



Doç. Dr. Mustafa K. Yılmaz

Doç. Dr. Recep Bildik

# İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 2005 Yılı Gelişmeleri ve 2006 Yılı Beklentileri

Doç. Dr. Mustafa K. YILMAZ

Doç. Dr. Recep BİLDİK

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

## Özet

Uluslararası konjonktürdeki pozitif koşullara ve Türkiye ekonomisindeki istikrarlı büyümeye bağlı olarak, 2005 yılı İMKB açısından oldukça olumlu geçmiştir. Bu süreçte, AB ile müzakerelere başlanması yönündeki beklentiler de belirleyici olmuştur. İMKB Hisse Senetleri Piyasası % 59,3 yükseliş ile dünyada en yüksek getiri sağlayan piyasalar arasında ikinci sırayı almıştır. Dolar bazında toplam piyasa değeri % 66,01, işlem hacmi % 36,55 artmıştır. Şirketlere borsa aracılığıyla sağlanan fonlarda önemli artışlar olmuş, devlet tarafından da önemli özelleştirmelere imza atılmıştır. Şirketlerin karları ve dağıttıkları temettüler önemli oranda artış göstermiştir. Yabancı yatırımcıların İMKB'ye olan ilgisinde büyük bir artış yaşanmış, hisse senetlerinin halka açık piyasa değerindeki sahiplikleri % 67'ye, son 3 yıldaki net alımları ise 6,5 Milyar ABD dolarına ulaşmıştır. İMKB açısından 2006 yılının da ekonomik istikrarın devamına, uluslararası piyasalardaki konjonktüre ve not arttırmalarına bağlı olarak olumlu geçmesi beklenmektedir.

**Anahtar Sözcükler:** İMKB'nin Performansı, yabancı yatırımcılar, gelişmekte olan ülkeler.

## Abstract (The Performance of Istanbul Stock Exchange in 2005 and Expectations for 2006)

With the positive international ambience and progresses made in the Turkish economy, the Istanbul Stock Exchange has performed very well during 2005. Positive expectations about the European Union negotiations also played a supportive role on this respect. The increase in market capitalization and trading volume is 66.01 % and 36.55 % respectively, while ISE National-100 Index increased by 59.3 %, being the second most profitable and fastest growing stock exchange in the world. Funds raised by public companies through the stock exchange increased considerably in 2005. Both the profitability and cash dividend payments of companies have gone up and provided relatively good returns for their investors. In 2005, the interest of foreign investors depicts an upward trend leading their share within the total market capitalization to come up to 67 %. Their net investment in the ISE increased by 6,5 Billion USD in last 3 years. The ISE is expected to perform better in 2006 both in terms of market return and trading volume provided that the economic stability and positive conditions on the international financial markets continue as in 2005.

**Key Words:** Istanbul Stock Exchange's Performance, foreign investors, emerging markets.

## I. Giriş

Yıl dönümleri, hem kişisel hem de kurumsal olarak, geçmişin bir muhasebesini

yapmanın, gelinen aşamayı değerlendirmenin, yapılanları ve yapılamayanları ortaya koymanın ve geleceği şekillendirmenin önemli bir vesilesi olarak görülmektedir. Bu anlamda, ekonomik açıdan önem taşıyan kurumların ve piyasaların performansını ölçümlemek ve doğru değerlendirmek,

\* Bu makalede ifade edilen görüş ve düşünceler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nı bağlamaz.

gelecek yıllar için tespit edilen hedeflere ulaşabilmek açısından önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Türk ekonomisi açısından önem taşıyan sermaye piyasaları ve bu piyasaların en dinamik ve ayrıcalıklı kurumu kabul edilen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın 2005 yılını nasıl geçirdiği ve 2006 yılına hangi beklentilerle girdiği hususları, üzerinde özenle durulmayı gerektirmektedir. Bu makalenin amacı, hem İMKB'nin 2005 yılı performansının değerlendirilmesi, hem de mevcut gelişmeler ve gelişmelere etki eden veya gelecekte etki edebilecek faktörler çerçevesinde 2006 yılı beklentilerinin ortaya konulmasıdır.

## II. Makroekonomik Gelişmeler

Makroekonomik göstergelerdeki iyileşmenin yatırımcıların güvenini artıran ve onları piyasalara çeken en önemli unsurlardan biri olduğunu söylemek gerekir. Genel itibarıyla 2005 yılı, makroekonomik hedeflerin tutturulduğu bir yıl olmuştur. *Öncelikle son 37 yılın en düşük enflasyon düzeyinin yakalandığını söylemek gerekir.* 2005 yılında üretici ve tüketici fiyatları sırasıyla % 2,66 ve % 7,72 artarken, 2002 yılından itibaren üst üste dördüncü yılda resmi hedeflerin altında kalmıştır. Enflasyon hedeflemesi politikasına geçilmesi öncesinde kredibilite açısından çok önemli olan bu durum, Merkez Bankası'nın da pozisyonunu güçlendirmiştir. Buna paralel olarak, düşen enflasyon ortamında *genel ekonomide son 4 yılda hızlı bir büyüme yakalanmış,* GSMH büyüme hızı istikrarlı olarak % 5'in üzerinde seyretmiş ve bu dönemde yıllık ortalama % 7,3 olarak gerçekleşmiştir (Tablo 1). Bunun sonucu

olarak da şirket karlarında önemli artışlar yaşanmıştır.

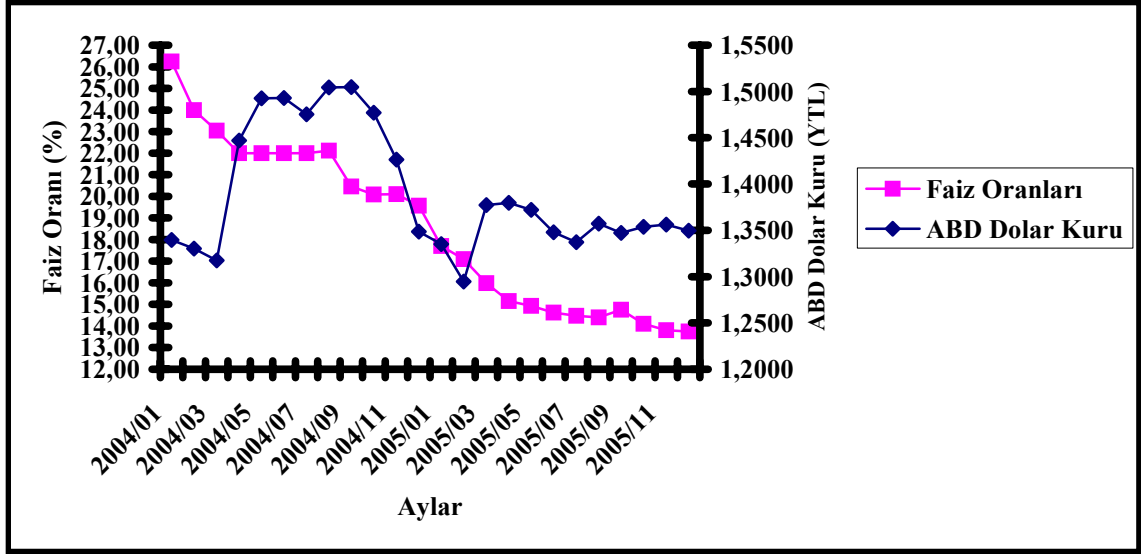
2002 yılındaki seçimlerin ardından politik ve makroekonomik istikrarın sağlanmasıyla birlikte, *reel faizlerde de önemli düşüşler olmuştur.* 1990-2000 döneminde yıllık ortalama % 16, 2001 yılında % 27 seviyesinde olan reel faiz, 2005 yılı sonunda % 7 civarına gerilemiştir. Nominal faizler ise yıl içinde % 20'den % 13,8'e düşmüştür. Döviz kurlarında 2005 yılında fazla bir hareketlilik yaşanmamış, Dolar kuru % 0,4 artarken, Euro kuru % 12,9 gerilemiştir. Grafik 1, aylar itibarıyla 2004 ve 2005 yıllarında ikincil piyasa faiz oranları ile dolar kurundaki gelişimi göstermektedir.

