://www.tcmb.gov.tr>>, alındığı tarih 05.12.2008.
- TCMB**, Mayıs 2008, Finansal İstikrar Raporu, Sayı:6, <<http://www.tcmb.gov.tr>>, alındığı tarih 20.08.2008.
- TCMB**, Kasım 2008, Finansal İstikrar Raporu, Sayı:7, <<http://www.tcmb.gov.tr>>, alındığı tarih 05.12.2008.
- TÜİK**, <<http://www.tuik.gov.tr>> alındığı tarih 20.11.2008.
- Uras, G.**, 9 Ağustos 2008, İthalat Arttıkça Cari Açık (Döviz Açığı) Büyüyor, *Milliyet Gazetesi*.
- Vatansever, N.**, 2000, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması, *Muğla Üniversitesi SBE Dergisi*, Güz, Cilt:1 Sayı:1, # 259-274.
- Yaslıdağ, B.**, 2007. *Kredi Derecelendirme Sistemi*, İstanbul, Literatür Yayınları: 531.
- Yeldan, E.**, Kasım 2008, Kriz Sonrası Senaryoları, *Turkishtime*, Sayı: 79, OM Yayıncılık, ISSN 13-05-70-0, # 55.
- YEMAR**, 2007, *Türk Yapı Sektörü Raporu*, Yapı Endüstri Merkezi, Güzel Sanatlar Matbaası A.Ş.
- YEMAR**, 2008, *Türk Yapı Sektörü Raporu*, Yapı Endüstri Merkezi, Güzel Sanatlar Matbaası A.Ş.
- Yenice, U.**, Ekim 2008, Her Yer İnşaat Kulesi, *Turkishtime*, Sayı: 78, OM Yayıncılık, ISSN 13-05-70-0, #57-70.
- Yılmaz, H.B.**, 2007. Basel II ve Kobiler Üzerindeki Etkileri, *Paradoks Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi (e-dergi)*, Yıl:3, Sayı: 1, ISSN 1305–7979, <<http://www.paradoks.org>>, alındığı tarih 20.10.2008.
- Url-1**< <http://www.fitchratings.com.tr/DerecelendirmeKuruluslari>>, alındığı tarih 20.09.2008.
- Url-2**< <http://www.fitchratings.com.tr/KrediDerecelendirmesi>>, alındığı tarih 20.09.2008.
- Url-3**< <http://www.fitchratings.com/SirketDerecelendirmeMetodolojisi>, Kurumsal Finansman>, alındığı tarih 20.09.2008.
- Url-4**< <http://www.tcmb.gov.tr/>>, alındığı tarih 21.10.2008.
- Url-5**< <http://www.imkb.gov.tr/>>, alındığı tarih 15.01.2009.

EKLER

- EK A :** A Firmasının Finansal Verileri (TL) (Url -5)
- EK B :** B Firmasının Finansal Verileri (TL) (Url -5)
- EK C :** C Firmasının Finansal Verileri (TL) (Url -5)
- EK D :** D Firmasının Finansal Verileri (TL) (Url -5)
- EK E :** E Firmasının Finansal Verileri (TL) (Url -5)

EK A

Çizelge A.1 : A Firmasının varlıkları

AKTİF	2006/09	2007/09	2008/09
DÖNEN VARLIKLAR	27,413,559	125,871,149	90,936,829
Hazır Değerler	11,948,806	104,227,839	60,701,935
Finansal Yatırımlar	9,995,878	16,525,385	14,261,796
Ticari Alacaklar	1,901,775	3,834,531	11,697,964
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	135,997	207,948	7,717,074
<i>Diğer Ticari Alacaklar</i>	1,765,778	3,626,583	3,980,890
Stoklar	0	0	0
Diğer Alacaklar	3,145,346	851,992	144,963
Diğer Dönen Varlıklar	421,754	431,402	4,130,171
DURAN VARLIKLAR	837,967,632	759,951,971	857,923,456
Finansal Yatırımlar		0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	773,217,090	736,262,088	794,984,455
<i>Maliyet Değeri</i>	892,931,984	870,855,835	951,096,915
<i>Birikmiş Amortisman (-)</i>	119,714,894	134,593,747	156,112,460
Maddi Duran Varlıklar	64,675,660	23,624,457	62,776,507
<i>Arsa ve Binalar</i>	0	0	0
<i>Makine ve Ekipmanlar</i>	90,489	95,093	329,177
<i>Taşıtlar</i>	49,809	138,736	85,637
<i>Demirbaşlar</i>	790,211	1,312,940	1,552,840
<i>Yapılmakta Olan Yatırımlar</i>	7,486	48,539	17,830
<i>Diğer Gayrimenkuller</i>	64,084,102	22,571,154	61,552,561
<i>Birikmiş Amortisman (-)</i>	346,437	542,005	761,538
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	74,882	63,562	110,690
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	51,804
Diğer Duran Varlıklar	0	1,864	0
TOPLAM VARLIKLAR	865,381,191	885,823,120	948,860,285

