

---

## İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Kaldıraç Dereceleri ve Analizi

### The Leverage Degrees of Companies Traded in Istanbul Stock Exchange

Yard.Doç.Dr. Turgut ÖZKAN\*

**Öz:** Şirketlerin karlılıkları çok sayıda bilanço ve gelir tablosu kalemiyle bağlantılıdır. Şirketlerin karlılıklarını maksimize etmelerini sağlayacak en önemli faktör ise, bu kalemler arasındaki kompozisyonun optimizasyonudur. Kuşkusuz, bu kompozisyon içerisinde karı belirleyici en etkin kalemleri satışlar ve finansman maliyetleri oluşturmaktadır. Birbirine fonksiyonel bir ilişki içerisinde olan bu iki kalemin geçmiş performansları, şirketin gelecekteki karlılığını şekillendirmede kullanılabilir. Finans literatüründe bu işlevi gören araçların başında kaldıraç mekanizması gelmektedir. Operasyonel, Finansal ve bu ikisinin kombinasyonundan oluşan Bileşik Kaldıraç dereceleri şirket performanslarının ölçümünde önemli bir işlev görmektedirler. Makalemizde İMKB’de işlem gören şirketlerin kaldıraç dereceleri firma ve sektör bazında ve İMKB’nin genelini kapsayacak şekilde hesaplanarak, analize tabi tutulmuştur. Böylece kaldıraç dereceleri, sektörel eğilimler ve ekonomik dalgalanmalar arasındaki ilişkiler saptanılmaya ve genel sonuçlara ulaşılmaya çalışılmıştır.

**Anahtar kelimeler:** Finans Kaldıraç, Operasyonel Kaldıraç, Rasyo Analizi, Sektör Analizi.

**Abstract:** The profitability of companies is related to the items of balance sheet and income statement. The most important consideration for maximizing profit of companies is optimization of these items composition. Undoubtedly, sales and financial costs constitute the most outstanding items in this composition. The historical performance of this two items which have a functional relationship to each other could be used to forming companies’ future profitability. In finance literature, the top of the tools using to measure companies performance is the leverage mechanism. Operational Leverage, Financial Leverage and Combined Leverage which is combined from Operational and Financial Leverage have an important function for measuring the financial potential of companies. In this article, leverage degrees of trading companies at İMKB are calculated in details of firms, industries, and İMKB, and analysed in the basis of industries. As a result, we have tried to determine relationships among the leverage degrees, industrial tendencies and macro economic fluctuations, and finally we have tried to reach general conclusions.

**Key words:** Finance Leverage, Operational Leverage, Ratio Analysis, Industrial Analysis.

---

\* T.C.Haliç Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Emek Yemez Mah. Okçu Musa Cd. Mektep Sk. Şişhane/İSTANBUL.  
Faks :0.212.297 31 44 Tlf: 0.212.297 25 60 E-mail : turgut\_ozkan@hotmail.com

## 1. GİRİŞ

Sözlük anlamıyla az bir güçle büyük bir yükü kaldırmaya yarayan, bir dayanma noktası üzerinde devinebilen, inip kalkabilen sert çubuk, manivela (Türkçe Sözlük, 1999:712) olarak tanımlanan kaldıraç (leverage), finansal anlamda bu tanıma uygun bir kavram olarak kullanılmaktadır.

Finans literatüründe kaldıraç kavramı; işletmenin faaliyetlerinin bir aracı olan kalemlerden birinde veya birkaçında yapılan değişikliğin, diğer kalem veya kalemlerde ya da faaliyet sonuçlarında yaratacağı etkinin oransal büyüklüğünü, derecesini ölçmek olarak tanımlanabilir.

Finans yöneticileri tarafından, iş döngüsünün (business cycle) bir gereği olarak bazen risk minimizasyonu için zorunlu bir şekilde, bazen de olası gelişmelere karşı kar maksimizasyonu için yeni bir pozisyon almak amacıyla bilinçli olarak işletmenin faaliyet kalemlerinde değişiklikler yapılabilmektedir. Pozitif veya negatif yönlü yapılan bu değişiklikler, faaliyet sonuçları üzerinde mutlaka olumlu veya olumsuz bir etki yaratmakta, işletme açısından ortaya kar veya zarar çıkmaktadır.

Eğer faaliyet kalemlerinin yaratacağı bu etkiyi hesaplayabiliyorsak, risk minimizasyonu ve kar maksimizasyonu yaratacak gelecekteki pozisyonumuza ilişkin aktivitelerimizi simule etmek olanağı bulabileceğiz demektir.