Bu olumlu göstergelere karşılık cari açık, 2005 yılında GSMH'nın yaklaşık % 6,1'i seviyesinde, 19 Milyar ABD Doları ile 2004 yılının % 22 üzerinde gerçekleşmiştir. Dış ticaret verilerine bakıldığında ise, 2004 yılında 34,3 Milyar ABD doları olan dış ticaret açığının, 2005 yılında % 24,9 artarak 42,9 Milyar ABD dolarına yükseldiği görülmektedir. Yıl içinde ihracatın ithalatı karşılama oranı da % 63 olmuştur. Ancak ayrıntılara bakıldığında, petrol ve diğer hammadde fiyat artışlarının ve görece yüksek büyümenin dış ticaret açığı ile cari açığındaki genişlemeyi önemli ölçüde açıkladığı görülmektedir. Bu doğrultuda, YTL'nin reel bazda değer kazanmış olmasının cari açık üzerindeki doğrudan etkisi sınırlıdır. Bununla birlikte, 2006 yılında dış ticaret açığını ve cari açığı dengeli bir seviyede tutacak politikalar takip edilmesi, sürdürülebilir büyüme açısından yerinde olacaktır. Mevcut şartlarda kısa vadede cari açığın finansmanında bir sorun beklenmemektedir.

Tablo 1: Makroekonomik Göstergeler (2002-2005)

	2002	2003	2004	2005
GSYİH (Milyar ABD Doları)	181,4	240,0	301,3	357,0
GSYİH Büyümesi (yıllık, %)	7,8	5,8	8,9	5,5
TÜFE (dönem sonu, %)	29,7	18,4	9,3	7,72
TEFE (dönem sonu, %)	30,8	13,9	13,8	2,66
Dış Ticaret Dengesi (Milyar ABD Doları)	-15,5	-22,0	-34,3	-42,9
Cari Denge/GSYİH (%)	-0,8	-3,3	-5,1	-6,1
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-14,6	-11,3	-7,1	-2,5
Faiz Dışı Fazla/GSYİH (%)	4,3	5,2	6,1	5,1

Kaynak: TCMB, Hazine Müsteşarlığı



Grafik 1: İkincil Piyasa Faiz Oranları ve Dolar Kurundaki Gelişim (2004-2005)

Kaynak: İMKB

Makroekonomideki gelişmelere paralel olarak, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu *Moody's 14 Aralık 2005'de Türkiye'nin döviz cinsi kredi notunu B1'den Ba3'e yükseltmiştir.* Bu not, Baa3 olarak belirlenen "yatırım yapılabilir" seviyenin üç derece altında bulunmaktadır. 6 Aralık 2005 tarihinde ise, derecelendirme kuruluşu *Fitch, Türkiye'nin kredi notu görünümünü "durağandan pozitif" çevirmiştir.* Bu değişiklikleri sermaye piyasası açısından olumlu algılamak gerekir. Bu doğrultuda, 2006 yılı içinde olası bir kredi notu artışının piyasaları olumlu etkilemesi beklenebilir.

### III. İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki Gelişmeler

#### III. 1. Genel Tespitler ve Değerlendirmeler

Türkiye ekonomisi istikrara kavuştuktan sonra büyüme, enflasyon ve özelleştirme başta olmak üzere makroekonomik alanlarda kaydedilen başarılar, 2005 yılında İMKB'ye ve dolayısıyla da hisse senedi fiyatlarına yansımıştır. Avrupa Birliği (AB) ile müzakerelere başlanmasının, derecelendirme kuruluşlarının not arttırmalarının ve IMF ile olumlu ilişkilerin de etkisiyle İMKB, Dünya Borsalar Federasyonu'nun verilerine göre, geçen yıl Malta Borsası'nın

(% 63,4) ardından dünya borsaları arasında yatırımcılarına en fazla kazandıran ikinci borsa olmuştur. 2005 yılı Aralık ayı sonu itibarıyla İMKB Ulusal-100 Endeksi 2004 sonuna oranla % 59,3 artışla, 24.971,68 puandan 39.777,70 puana yükselmiştir. Tablo 2, 2005 yılında dünyada piyasa değeri, işlem hacmi ve endeks getirisi açısından ilk 10 sırayı paylaşan borsaları göstermektedir. Dolar bazında İMKB Ulusal-100 Endeksi 2004 yılı başında 1,41 USc, 2005 yılı başında 1,87 USc seviyesinde iken, 2005 yılı sonunda 2,95 USc seviyesine çıkmış, bu yükseliş 2006 yılının ilk ayında da (3.38 USc) devam etmiştir.

İMKB'deki günlük ortalama işlem hacmi de 2005 yılında 593 Milyon ABD Doları'ndan 794 Milyon ABD Dolarına yükselmiştir. Tablo 3, 2002-2005 yılları arasında İMKB toplam işlem hacmi, günlük ortalama işlem hacmi, Ulusal-100 Endeksi'ndeki gelişim ile alt endekslerdeki gelişimi göstermektedir. İşlem hacmi 2005 yılında dolar bazında % 36,55 artarak 201 Milyar ABD Doları olmuştur. İşlem gören toplam 304 şirketin toplam piyasa değeri de 98 Milyar ABD Dolarından 162 Milyar ABD Dolarına yükselmiş ve piyasa değeri 145 Milyar ABD Doları olan Atina Borsası'nı geride bırakmıştır. Bu artışta en önemli rol oynayan unsur ise, yabancı yatırımcıların

hem İMKB'deki hem de İMKB dışındaki özel ve özelleştirme kapsamındaki kamu şirketlerine gösterdiği ilgi olmuştur. Grafik 3, 1999-2005 yılları arasında İMKB şirketlerinin piyasa değerindeki gelişimi göstermektedir. Türkiye'nin milli gelirinin yaklaşık 60 Milyar ABD Doları arttığı 2005 yılında İMKB'de işlem gören şirketlerin top-

lam piyasa değerindeki büyümenin 65 Milyar ABD Doları olması, İMKB'nin GSMH içindeki payını da % 32,4'den % 44,7'ye yükseltmiştir. Bu oran halen AB ortalaması olan % 75'lerin önemli ölçüde altındadır. Bu da İMKB'nin geleceğe ilişkin önemli bir potansiyel taşıdığını göstermektedir.