Çizelge A.2 : A Firmasının kaynakları

PASİF	2006/09	2007/09	2008/09
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	53,275,953	16,706,104	13,819,855
Finansal Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	2,997,889	2,251,456	1,331,980
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	782,185	82,106	147,313
<i>Diğer Ticari Borçlar</i>	2,215,704	2,169,350	1,184,667
Diğer Borçlar	0	0	68,308
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	22,527
Borç Karşılıkları	24,669	30,777	191,950
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	50,253,395	14,423,871	12,205,090
<i>Alınan Avanslar</i>	49,886,817	9,416,533	8,259,787
<i>Gelecek Aylara Ait Gelirler</i>	0	4,021,103	3,680,342
<i>Ödenecek Vergi ve Kesintiler</i>	366,578	986,235	264,941
<i>Diğer</i>	0	0	20
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	111,186	344,411	36,360,630
Ticari Borçlar	0	165,696	0
Kıdem Tazminatı Karşılığı	0	0	202,777
Diğer Borçlar*	109,417	178,715	36,157,853
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1,769	0	0
ÖZKAYNAKLAR	811,994,052	868,772,605	898,679,800
Ödenmiş Sermaye	329,966,000	450,000,000	450,000,000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	343,724,630	240,188,930	240,146,090
Hisse Senedi İhraç Primleri	423,981	423,981	423,981
Değer Artış Fonları	0	0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	0	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2,657,571	6,854,498	5,831,268
Geçmiş Yıllar Kar/Zararı	102,743,472	130,798,627	164,306,933
Dönem Kar/Zararı	32,478,398	40,506,569	37,971,528
Azınlık Payları	0	0	0
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	865,381,191	885,823,120	948,860,285

Çizelge A.3 : A Firmasının gelir tablosu

	2006/09	2007/09	2008/09
Satış Gelirleri	37,234,812	193,140,412	58,136,007
Satışların Maliyeti	34,901,138	135,948,201	33,845,793
BRÜT KAR	2,333,674	57,192,211	24,290,214
Genel Yönetim Giderleri	6,119,693	3,256,325	4,099,579
Diğer Faaliyet Gelirleri	36,381,361	4,699,838	4,902,621
Diğer Faaliyet Giderleri	0	9,988,011	358,022
FAALİYET KARI	32,595,342	48,647,713	24,735,234
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	6,524,428	3,920,390	14,400,459
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler	6,597,395	11,983,345	1,127,636
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	32,522,375	40,584,758	38,008,057
Vergi Gelir/Gideri	43,977	78,189	36,529
DÖNEM KARI/ZARARI	32,478,398	40,506,569	37,971,528
Hisse Başına Kazanç	0.0722	0.0900	0.0844

Çizelge A.4 : A Firmasının özet nakit akım tablosu

	2006/09	2007/09	2008/09
VERGİ ÖNCESİ KAR	32,522,375	40,584,758	38,008,057
VARLIK VE YÜKÜMLÜLÜKLERDEKİ DEĞİŞİMLER ÖNCESİ NET NAKİT	26,124,025	27,143,013	50,562,157
İŞLETME FAALİYETLERİNDEN SAĞLANAN/KULLANILAN NET NAKİT	37,004,293	-10,734,861	45,402,303
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN SAĞLANAN/KULLANILAN NET NAKİT	-47,556,095	90,482,549	-64,956,423
Temettü Ödemesi	-16,002,054	0	-22,500,000
FİNANSAL FAALİYETLERDE KULLANILAN NET NAKİT	-16,002,054	0	-22,500,000
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ	-26,553,856	79,747,688	-42,054,120
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLERİN DÖNEM BAŞI BAKİYESİ	38,502,662	24,179,653	102,410,854
Nakit ve Nakit Benzeri Değerlere Tahakkuk Eden Net Faiz	0	300,498	345,201
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLERİN DÖNEM SONU BAKİYESİ	11,948,806	104,227,839	60,701,935

Çizelge A.5 : A Firmasının faaliyetleri ile ilgili diğer detaylar

	2006/09	2007/09	2008/09
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			
Net Defter Değeri	773,217,090	736,262,088	794,984,455
Ekspertiz Değeri	-	961,605,002	1,061,335,000
	2006/09	2007/09	2008/09
Satış Gelirleri	37,234,812	193,140,412	58,136,007
Kira Gelirleri	37,234,812	42,934,355	45,259,816
Konut/Bina Satış Gelirleri	0	138,522,477	0
Arsa Satış Gelirleri	0	0	0
	2006/09	2007/09	2008/09
Konut/Bina ve Arsa Satış Gelirleri	0	138,522,477	0
Defter Değeri	0	58,190,810	0
	2006/09	2007/09	2008/09
Finansman Giderleri	6,597,395	11,983,345	1,127,636
Kambiyo Zararları	3,787,120	11,983,345	1,126,718
Menkul Kıymet Satış Zararı	21,560	0	918
Reeskont Faiz Giderleri	1,963,005	0	0
	2006/09	2007/09	2008/09
Amortisman ve İtfa Payları	28,494,159	15,685,769	16,577,843

EK B**Çizelge B.1 : B Firmasının varlıkları**

AKTİF	2006/09	2007/09	2008/09
DÖNEN VARLIKLAR	143,217,688	161,838,690	164,180,264
Hazır Değerler	14,859,081	15,403,094	17,375,412
Finansal Yatırımlar	72,145,195	62,365,311	67,489,772
Ticari Alacaklar	3,814,612	9,101,674	2,927,988
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	3,027,984	5,251,669	2,352,235
Diğer Ticari Alacaklar	786,628	3,850,005	575,753
Stoklar	48,060,880	69,475,148	71,283,340
Diğer Alacaklar	0	0	18,748
Diğer Dönen Varlıklar	4,337,920	5,493,463	5,085,004
DURAN VARLIKLAR	41,512,790	39,668,133	37,475,002
Finansal Yatırımlar	2,210,597	1,921,932	1,288,455
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	39,233,393	37,713,873	36,162,174
Maliyet Değeri	39,233,393	37,713,873	36,162,174
Birikmiş Amortisman (-)	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	47,035	28,969	17,569
Arsa ve Binalar	123,676	123,676	123,676
Makine ve Ekipmanlar	4,216	4,216	4,216
Taşıtlar	0	0	0
Demirbaşlar	494,977	496,808	489,653
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0	0
Diğer Gayrimenkuller	0	0	0
Birikmiş Amortisman (-)	575,834	595,731	599,976
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5,642	3,359	6,804
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	16,123	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	184,730,478	201,506,823	201,655,266

Çizelge B.2 : B Firmasının kaynakları

PASİF	2006/09	2007/09	2008/09
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	24,056,135	42,014,132	32,615,798
Finansal Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	174,694	1,348,794	1,653,074
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	2,001	1,190,928	1,521,540
Diğer Ticari Borçlar	172,693	157,866	131,534
Diğer Borçlar		0	590,421
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		0	0
Borç Karşılıkları	500,861	0	604,455
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	23,380,580	40,665,338	29,767,848
Alınan Avanslar	23,091,362	39,726,321	29,590,690
Gelecek Aylara Ait Gelirler	18,527	685,888	50,019
Ödenecek Vergi ve Kesintiler	266,215	248,306	127,139
Diğer	4,476	4,823	0
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	88,507	111,821	111,303
Ticari Borçlar	0	0	0
Kıdem Tazminatı Karşılığı	0	111,821	111,303
Diğer Borçlar	88,507	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
ÖZKAYNAKLAR	160,585,836	159,380,870	168,928,165
Ödenmiş Sermaye	5,490,100	5,490,100	5,490,100
Sermaye Düzeltmesi Farkları	140,595,981	140,595,981	54,712,578
Hisse Senedi İhraç Primleri		0	1,076,541
Değer Artış Fonları	1,001,042	712,377	45,965
Yabancı Para Çevrim Farkları			0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	4,894,470	8,822,731	864,630
Geçmiş Yıllar Kar/Zararı	0	0	95,102,525
Dönem Kar/Zararı	8,604,243	3,759,681	11,635,826
Azınlık Payları	0	0	0
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	184,730,478	201,506,823	201,655,266

Çizelge B.3 : B Firmasının gelir tablosu

	2006/09	2007/09	2008/09
Satış Gelirleri	6,248,069	24,947,470	14,478,734
Satışların Maliyeti	1,396,348	14,657,071	9,832,208
BRÜT KAR	4,851,721	10,290,399	4,646,526
Genel Yönetim Giderleri	946,872	682,084	1,131,849
Diğer Faaliyet Gelirleri	819,956	213,653	830,840
Diğer Faaliyet Giderleri	710,116	220,452	1,766,855
FAALİYET KARI	4,014,689	9,601,516	2,578,662
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	14,344,699	5,331,131	12,892,202
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler	9,755,145	11,172,966	3,835,038
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	8,604,243	3,759,681	11,635,826
Vergi Gelir/Gideri	0	0	0
DÖNEM KARI/ZARARI	8,604,243	3,759,681	11,635,826
Hisse Başına Kazanç	1.5670	0.6850	2.1190