**Tablo 2: 2005 Yılında Dünyada İlk 10 Sırayı Paylaşan Borsalar (Milyar ABD Doları)**

	Borsa	Piyasa Değeri	Borsa	İşlem Hacmi	Borsa	Endeks Değişimi
1	New York SE	13.311	New York SE	14.125	Malta SE	% 63,4
2	Tokyo Stock Exch.	4.572	Nasdaq Stock Market	10.087	<i>Istanbul SE</i>	% 59,3
3	Nasdaq Stock Market	3.604	London Stock Exch.	5.674	Korea SE	% 54,0
4	London Stock Exch.	3.058	Tokyo Stock Exch.	4.427	Osaka SE	% 50,6
5	Euronext	2.707	Euronext	2.901	Tokyo SE	% 43,5
6	TSX Group	1.482	Deutsche Börse	1.912	JSE	% 43,0
7	Deutsche Börse	1.221	BME Spanish Exch.	1.568	Wiener Börse	% 42,7
8	Hong Kong Exch.	1.055	Borsa Italiana	1.300	Bombay SE	% 42,3
9	BME Spanish Exch.	960	Korea Exchange	1.204	Budapest SE	% 41,0
10	SWX Swiss Exch.	935	SWX Swiss Exch.	975	Kopenhag SE	% 39,6
	<b><i>Istanbul Stock Exch.</i></b>	<b>163</b>	<b><i>Istanbul Stock Exch.</i></b>	<b>201</b>		

*Kaynak: World Federation Exchanges*

**Tablo 3: İMKB Özet Verileri (Milyon ABD Doları)**

	2002	2003	2004	2005	% Artış
Toplam İşlem Hacmi	70.756	100.165	147.755	201.763	% 36,55
Günlük Ortalama İşlem Hacmi	281	407	593	794	% 33,89
İMKB Ulusal-100 Endeksi (YTL)	10.369,92	18.625,02	24.971,68	39.777,70	% 59,30
Ortalama Dolar Bazlı Endeks (USc)	0,75	0,84	1,40	2,20	% 57,14
İMKB Ulusal-Mali Endeksi (YTL)	12.902,34	25.594,77	35.487,77	62.800,54	% 76,96
İMKB Ulusal-Sınai Endeksi (YTL)	9.888,71	16.299,23	20.885,47	31.140,59	% 49,10
Toplam Piyasa Değeri	34.402	69.003	98.073	162.814	% 66,01
Piyasa Değeri/GSMH	% 19,1	% 29,4	% 32,4	% 44,7	
Halka Açık Kısımın Piyasa Değeri	8.195	17.459	26.390	50.328	% 90,70
Ortalama Halka Açıklık Oranı	% 23,8	% 25,3	% 26,9	% 30,9	

*Kaynak: İMKB Yıllık Raporları*

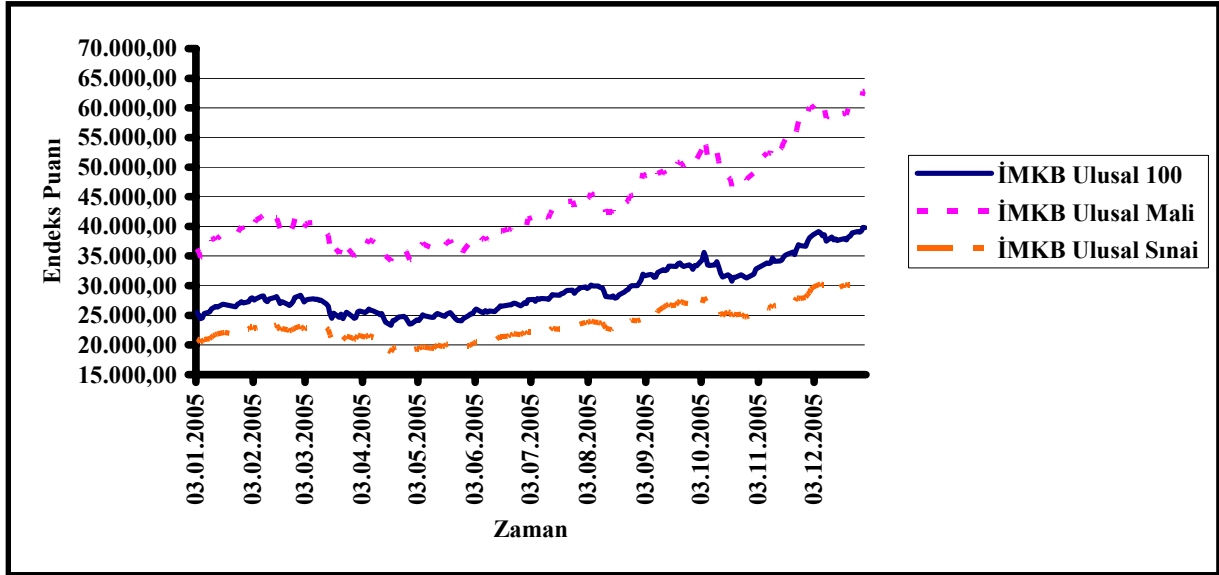
İMKB'nin 2005 yılındaki başarılı performansının büyük ölçüde iç faktörlerden kaynaklandığı söylenebilir de, dünya piyasalarındaki olumlu konjonktürün itici bir güç olduğunun da altını çizmek gerekir. Özellikle ABD Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikası sonucunda uluslararası piyasalardaki likidite son yıllarda önemli ölçüde artmıştır. Buna ilave olarak, petrol fiyatlarının tarihi zirve noktasına yükselmesi uluslararası sermaye akışının ve özellikle gelişmekte olan ülkelere giden

fonların artmasına neden olmuştur. Bu da başarılı bir makroekonomik performansa sahip Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin tarihin en yüksek düzeyine erişmesini sağlamıştır. *Ülkemize gelen yabancı sermayenin dağılımına bakıldığında, sadece portföy yatırımı değil, aynı zamanda doğrudan yatırım şeklinde gelen yabancı sermayede de büyük artışlar olduğu gözlenmektedir.* Yabancılar, özelleştirmelere ve diğer şirket satışlarına da büyük ilgi göstermişlerdir. Örneğin, Borsada işlem gören bankalardan Garanti Bankası, Şekerbank, Dışbank ve

Türkiye Ekonomi Bankası yabancı yatırımcıların önemli oranlarda ortak olduğu bankalar olmuştur. Bunun yanı sıra, TMSF tarafından satışa sunulan Telsim ve çimen-

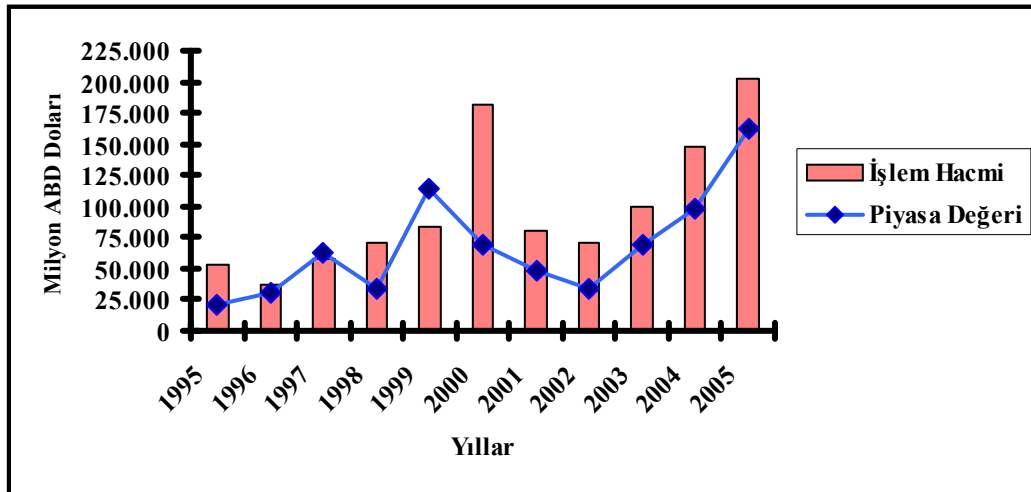
to şirketlerine yabancı yatırımcıların büyük ilgi gösterdikleri gözlemlenmiştir. Tüm bu gelişmeler hisse senetlerinin performansını da olumlu yönde etkilemiştir.