Çizelge B.4 : B Firmasının özet nakit akım tablosu

	2006/09	2007/09	2008/09
VERGİ ÖNCESİ KAR	8,604,243	3,759,681	11,635,826
VARLIK VE YÜKÜMLÜLÜKLERDEKİ DEĞİŞİMLER ÖNCESİ NET NAKİT	6,311,316	4,302,913	12,851,104
İŞLETME FAALİYETLERİNDEN SAĞLANAN/KULLANILAN NET NAKİT	-2,768,065	7,000,244	8,884,894
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN SAĞLANAN/KULLANILAN NET NAKİT	2,948,499	-3,080,116	-
Temettü Ödemesi	1,925,100	-988,218	-768,614
FİNANSAL FAALİYETLERDE KULLANILAN NET NAKİT	1,925,100	-988,218	-768,614
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ	2,105,534	2,931,910	-3,149,008
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLERİN DÖNEM BAŞI BAKİYESİ	12,753,547	12,471,184	20,524,420
Nakit ve Nakit Benzeri Değerlere Tahakkuk Eden Net Faiz	0	0	0
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLERİN DÖNEM SONU BAKİYESİ	14,859,081	15,403,094	17,375,412

Çizelge B.5 : B Firmasının faaliyetleri ile ilgili diğer detaylar

	2006/09	2007/09	2008/09
Stoklar			
Net Defter Değeri	48,060,880	69,475,148	71,283,340
Ekspertiz Değeri	100,823,760	119,462,000	102,229,000
	2006/09	2007/09	2008/09
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			
Net Defter Değeri	39,233,393	37,713,873	36,172,174
Ekspertiz Değeri	57,130,000	62,375,000	69,630,000
	2006/09	2007/09	2008/09
Satış Gelirleri	6,248,069	24,947,470	14,478,734
Villa Satış Gelirleri	0	2,113,716	8,629,619
Kira Gelirleri	5,859,176	5,913,269	5,557,915
Arsa Satış Gelirleri	388,893	16,920,485	291,200
	2006/09	2007/09	2008/09
Konut/Bina ve Arsa Satış Gelirleri	388,893	19,034,201	8,920,819
Defter Değeri	-	-	-
	2006/09	2007/09	2008/09
Finansman Giderleri	9,755,145	11,172,966	3,835,038
Kambiyo Zararları	8,066,265	10,562,403	3,104,673
Menkul Kıymet Satış Zararı	1,178,064	428,723	693,716
	2006/09	2007/09	2008/09
Amortisman ve İtfa Payları	1,196,754	1,179,994	1,174,887

EK C

Çizelge C.1 : C Firmasının varlıkları

AKTİF	2006/09	2007/09	2008/09
DÖNEN VARLIKLAR	220,876,872	239,072,735	122,470,375
Hazır Değerler	4,633,457	72,717,996	6,431,296
Finansal Yatırımlar	172,386	7,091,128	0
Ticari Alacaklar	9,221,302	6,487,140	2,709,084
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	141,074	220,804	384,607
<i>Diğer Ticari Alacaklar</i>	9,080,228	6,266,336	2,324,477
Stoklar	187,834,713	138,750,394	85,056,848
Diğer Alacaklar	17,965,946	13,033,826	19,550,680
Diğer Dönen Varlıklar	1,049,068	992,251	8,722,467
DURAN VARLIKLAR	23,879,397	25,500,205	28,226,008
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	19,129,367	21,293,424	24,708,912
<i>Maliyet Değeri</i>	19,129,367	21,293,424	24,708,912
<i>Birikmiş Amortisman (-)</i>	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	4,451,906	4,075,554	3,449,831
<i>Arsa ve Binalar</i>	3,478,902	3,544,041	3,613,678
<i>Makine ve Ekipmanlar</i>	37,496	57,947	57,947
<i>Taşıtlar</i>	816,631	714,103	367,586
<i>Demirbaşlar</i>	2,334,851	2,440,620	2,416,058
<i>Yapılmakta Olan Yatırımlar</i>	340,699	340,700	172,963
<i>Diğer Gayrimenkuller</i>	0	0	0
<i>Birikmiş Amortisman (-)</i>	2,556,673	3,021,857	3,178,401
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	157,739	86,261	8,657
Ertelenmiş Vergi Varlığı	3,709	1,566	1,668
Diğer Duran Varlıklar	136,676	43,400	56,940
TOPLAM VARLIKLAR	244,756,269	264,572,940	150,696,383

Çizelge C.2 : C Firmasının kaynakları

PASİF	2006/09	2007/09	2008/09
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	91,113,713	152,952,616	47,116,508
Finansal Borçlar	974,625	73,303,019	38,719,035
Ticari Borçlar	8,874,545	5,200,072	5,810,827
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	1,316,620	282,997	1,986,599
<i>Diğer Ticari Borçlar</i>	7,557,925	4,917,075	3,824,228
Diğer Borçlar	0	0	1,215,725
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
Borç Karşılıkları	0	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	81,264,543	74,449,525	1,370,921
<i>Alınan Avanslar</i>	80,684,327	73,902,928	0
<i>Gelecek Aylara Ait Gelirler</i>	0	0	430,609
<i>Ödenecek Vergi ve Kesintiler</i>	0	0	691,782
<i>Diğer</i>	580,216	546,597	248,530
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	57,198,388	51,925	106,319
Finansal Borçlar	17,519,464	0	0
Ticari Borçlar	6,983	3,756	5,388
Kıdem Tazminatı Karşılığı	48,932	48,169	100,931
Diğer Borçlar	39,623,009	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
ÖZKAYNAKLAR	96,444,168	111,568,399	103,463,556
Ödenmiş Sermaye	40,000,000	40,000,000	40,000,000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	91,460,568	91,460,568	91,449,175
Hisse Senedi İhraç Primleri	0	0	0
Değer Artış Fonları	0	0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	61,244	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	589,574	227,059	41,438
Geçmiş Yıllar Kar/Zararı	-39,236,193	-33,029,923	-21,484,685
Dönem Kar/Zararı	3,437,822	12,464,230	-7,048,117
Azınlık Payları	192,397	385,221	505,745
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	244,756,269	264,572,940	150,686,383

Çizelge C.3 : C Firmasının gelir tablosu

	2006/09	2007/09	2008/09
Satış Gelirleri	49,249,855	183,338,109	65,492,061
Satışların Maliyeti	41,198,792	164,644,029	62,031,032
BRÜT KAR	8,051,063	18,694,080	3,461,029
Genel Yönetim Giderleri	5,231,284	3,240,159	3,384,798
Diğer Faaliyet Gelirleri	936,332	155,447	4,928,556
Diğer Faaliyet Giderleri	733,156	2,985,652	2,149,471
FAALİYET KARI	3,022,955	12,623,716	2,855,316
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	5,663,256	12,967,589	12,044,634
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler	5,245,032	13,126,113	21,948,067
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	3,441,179	12,465,192	-7,048,117
Vergi Gelir/Gideri	3,357	962	0
DÖNEM KARI/ZARARI	3,437,822	12,464,230	-7,048,117
Hisse Başına Kazanç	0.0860	0.3116	-0.1762

Çizelge C.4 : C Firmasının özet nakit akım tablosu

	2006/09	2007/09	2008/09
VERGİ ÖNCESİ KAR	3,441,179	12,465,192	-7,048,117
VARLIK VE YÜKÜMLÜLÜKLERDEKİ DEĞİŞİMLER ÖNCESİ NET NAKİT	3,185,725	13,093,914	2,357,259
İŞLETME FAALİYETLERİNDEN SAĞLANAN/KULLANILAN NET NAKİT	- 33,587,962	50,519,291	19,258,186
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN SAĞLANAN/KULLANILAN NET NAKİT	-857,419	-239,408	-48,192
Temettü Ödemesi	0	0	0
Kredilerde Değişim ve Faiz Ödemeleri	1,232,248	18,592,966	-32,058,293
FİNANSAL FAALİYETLERDE KULLANILAN NET NAKİT	1,232,248	18,592,966	-32,058,293
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ	- 33,213,133	68,872,849	-12,848,299
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLERİN DÖNEM BAŞI BAKİYESİ	37,846,590	3,845,147	19,279,595
Nakit ve Nakit Benzeri Değerlere Tahakkuk Eden Net Faiz	0	0	0
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLERİN DÖNEM SONU BAKİYESİ	4,633,457	72,717,996	6,431,296