**Grafik 2: İMKB Ulusal -100, Ulusal-Mali, Ulusal-Sınai Endeksinin Gelişimi**



Kaynak: İMKB

**Grafik 3: İMKB İşlem Hacmi ve Şirketlerin Toplam Piyasa Değeri (Milyon ABD Doları)**



Kaynak: İMKB

Hisse senedi fiyatlarının 2005 yılındaki başarılı performansının ardındaki en önemli gelişmelerden biri de hiç kuşkusuz

17 Aralık 2005 tarihinde AB ile müzakerelere başlama kararının alınmış olmasıdır. AB Komisyonu tarafından talep edi-

len bir çoğu reform niteliğindeki düzenlemelerin ve uygulamaların yıl içerisinde birer birer gerçekleştirilmesi AB'den müzakerelere başlama tarihi alınması konusundaki olumlu beklentilerin artmasını ve genele yayılmasını sağlamıştır. Bu da özellikle yabancı yatırımcıların Türk şirketlerinin hisse senetlerine olan ilgisini artırmıştır. Bu olumlu beklentiler sonucunda sadece 17 Aralık 2005 tarihinden önceki son 2 ayda Ulusal-100 endeksinde % 19,7, karar tarihinden sonraki bir ayda ise % 14,2 oranında artış gerçekleşmiş, toplam işlem hacmi yılın en yüksek düzeylerine çıkmıştır.

### III.2. Şirketlerin Karlılığı ve Temel Değerleme Oranlarının Gelişimi

İMKB'deki gelişmelerin sağlıklı olarak yorumlanabilmesi için, işlem gören şirketlerin karlılık ve temettü performansına da yakından bakmakta fayda bulunmaktadır. *İMKB'de işlem gören şirketlerin karlılığında, 2001 yılında yaşanan devalüasyon ve ekonomik kriz sonrasında, endeksteki büyümeyi destekler nitelikte ciddi artışlar yaşanmıştır* (Tablo 4). Hisse Senetleri Piyasası'nın temel göstergesi olan Ulusal-100 endeksine dahil olan şirketlerin toplam karı 2001'de 670,5 Milyon YTL iken, 2005 yılında 9.617,2 Milyon YTL'ye çıkmıştır.

Bu gelişme, 4 yıllık bir dönemde % 1335 oranında bir artışı temsil etmektedir. Ekonomideki genel büyümenin bir sonucu olan bu kar artışlarının, özellikle 2002 ve 2003 yıllarında hızlandığı gözlemlenmektedir.

Diğer taraftan, bilindiği üzere hisse senedi sahibi olmanın sağladığı temel haklardan biri de temettüdür ve yoğun bir şekilde hisse senedi değerlemelerinde kullanılmaktadır. *Özellikle son 2 yıl içinde, şirketlerin net nakit temettü dağıtım miktarında önemli artışlar gerçekleşmiştir.* 2001 yılında Ulusal-100 endeksindeki şirketlerin dağıttığı net nakit temettü toplamı 545,4 Milyon YTL iken, bu rakam 2005 yılında 3.330,6 Milyon YTL'ye yükselmiştir. Sadece 2005 yılında net nakit temettü miktarındaki artış % 100'ün üzerindedir. Bu da şirketlerin artan karlılıklarının ve iyileşen mali yapılarının bir sonucudur. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından getirilen halka açık şirketlerin 2005 yılı faaliyetlerinden elde ettikleri karları üzerinden asgari % 30 oranında temettü dağıtmaları zorunluluğu da bu süreci destekler niteliktedir. Toplam temettünün yanı sıra, artan temettü dağıtım oranları, şirketlerin iş piyasasının geleceğine yönelik olumlu beklentilerinin bir göstergesidir.

**Tablo 4: Halka Açık Tüm Şirketlerin Karlılığı ve Temel Değerleme Oranlarının Gelişimi**

	2001	2002	2003	2004	2005
Toplam Kar/Zarar (Milyon YTL)	-1.068	2.076	7.820	9.888	10.790
Fiyat/Kazanç Oranı	824,42	26,98	12,29	13,27	19,38
Temettü Verimi	0,95	1,20	0,94	1,37	1,71
Piyasa Değeri/Defter Değeri	3,71	2,01	2,16	1,51	2,11
Nakit Net Temettü (Milyon YTL)	650,0	674,5	900,7	1.812,5	3.726,7

*Kaynak: İMKB Yıllık Raporları*

Bununla birlikte, hisse senedi değerlemelerinde uluslararası alanda kullanılan standart göstergelere bakılarak hisse senedi fiyatlarının ortalama düzeyi hakkında (pahalı/ucuz) bilgi edinmek de mümkündür. Bu göstergeler içinde en çok kullanılanlardan biri Fiyat/Kazanç (F/K) oranıdır. F/K oranı, piyasanın her 1 birimlik şirket karına karşılık ne ödediğini yansıtır. Bu oran sektörel bazda farklılıklar göstermek-

le birlikte, tüm piyasa bazında 10'un altında kalması o piyasanın nisbeten ucuz, hisse senedi fiyatlarının uygun, 25'in üzerinde olması ise, o piyasanın pahalı olduğu şeklinde yorumlanabilmektedir. Ancak, bu oranların aynı zamanda geleceğe ilişkin beklentilerin bir yansıması ve reel faizlerle de ilişkili olduğu unutulmamalıdır. Bu çerçevede, Aralık 2005 sonu itibarıyla İMKB'deki ortalama F/K oranı YTL ve Dolar

bazında 17-19 aralığında değişmektedir. Bu oranlar fiyatların bugünkü koşullarda henüz şişkin olmadığını, tarihi değerlerine paralel hareket ettiğini göstermektedir.

F/K oranının yanı sıra, Temettü Verimi, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları açısından da bugün itibarıyla İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki genel fiyat düzeyinin henüz tarihi ortalamalarından farklılık arz etmediği ve bu yönüyle makul seviyelerde olduğu gözlenmektedir. Kurumlar Vergisi oranının düşürülmesiyle birlikte, 2005 yılındakine benzer bir büyümenin yakalanması durumunda şirketlerin net karlarında vergi tasarrufundan kaynaklanan önemli artışlar olabileceği ve bunun da doğal olarak değerlendirme oranlarını olumlu yönde etkileyebileceği öngörülmektedir.