Çizelge C.5 : C Firmasının faaliyetleri ile ilgili diğer detaylar

	2006/09	2007/09	2008/09
Stoklar			
Net Defter Değeri	187,734,813	138,750,394	85,056,848
Ekspertiz Değeri	-	-	-
	2006/09	2007/09	2008/09
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			
Net Defter Değeri	19,129,367	21,293,424	24,708,912
Ekspertiz Değeri	-	-	-
	2006/09	2007/09	2008/09
Satış Gelirleri	49,249,855	183,338,109	65,492,061
Konut/Bina Satış Gelirleri	40,269,133	172,322,548	52,844,024
Kira Gelirleri	951,441	2,260,642	1,124,433
Arsa Satış Gelirleri	0	0	0
	2006/09	2007/09	2008/09
Konut/Bina ve Arsa Satış Gelirleri	40,269,133	172,322,548	52,844,024
Defter Değeri	-	-	-
	2006/09	2007/09	2008/09
Finansman Giderleri	5,245,032	13,126,113	21,948,067
Kambiyo Zararları	3,858,520	10,163,643	15,452,003
Faiz Gideri	1,386,512	2,962,470	6,496,064
	2006/09	2007/09	2008/09
Diğer Faaliyet Geliri	936,332	155,447	4,928,556
İştirak Satış Kazancı	0	0	4,377,304
	2006/09	2007/09	2008/09
Diğer Borçlar	39,623,009	0	0
Alınan Avanslar	39,623,009	0	0
	2006/09	2007/09	2008/09
Amortisman ve İtfa Payları	426,113	465,521	448,784

EK D

Çizelge D.1 : D Firmasının varlıkları

AKTİF	2006/09	2007/09	2008/09
DÖNEN VARLIKLAR	837,028	11,908,859	12,288,393
Hazır Değerler	29,061	11,501,735	5,880,764
Finansal Yatırımlar	23,976	0	5,926,371
Ticari Alacaklar	563,234	365,877	243,100
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	203,948	319,375	0
<i>Diğer Ticari Alacaklar</i>	359,286	46,502	243,100
Stoklar	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	0	10,304
Diğer Dönen Varlıklar	220,757	41,247	227,854
DURAN VARLIKLAR	37,516,767	31,789,802	36,661,077
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	37,199,199	31,488,242	36,375,000
<i>Maliyet Değeri</i>	37,199,199	31,488,242	36,375,000
<i>Birikmiş Amortisman (-)</i>	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	317,568	301,560	286,077
<i>Arsa ve Binalar</i>	319,016	319,016	319,016
<i>Makine ve Ekipmanlar</i>	0	0	0
<i>Taşıtlar</i>	100,265	4,408	4,408
<i>Demirbaşlar</i>	241,908	244,575	245,382
<i>Yapılmakta Olan Yatırımlar</i>	0	0	0
<i>Diğer Gayrimenkuller</i>	0	0	0
<i>Birikmiş Amortisman (-)</i>	343,621	266,439	282,729
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	0	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	38,353,795	43,698,661	48,949,470

Çizelge D.2 : D Firmasının kaynakları

PASİF	2006/09	2007/09	2008/09
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	1,338,993	1,051,413	955,730
Finansal Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	148,260	471,169	347,662
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	80,714	418,109	0
<i>Diğer Ticari Borçlar</i>	67,546	53,060	347,662
Diğer Borçlar	0	0	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
Borç Karşılıkları	182,614	0	81,462
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,008,119	580,244	526,606
<i>Alınan Avanslar</i>	2,144	22,147	0
<i>Gelecek Aylara Ait Gelirler</i>	687,873	520,432	469,794
<i>Ödenecek Vergi ve Kesintiler</i>	16,320	30,749	41,627
<i>Diğer</i>	301,782	6,916	15,185
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	45,237	58,261	78,119
Ticari Borçlar	0	0	0
Kıdem Tazminatı Karşılığı	45,237	58,261	78,119
Diğer Borçlar	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
ÖZKAYNAKLAR	36,969,565	42,588,987	47,915,621
Ödenmiş Sermaye	10,000,000	10,000,000	10,000,000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	44,857,974	16,781,628	16,781,628
Hisse Senedi İhraç Primleri	0	0	0
Değer Artış Fonları	0	0	-280,845
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	0	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	16,756,288	16,815,605	1,339,885
	-		
Geçmiş Yıllar Kar/Zararı	34,552,147	-2,694,223	19,352,366
Dönem Kar/Zararı	-92,550	1,685,977	722,587
Azınlık Payları	0	0	0
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	38,353,795	43,698,661	48,949,470

Çizelge D.3 : D Firmasının gelir tablosu

	2006/09	2007/09	2008/09
Satış Gelirleri	3,091,013	10,969,378	2,295,871
Satışların Maliyeti	985,000	7,373,634	1,083,617
BRÜT KAR	2,106,013	3,595,744	1,212,254
Genel Yönetim Giderleri	2,116,332	1,182,598	1,539,686
Diğer Faaliyet Gelirleri	21,411	57,425	17,491
Diğer Faaliyet Giderleri	0	2,345	13,169
FAALİYET KARI	11,092	2,468,226	-323,110
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	61,906	364,399	2,308,694
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler	165,548	1,146,648	1,262,997
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	-92,550	1,685,977	722,587
Vergi Gelir/Gideri	0	0	0
DÖNEM KARI/ZARARI	-92,550	1,685,977	722,587
Hisse Başına Kazanç	0.0093	0.1686	0.0723

Çizelge D.4 : D Firmasının özet nakit akım tablosu

	2006/09	2007/09	2008/09
VERGİ ÖNCESİ KAR	-92,550	1,685,977	722,587
VARLIK VE YÜKÜMLÜLÜKLERDEKİ DEĞİŞİMLER ÖNCESİ NET NAKİT	-342,959	-890,322	652,570
İŞLETME FAALİYETLERİNDEN SAĞLANAN/KULLANILAN NET NAKİT	1,258,873	-13,278	909,976
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN SAĞLANAN/KULLANILAN NET NAKİT	1,250,930	8,713,185	-6,559,673
Temettü Ödemesi	0	0	0
Finansal Borçlarda Değişim	- 2,958,302	0	0
FİNANSAL FAALİYETLERDE KULLANILAN NET NAKİT	- 2,958,302	0	0
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ	-448,499	8,699,907	-5,649,697
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLERİN DÖNEM BAŞI BAKİYESİ	477,560	2,801,828	11,530,461
Nakit ve Nakit Benzeri Değerlere Tahakkuk Eden Net Faiz	0	0	0
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLERİN DÖNEM SONU BAKİYESİ	29,061	11,501,735	5,880,764

Çizelge D.5 : D Firmasının faaliyetleri ile ilgili diğer detaylar

	2006/09	2007/09	2008/09
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			
Net Defter Değeri	37,199,199	31,488,242	36,375,000
Ekspertiz Değeri	37,199,199	31,488,242	36,375,000
	2006/09	2007/09	2008/09
Satış Gelirleri	3,091,013	10,969,378	2,295,871
Konut/Bina Satış Gelirleri	1,260,024	9,115,957	410,270
Kira Gelirleri	1,830,989	1,853,421	1,885,601
	2006/09	2007/09	2008/09
Konut/Bina Satış Gelirleri	1,260,024	9,115,957	410,270
Defter Değeri	985,000	6,516,863	334,989
	2006/09	2007/09	2008/09
Finansman Giderleri	165,548	1,146,648	1,262,997
Kambiyo Zararları	67,799	1,122,090	1,262,997
Faiz Giderleri	97,749	0	0
	2006/09	2007/09	2008/09
Amortisman ve İtfa Payları	17,967	13,644	5,359

EK E

Çizelge E.1 : E Firmasının varlıkları

AKTİF	2006/09	2007/09	2008/09
DÖNEN VARLIKLAR	16,950,291	22,313,580	33,213,161
Hazır Değerler	150	503,306	8,907,063
Finansal Yatırımlar	16,942,682	21,786,762	23,874,732
Ticari Alacaklar	0	0	3
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	0	0	0
<i>Diğer Ticari Alacaklar</i>	0	0	3
Stoklar	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	0	79
Diğer Dönen Varlıklar	7,459	23,512	431,284
DURAN VARLIKLAR	39,294,207	39,239,951	35,761,398
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	39,175,577	39,145,611	35,639,725
<i>Maliyet Değeri</i>	42,580,889	42,820,409	39,800,915
<i>Birikmiş Amortisman (-)</i>	3,405,312	3,674,798	4,161,190
Maddi Duran Varlıklar	66,682	52,435	51,257
<i>Arsa ve Binalar</i>	0	0	0
<i>Makine ve Ekipmanlar</i>	0	0	0
<i>Taşıtlar</i>	97,194	97,194	97,194
<i>Demirbaşlar</i>	337,121	345,328	253,945
<i>Yapılmakta Olan Yatırımlar</i>	0	0	0
<i>Diğer Gayrimenkuller</i>	0	0	0
<i>Birikmiş Amortisman (-)</i>	367,633	390,087	299,882
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	42,383	32,340	60,270
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	9,565	9,565	10,146
TOPLAM VARLIKLAR	56,244,498	61,553,531	68,974,559