### III. 3. Borsa Aracılığıyla Sağlanan Fonlar ve Büyük Çaplı Özelleştirmeler

İMKB'ye 2005 yılında ivme kazandıran bir başka gelişme de, bu yıl içinde yapılan yeni ve ikincil halka arzlar ile büyük çaplı özelleştirmeler olmuştur. *İMKB Hisse*

*Senetleri Piyasası'ndan sağlanan fon tutarı, artan halka arzlar sonucu özellikle son iki yılda önemli artışlar göstermiştir* (Tablo 5). 2005 yılında Borsada işlem gören şirket sayısı 11 adet artarak 304'e ulaşmıştır. Türkiye'nin en büyük 500 firması içerisinden çok sayıda şirketin henüz Borsada işlem görmüyor olması, bu şirketlerin gelecekte İMKB'ye gelmeleri açısından büyük bir potansiyelin varlığını göstermektedir. 2005 yılında halka arzlar sayıca önceki yılın altında kalsa da, Vakıflar Bankası'nın halka arzının etkisi ile hacim 3,5 kat daha fazla olarak gerçekleşmiş ve sadece birincil halka arzlarla şirketlere 1.743,9 Milyon ABD Doları fon sağlanmıştır. Sermaye artırımları ve ikincil halka arzlar dahil, elde edilen kaynak toplamı 3.080 Milyon ABD Doları ile Borsa tarihinin en yüksek ikinci düzeyine ulaşmıştır. İMKB bu yolla son 15 yılda şirketlere toplam 28.065,5 Milyon ABD Doları gibi yüksek bir fon temin ederek yatırımları için önemli bir kaynak yaratmıştır. Kurumlar vergisinde yapılan düzenlemeler ve dışa açılma çabaları 2006 yılı içinde yeni halka arzların olacağı ihtimalini güçlendirmektedir.

Tablo 5: 2002-2005 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Halka Arzlar

	2002	2003	2004	2005
Birincil Halka Arzlar (Adet)	4	2	12	11
Birincil Halka Arzlar (Bin ABD Doları)	56.467	11.252	482.575	1.743.964
İkincil Halka Arzlar (Adet)	3	4	9	13
İkincil Halka Arzlar (Bin ABD Doları)	176.000	89.000	826.000	1.336.000

Kaynak: İMKB

*Yatırımcılar yönünde büyük moral etkisi yaratan ve uluslararası kuruluşların ülkemize olan güvenini artıran önemli hususlardan biri de özelleştirmeler olmuştur.* Yıllardır satılamaz denilen, büyük siyasi ve hukuki ihtilaflara neden olan Tüpraş, Ereğli ve Türk Telekom gibi ülkemizin en büyük kamu şirketleri 2005 yılında yapılan ihaleler sonucunda başarıyla özelleştirilmişlerdir. Özelleştirmelerden elde edilen gelir 2003 yılında 830 Milyon Dolar iken, 2004'te 1,3 ve 2005 yılında ise 16,9 Milyar Dolar seviyesine ulaşmıştır. Ayrıca, 2005 yılı banka satın almalarının ve yabancı

ortaklıkların da gündemde olduğu bir yıl olmuştur. Tabii olduğumuz IMF programının da gereklerinden olan bu özelleştirmelerin gerçekleştirilmesi, Türkiye'nin bu yöndeki kararlılığının bir göstergesi olarak gerek IMF ve Dünya Bankası, gerekse diğer uluslararası finans ve yatırım kuruluşlarının güveninin artmasını sağlamıştır.

*Satış ve Devir İşlemi Tamamlanan Özelleştirmeler: 8.207.666.433 ABD Doları*

*Onay ve İmza Aşamasındaki Özelleştirmeler: 8.740.765.408 ABD Doları*

Yapılan tahminler, 2005 yılı içinde yapılan özelleştirmelerden devletin kasasına

giren tutarın 4.052 Milyon YTL düzeyinde olduğunu ortaya koymaktadır. İlk yılda sağlanan bu nakit girişi bile, bu yıl ilk kez özelleştirme gelirlerinin bütçeye gelir olarak yazılmayıp Hazine'ye borç geri ödemelerinde kullanılması için aktarılması nedeniyle, hem finansmanda büyük bir rahatlık sağlaması, hem de önümüzdeki yılların faiz yükünün azaltılması anlamına gelmektedir.

2006 yılı içinde de özelleştirmelerin devam etmesi beklenmektedir. Bu çerçevede özelleştirme kapsamı içindeki muhtemel kuruluşlar içinde; Milli Piyango, Petkim, TC DD Limanları, Şeker fabrikaları sayılabilir. Tüm bu özelleştirmelerin etkin ve zamanında yapılması durumunda, 2006 yılında da önemli bir kamu finansman kaynağı (tahmini 9.102 Milyon YTL) temin edilmiş olacaktır.

#### **III.4. Yabancı Yatırımcıların İMKB' ye İlgisi**

Yabancı yatırımcıların bir ülkede portföy yatırımı yapmaları iç ve dış bir çok faktörden etkilenmektedir. Yatırım yapılacak ülkede beklenen büyüme, getiri potansiyeli, piyasa büyüklüğü ve likiditesi, reel faiz seviyesi gibi siyasi ve makroekonomik istikrar sonucu oluşan koşullar öncelikli kriterler olmaktadır. *Son yıllarda bu yönde ülkemiz lehine olan gelişmeler yabancı yatırımcı ilgisini artırmıştır. 2003 yılından bugüne kadar ilk defa üç yıl üstüste net sermaye girişi olduğu görülmektedir.* Tablo 6, 2002-2005 döneminde yabancı yatırımcıların gerçekleştirdiği işlem hacmini, saklama bakiyesini ve İMKB toplam işlem hacmi içinde aldıkları payı göstermektedir. Özellikle 2005 yılında, 4,1 Milyar Dolar Net Yabancı Alım işleminin gerçekleştiği İMKB'de, bu seviyenin bir rekor olduğu dikkati çekmektedir. 2004 yılı ile karşılaştırıldığında, yabancıların işlem hacmindeki gelişim % 117 gibi çok yüksek bir seviyededir. Bu noktada, son 3 yıllık süreçte, yabancıların yaklaşık 6,5 Milyar Dolarlık net alım yaptıkları, toplam işlem hacmindeki paylarını da % 100'ün üzerinde bir artışla 2005 yılı içinde % 12'den % 21'e yükselttikleri görülmektedir.

Yabancı yatırımcıların İMKB'nda işlem gören hisse senetlerinin halka açık kısmı içerisindeki payı (takas saklama oranı), ekonomideki olumlu gelişmeler sonucu hızla artarak, 2005'de % 54,8'den % 66,5'e yükselmiş, hisse senedi portföy büyüklükleri (saklama bakiyesi) ise 16,14 Milyar Dolardan 33,78 Milyar Dolara çıkmıştır. Grafik 4, toplam işlem hacmi içinde yabancıların aldığı payın gelişimini göstermektedir. Yabancı işlemlerinin sektörlere göre dağılımına bakıldığında da, mali kuruluşlara önemli ölçüde yatırım yaptıkları görülmektedir. Mali kuruluşlara yapılan yatırımın payı 2004 yılında % 68,55 iken, 2005 yılında sadece bankalar için yapılan işlem hacmi toplam işlem hacminin % 44'ünü oluşturmuştur. Bu da İMKB Ulusal-Mali Endeksi'ndeki çarpıcı artışı (% 76,96) açıklayıcı bir nitelik taşımaktadır. Yabancı yatırımcıların Türk bankalarına gösterdikleri bu ilginin altında, AB ile bütünleşme çabası içinde bir ülke olarak gördükleri ve geleceğe ilişkin önemli potansiyel vaad eden Türkiye'de faaliyet gösteren banka hisse senetlerinin F/K oranının göreceli olarak düşük seviyede olmasının rol oynadığı fikri hakimdir.

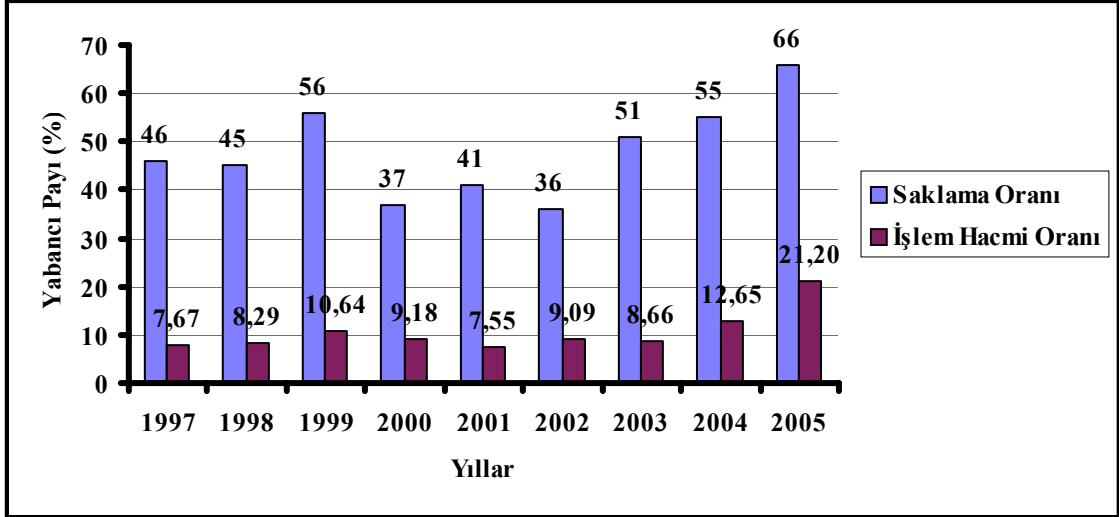
Bu ilgide İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nın gerek mevzuat gerek teknoloji alt yapısıyla gelişmiş ülke standartlarına sahip olması da önemli rol oynamaktadır. Bu yönüyle İMKB, AB ve Dünya Borsalar Liğinde ön sıralarda yer almaktadır. Ayrıca piyasamızdaki hızlı büyüme ve yüksek likidite ile son yıllardaki yüksek getiriler de bu ilginin artmasını sağlamıştır. Yabancı yatırımcıların kar realizasyonu bir yana, önemli miktarda net alıcı oldukları gözlenmektedir. Bu da mevcut durumda yabancı yatırımcıların hisse senetleri piyasası ve dolayısıyla Türkiye ekonomisinin geleceğine ilişkin beklentilerinin son derece olumlu olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan, bu yatırımcıların İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki payları yüksek olsa da, bu kurumların yönettikleri milyarlarca dolarlık portföyler dikkate alındığında kendi içerisinde çok da ağırlıklı olmadığı anlaşılacaktır. Bu yönüyle, piyasamıza gelecekte gelmesi muhtemel büyük bir sermaye potansiyelini de temsil etmektedir.



Tablo 6: Yabancı Yatırımcı İşlemleri (Milyon ABD Doları)

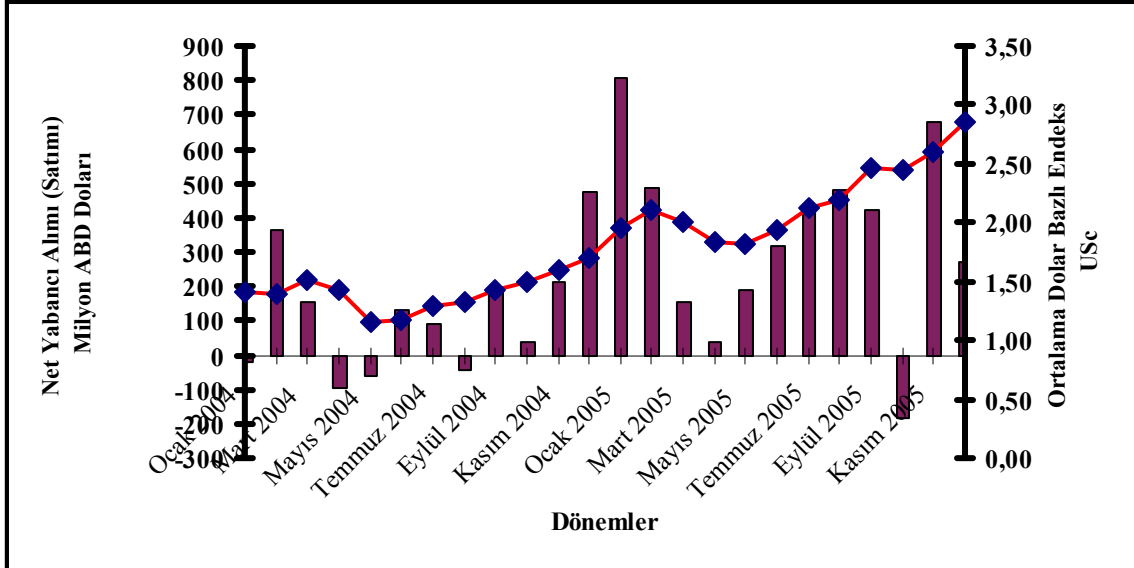
	2002	2003	2004	2005
Saklama Bakiyesi (Portföy Büyüklüğü)	3.450	8.954	16.141	33.782
Saklama Bakiyesi/Halka Açık Piyasa Değeri	% 42,5	% 52,3	% 54,8	% 66,5
Yabancı İşlem Hacmi	12.870	17.336	37.368	81.102
İşlem Hacminin İMKB Toplamına Oranı	% 9,10	% 8,70	% 12,40	% 21,00
Net İşlem Hacmi	-14	1.010	1.426	4.086

Grafik 4: Yabancı Yatırımcıların İşlem Hacmi ve Saklama Oranı Payı (%) (1997-2005)



Kaynak: İMKB

Grafik 5: Net Yabancı Alımı (Satımı) ve ABD Doları Bazlı İMKB Ulusal-100 Endeksi



Kaynak: İMKB

Diğer taraftan, yabancı yatırımcıların İMKB Hisse Senedi Piyasası'ndaki varlığı

yeni değildir. Gerek uluslararası piyasalarda yaşanan finansal krizlere ve olumsuz

konjonktüre gerekse ülkemizde yıllar boyunca yaşanan siyasi ve makroekonomik istikrarsızlığın sonucundaki yüksek enflasyon, rekor düzeydeki reel faizler ve düşük (negatif) büyüme gibi olumsuz koşullara rağmen yabancı yatırımcıların payı hiç bir zaman % 36 gibi önemli sayılabilecek bir oranın altına inmemiştir. Bu da yabancı yatırımcıların İMKB’nda uzun vadeli düşündüklerinin ve kalıcı olduklarının kanıtlarından biridir.