Çizelge E.2 : E Firmasının kaynakları

PASİF	2006/09	2007/09	2008/09
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	511,876	204,331	213,553
Finansal Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	20,547	15,177	37,570
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	5,582	0	0
<i>Diğer Ticari Borçlar</i>	14,965	15,177	37,570
Diğer Borçlar	0	15,384	67
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
Borç Karşılıkları	1,006	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	490,323	173,770	175,916
<i>Alınan Avanslar</i>	0	0	0
<i>Gelecek Aylara Ait Gelirler</i>	406,274	107,949	115,682
<i>Ödenecek Vergi ve Kesintiler</i>	75,449	65,821	60,234
<i>Diğer</i>	8,600	0	0
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	82,379	100,593	32,928
Ticari Borçlar	0	0	0
Kıdem Tazminatı Karşılığı	72,797	92,883	25,046
Diğer Borçlar	9,582	7,710	7,882
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
ÖZKAYNAKLAR	55,650,243	61,248,607	68,728,078
Ödenmiş Sermaye	16,800,000	18,480,000	19,300,000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	30,936,866	30,936,866	21,599,008
Hisse Senedi İhraç Primleri	47,980	47,980	9,385,838
Değer Artış Fonları	0	0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	0	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5,197,034	8,039,226	841,922
Geçmiş Yıllar Kar/Zararı	0	0	11,574,531
Dönem Kar/Zararı	2,668,363	3,744,535	6,026,779
Azınlık Payları	0	0	0
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	56,244,498	61,553,531	68,974,559

Çizelge E.3 : E Firmasının gelir tablosu

	2006/09	2007/09	2008/09
Satış Gelirleri	2,505,078	2,701,720	7,147,922
Satışların Maliyeti	729,290	749,166	3,638,787
BRÜT KAR	1,775,788	1,952,554	3,509,135
Genel Yönetim Giderleri	737,149	909,454	989,053
Diğer Faaliyet Gelirleri	0	39,623	81,657
Diğer Faaliyet Giderleri	0	0	25,922
FAALİYET KARI	1,038,639	1,082,723	2,575,817
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	1,631,395	2,661,812	3,451,809
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler	1,671	0	847
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	2,668,363	3,744,535	6,026,779
Vergi Gelir/Gideri	0	0	0
DÖNEM KARI/ZARARI	2,668,363	3,744,535	6,026,779
Hisse Başına Kazanç	0.1600	0.2229	0.3123

Çizelge E.4 : E Firmasının özet nakit akım tablosu

	2006/09	2007/09	2008/09
VERGİ ÖNCESİ KAR	2,668,363	3,744,535	6,026,779
VARLIK VE YÜKÜMLÜLÜKLERDEKİ DEĞİŞİMLER ÖNCESİ NET NAKİT	3,265,945	3,758,398	6,510,885
İŞLETME FAALİYETLERİNDEN SAĞLANAN/KULLANILAN NET NAKİT	3,475,775	-315,420	4,847,168
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN SAĞLANAN/KULLANILAN NET NAKİT	-3,476,547	603,827	2,846,423
Temettü Ödemesi	0	0	0
Uzun Vadeli Yükümlülüklerdeki Değişim	703	0	0
FİNANSAL FAALİYETLERDE KULLANILAN NET NAKİT	703	0	0
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ	-69	288,407	7,693,591
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLERİN DÖNEM BAŞI BAKİYESİ	219	214,899	1,213,472
Nakit ve Nakit Benzeri Değerlere Tahakkuk Eden Net Faiz			
NAKİT VE NAKİT BENZERİ DEĞERLERİN DÖNEM SONU BAKİYESİ	150	503,306	8,907,063

Çizelge E.5 : E Firmasının faaliyetleri ile ilgili diğer detaylar

	2006/09	2007/09	2008/09
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			
Net Defter Değeri	39,175,577	39,145,611	35,639,825
Ekspertiz Değeri	43,450,000	47,665,000	43,569,641
	2006/09	2007/09	2008/09
Satış Gelirleri	2,505,078	2,701,720	7,147,922
Konut/Bina Satış Gelirleri	0	0	4,244,000
Kira Gelirleri	2,343,276	2,545,102	2,740,055
Arsa Satış Gelirleri	0	0	0
	2006/09	2007/09	2008/09
Konut/Bina ve Arsa Satış Gelirleri	0	0	4,244,000
Defter Değeri	0	0	3,074,841
	2006/09	2007/09	2008/09
Finansman Giderleri	1,671	0	847
Kambiyo Zararları	1,671	0	847
	2006/09	2007/09	2008/09
Amortisman ve İtfa Payları	584,704	0	545,245

ÖZGEÇMİŞ

Ad Soyad : A. Barış DERBENTLİ
Doğum Yeri ve Tarihi : İstanbul 18.09.1983
Orta Öğrenim : İstanbul Erkek Lisesi
Lisans Üniversite : İstanbul Teknik Üniversitesi İnşaat Mühendisliği