### III.5. Yatırım Fonlarının Gelişimi ve Performansı

Bankalar ve aracı kurumlar tarafından oluşturulan yatırım fonlarının sayısında ve portföy büyüklüğünde de 2005 yılında önemli artışlar olmuştur. 2004 yılı sonu itibariyle Türkiye’de çeşitli aracı kuruluşlarca kurulmuş olan 123 adet A tipi ve 130 adet B tipi yatırım fonu bulunurken, 2005 yılı içinde 5’i A tipi, 15’i B tipi olmak üzere 20 yeni fon piyasaya çıkmıştır. *Kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğü 2005 yılı sonu*

*itibariyle A tipi yatırım fonlarında 786, B tipi yatırım fonlarında 20.977, Emeklilik Yatırım Fonlarında ise 913 Milyon ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiştir* (Tablo 7). Yatırım fonları katılma belgeleri 2005 yılında yatırımcılarına ortalama % 16,21 oranında getiri sağlamıştır. Hisse senedi ağırlıklı olan A tipi fonlar 2005 yılını % 29,25, B tipi fonlar ise % 12,71 artışla kapatmıştır. B tipi fonlarda getirilerin daha düşük çıkmasının en önemli nedeni, piyasa faiz oranlarının düşüşe geçmesi sonucu sabit getirili menkul kıymetlerin geçmiş yıllarda olduğu kadar yüksek getiri sağlayamamasıdır. A tipi fonların tüm fon piyasası içerisindeki payı henüz çok düşüktür. Makroekonomik istikrarın devam etmesiyle birlikte önümüzdeki yıllarda daha fazla kurumsal yatırımcının hisse senetleri piyasasına ilgi göstereceği ve bunun sonucunda A tip fonların ve dolayısıyla hisse senetlerinin tüm fonlar içindeki payının önemli ölçüde artacağı düşünülmektedir.

**Tablo 7: Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü (Milyon ABD Doları)**

Portföy Tanımı	2002	2003	2004	2005
A Tipi Yatırım Fonları	265	476	583	786
B Tipi Yatırım Fonları	5.435	11.494	17.708	20.977
Emeklilik Yatırım Fonları	-	19	222	913
Yatırım Ortaklıkları	85	135	220	360
Gayrimenkul Yat. Ort.	630	715	752	1.864
Risk Sermayesi Yat. Ort.	2	2	64	69
<b>Toplam</b>	<b>6.417</b>	<b>12.842</b>	<b>19.548</b>	<b>25.010</b>

*Kaynak: TSPAKB Ocak 2006 Bülteni*

### IV. İMKB Tahvil ve Bono Piyasasındaki Gelişmeler

Türkiye’de sabit getirili menkul kıymetler, ağırlıklı olarak kamu kesimi tarafından ihraç edilen devlet tahvili ve hazine bonolarından oluşmaktadır ve işlem hacmi açısından İMKB’de en ağırlıklı paya sahip menkul kıymetlerdir. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım-Satım Pazarı ile Repo-Ters Repo Pazarı’nda gerçekleşen toplam işlem hacmi 2000 yılında rekor düzeye (1,1 Trilyon ABD Doları) ulaştıktan sonra, dolar bazında 2001-2002 yıllarında ciddi bir düşüş trendine girmiştir. 2003 yılından başlamak üzere yeniden yükselişe geçen işlem hacmi, 2005 yılında yaşanan

olumlu ekonomik gelişmeler sonucu oldukça önemli bir gelişme göstermiş ve 1,7 Trilyon ABD Dolarına yükselmiştir. Kesin Alım-Satım Pazarı’ndaki işlem hacmi artışı dolar bazında % 36,85 olurken, Merkez Bankası’nın faiz indirimlerine rağmen yüksek seyreden gecelik faizler sonucu, repo işlemleri ılımlı bir artış göstermiştir (% 27,21). Kesin Alım-Satım işlemlerinde, tescil işlemlerinin payı 2005’de % 38’den % 33’e gerilemiştir. Bu durum tahvil-bono işlemlerinde organize piyasaların tercih edildiğini göstermektedir. *İMKB Tahvil ve Bono Piyasası işlem hacminde, Alman Borsası gibi büyük borsaların önünde, dünyada 4. sırada yer almaktadır.*

Tablo 8: İMKB Tahvil ve Bono Piyasası İşlem Hacmi (Milyon ABD Doları)

	2002	2003	2004	2005
Kesin Alım-Satım Pazarı	67.256	144.422	262.596	359.371
Kesin Alım-Satım Pazarı Ort. Günlük	265	578	1.042	1.415
Repo-Ters Repo Pazarı	480.725	701.545	1.090.476	1.387.221
Repo-Ters Repo Pazarı Ort. Günlük	1.900	2.806	4.327	5.461
Tescil İşlemlerinin Toplam İçindeki Payı	% 57	% 41	% 38	% 33

Kaynak: İMKB Yıllık Raporları

T.C. Merkez Bankası, piyasadaki fazla likidite neticesinde 2005 yılında gecelik faizleri belirleyici tek kurum olma konumunu korumuş ve kısa vadeli faizleri enflasyon beklentilerini de göz önünde bulundurarak düşürmüştür. Buna paralel olarak, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda 2004 sonunda % 17-21 dolayında olan ortalama faiz oranları 2005 yılı sonunda % 13,5-14,3 seviyelerine inmiştir. 2006 yılı sonu için beklenti bono faizlerinin % 12-12,5 aralığına gerilemesidir.

#### V. Vergisel Düzenlemelerin Borsa-ya Muhtemel Etkileri

2005 yılında Bakanlar Kurulu'nun aldığı bir kararla, 2006 yılından başlamak üzere Kurumlar Vergisi oranının % 30'dan % 20'ye çekilmesinin Borsa üzerinde önemli etkileri olacağı düşünülmektedir. Örnek olarak, halka açılma isteği içinde olan, ancak kayıt altına girmek istemeyen orta ölçekli şirketlerin, bu düzenleme ile birlikte Borsada halka arz edilmesinin teşvik edilmesi hususu sayılabilir. Buna ek olarak, kurumlar vergisi oranında yapılan indirim, şirketlerin net kar ve dağıtılabilir kar rakamında da artışa neden olacak, bu ise bir taraftan firmanın nakit akımlarında pozitif etki yaratırken, diğer taraftan da Türk firmalarının daha düşük vergi oranı uygulayan ülke firmaları karşısında rekabet avantajında iyileşme yaratacaktır. Bu durumun son aşamada, doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından daha avantajlı bir konum yaratması ve sermaye piyasalarında derinliği arttırması da beklenmektedir.

Kurumlar Vergisi konusunda getirilen olumlu düzenlemelerin yanında, 2006 senesine menkul kıymetlerin vergilendirilmesi konusunda 5281 sayılı Kanun ile getirilen yeni bir düzenleme ile girilmiş

bulunmaktadır. Buna göre, yeni dönemde bir banka ya da aracı kurum vasıtasıyla hisse senedi alım-satım kazancı elde edenler, hisse senetlerini bir yıldan az süre ile elde ettikleri takdirde, % 15 oranında vergi ödeyeceklerdir. 2005 yılında elde edilen hisse senetlerine sahip olanlar ise, söz konusu senetleri 2006 yılı içinde satsalar bile tevkifat kapsamında olmayacaklar ve 2005 yılında olduğu gibi şartların oluşması halinde (hisse senetleri üzerinden elde edilen kazançların üç aydan kısa bir süre içinde gerçekleşmesi ve 13.000 YTL'yi aşması) beyan usulüyle vergilendirileceklerdir.

#### VI. Mevcut Gelişmeler Işığında 2006 Yılı Beklentileri

Genel bir değerlendirme yapıldığında, gelişmekte olan piyasalardaki iyimserliğe bağlı olarak İMKB açısından 2005 yılının oldukça olumlu geçtiği söylenebilir. Mevcut gelişmeler ve ekonomik beklentiler ışığında, 2006 yılına ilişkin birtakım yorumlar yapılabilir. 2005 yılında % 59,3 oranında getiri sağlayan borsanın 2006 yılında nisbeten hız kesmesi beklenebilir. Yıl içinde olası not artışlarının piyasaları olumlu etkilemesi, yılın sonuna doğru ise, 2007 yılında yapılacak Cumhurbaşkanlığı ve genel seçimlerle ilgili gelişmelerin etkili olması dikkate alınabilir. 2006 yılında borsayı etkileyebilecek önemli gelişmeler şöyle sıralanabilir:

• **Makro Ekonomik ve Parasal Gelişmeler:** Başarılı ekonomik performans ve düşen enflasyonun piyasalara olumlu etkisinin devam etmesi beklenmektedir. Yabancı yatırımcı girişi ile dengeleniyor olsa da, cari açıkla ilgili endişeler global risk algılamasındaki artışa bağlı olarak tekrar gündeme gelebilir. Faizlerdeki trend borsa için her zamanki önemini koruyacaktır. 2006 yılında, önceki yıllarda olduğu

gibi hızlı bir faiz düşüşü beklenmemelidir. Enflasyon hedeflemesine geçilen bir ortamda, Merkez Bankası kotasyonları düşürmek için çok istekli olmayacaktır.

• **AB-Türkiye İlişkileri ve Jeopolitik Gelişmeler:** AB ilişkileri 2006'da her zamankinden daha zorlu geçebilir. Özellikle Kıbrıs'la ilgili gelişmeler iç politikada etkili olacağı için kritik olabilir. Ayrıca, Türkiye'nin yakın komşusu olan İran ve Suriye'de ortaya çıkabilecek olumsuz politik gelişmeler bölgeyi, dolayısıyla da Türkiye'yi yakından etkileyebilir. Bu itibarla, önümüzdeki dönemde özellikle yabancıların risk alma iştahındaki değişme borsadaki trend için çok kritik bir önem arz edebilir.

• **Not Artırımları:** Aralık ayında Moodys'in yaptığı not artırımının ardından, Fitch ve S&P'nin not artırma olasılığı bulunmaktadır. Bu artırımlar muhtemelen IMF'nin istediği sosyal güvenlik reformu yasalaştıktan ve enflasyon gibi temel göstergelerdeki olumlu trendin sürdürülebilir olduğu kanısının güçlenmesinden sonra gerçekleşebilir. Burada notun "yatırım yapılabilir" noktaya yükselmesi büyük önem arz etmektedir. Çok sayıda fon ve kurumsal yatırımcının bu sağlandıktan sonra ülkemize yatırım yapmaya başlayacağı ve onların da yatırımlarını artıracakları beklenmektedir. Geçtiğimiz günlerde S&P'nin olumlu ilerlemenin sürdürülmesi halinde notun belirli bir vadede bu seviyeye yükselebileceğine ilişkin yaptığı açıklama dikkat çekicidir.

• **Uluslararası Konjonktür:** Dünya ekonomisinde yaşanacak gelişmeler, FED faiz oranları ve yeni FED başkanı döneminde uygulanacak para politikası, ABD ve gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere gidecek uluslararası sermaye üzerinde etkili olabilir ve borsanın performansını iki yönlü de etkileyebilir.

• **Yeni Halka Arzlar ve Özelleştirmeler:** Piyasalardaki olumlu hava ile birlikte 2006 yılında halka arzların artması beklenebilir. Büyük ölçekli halka arzlar yanında, daha küçük ölçekli şirketlerin de olumlu ortamdan faydalanarak halka açılması söz konusu olabilir. Ayrıca, özelleştirme kapsamında, THY ve Petkim'in ikin-

cil halka arzları piyasayı daha da canlandırabilir. Buna ek olarak, 2006'da yapılması planlanan Milli Piyango'nun ve Halkbank'ın satışı gibi büyük boyutlu özelleştirmeler de bu sürece katkıda bulunacaktır.

• **Mortgage Sisteminin Yapılması:** Türkiye'de Mortgage sisteminin işleyişine ilişkin getirilen hukuki düzenlemelerin gerçekleştirilmesi sonucunda, borsa açısından özellikle İnşaat, Çimento, Bankacılık, Gayrimenkul gibi, bu gelişmeden doğrudan etkilenen sektörlerde daha hızla bir gelişim süreci yaşanabilir.

• **Temettü Dağıtım Zorunluluğu:** Borsada işlem gören halka açık şirketlere getirilen asgari % 30 temettü dağıtım zorunluluğu, yatırımcıları uzun vadeli olarak borsaya çekebilir. Özellikle temettü verimi yüksek şirketlere olan talep borsa yatırımlarının uzun vadede sağlıklı bir gelişim göstermesine zemin hazırlayabilir.

Tüm bu faktörlere bağlı olarak, 2006 yılının da İMKB açısından olumlu geçmesi ve yatırımcılara enflasyonun üzerinde getiri sağlaması beklenebilir. Yeni halka arzlar ve özelleştirmeler, AB ile ilişkilerin sağlıklı bir şekilde sürdürülmesi, dış piyasalardaki olumlu gelişmeler ve ekonomik hedeflerin tutturulması bu gelişime yön verecek en önemli dinamikler olarak ön plana çıkmaktadır. Bu itibarla yatırımcıların, vergisel uygulamaları da dikkate alarak borsaya olan yatırımlarını kısa vadede ziyade uzun vadeli düşünmelerinde fayda bulunmaktadır.

#### Kaynakça

Bayrak, S., "Zarar Eden Borsacıya 2006 Tesellisi: Vergi İadesi"; Referans Gazetesi, 14.12.2005

Focus, World Federation of Exchanges Monthly Bulletin, No. 155, January 2006.

İMKB Yıllık Raporları, 2001, 2002, 2003, 2004, [www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)

Gedik Yatırım, 2006 Beklentiler Raporu, Ocak 2006.

Koç Yatırım, Hisse Senedi Beklentileri Strateji Raporu, Ocak 2006

Sermaye Piyasası'nda Gündem, TSPAKB, Sayı: 41, Ocak 2006, [www.tspakb.org.tr](http://www.tspakb.org.tr)

Hazine Müsteşarlığı, Aylık Ekonomik Göstergeler Bülteni, Kasım 2005