Böyle bir simülasyon için, geçmişteki verilerin, gelecek ile ilgili potansiyel pozisyonumuza ışık tutacak önemli bir kaynak niteliği taşıyacağı kuşkusuzdur. Bu amaçla, makalemizde İMKB'de işlem gören firmaların geçmiş finansal tablo verilerinden yararlanarak, kaldıraç dereceleri saptanılmaya çalışılmıştır.

## 2. ÇALIŞMANIN AMACI, KULLANILAN VERİ KAYNAKLARI VE METODOLOJİ

Makalemiz İMKB'de işlem gören şirketlerin yıllık kaldıraç derecelerinin hesaplanması sonrası, bir yıllık kaldıraç derecelerinin oluşturacağı daha uzun bir periyotta kaldıraç yönünü ya da eğilimini saptamayı ve analiz etmeyi amaçlamakta, böylece geleceğe yönelik bir projeksiyon oluşturmayı da hedeflemektedir.

Bu amacı daha kullanılabilir hale getirmek için İMKB'de işlem gören şirketler İMKB'nin formasyonuna uygun olarak sektörler bazında gruplandırılmış olup, böylece sektörel analiz olanağı yaratılmaya, ekonomik dalgalanmaların ya da krizlerin sektörlerin ve şirketlerin kaldıraç derecelerine olan etkileri saptanılmaya çalışılmıştır.

Analizin bütünsel ve anlamlı bir nitelik taşımasını sağlamak için, farklı bir yapı içermeleri nedeniyle, bankacılık, sigortacılık, leasing, factoring gibi şirketlerden oluşan finans sektörü çalışmanın dışında tutulmuştur.

Ayrıca; daha verimli, kıyaslanabilir ve etkin sonuçlar almak amacıyla çalışmanın dönemi 1999-2003 periyotlu 5 yıllık bir dönemle sınırlandırılmıştır. Çünkü, bu dönemde analize dahil ettiğimiz şirket portföyünde önemli bir değişiklik olmadığı, bu nedenle sağlıklı sonuçların alınabileceği yeterliliğin bulunduğu görülmüştür. 1998 ve öncesi yıllarda ise, portföyümüzde yer alan çok sayıda şirketin henüz daha halka arz gerçekleştirmediği anlaşılmıştır.

Bunun yanı sıra; 2003 yılı ve sonrasında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayınlanan bir tebliğ ile (SPK Tebliği, Seri:XI, No:24) firmaların finansal tablolarını UFRS (Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi)'ye (SPK Tebliği, Seri:XI, No:25) göre düzenlemeleri halinde tarihi maliyetli (SPK Tebliği, Seri:XI, No:1) raporlama zorunluluğu bulunmadığını bildirmiştir. Bunun üzerine, değişik sektörlerde ait araştırmamız kapsamındaki 192 adet firmadan 62 adet firma tarihi maliyetli raporlama yapmamış, karşılaştırılabilir veri bütünlüğünü bozmamak için, bu firmaların 2003 yılı verilerine yer verilememiştir. Buna rağmen, 2003 yılı mevcut verilerinin belirtilen yıl için sektörel bazda analiz yeterliliği sağlayacağını düşünmekteyiz.

Analizde kullanılan firma sayıları, sektörler bazında Tablo:1'de gösterilmiştir.

Tablo 1. Analizde Kullanılan Firmaların Sektörlere Göre Dağılımı

SEKTÖRLER	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Elektrik,Gaz,Su	5	5	4	4	4	1
Gıda,İçki,Tütün	14	24	24	24	24	20
Orman Ür.ve Mobilya	13	19	19	18	18	14
Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik Ürünleri	18	25	25	24	24	22
Teknoloji	4	6	6	6	5	2
Turizm	6	8	8	7	7	5
Metal Eşya - Makine Gereç Yapım	17	30	30	29	29	27
Metal Ana Sanayi	10	13	13	13	13	11
Perakende Ticaret	3	7	7	7	7	6
Taş Toprağa Dayalı San.	17	26	26	26	26	24
Dokuma,Giyim,Deri	23	29	29	29	28	27
<b>TOPLAM</b>	<b>130</b>	<b>192</b>	<b>191</b>	<b>187</b>	<b>185</b>	<b>159</b>

### 3. KALDIRAÇ TÜRLERİ

Değişik kaynaklarda kaldıraç kavramının farklı şekillerde kullanıldığını görmekteyiz. Finansal rasyo analizinde “Yabancı Kaynak / Varlık Toplamı Oranı” olarak bilinen kaldıraç oranı, finansal kaldıraçın diğer bir ölçüsü olarak “Toplam Aktifler / Toplam Özsermaye” şeklinde de tanımlanmakta ve özsermaye ile ilişkilendirilen bu rasyo “Özsermaye Oranı” ya da “Özsermaye Çarpanı” olarak da adlandırılmaktadır. (Brealey-Myers, 2001:490; Akgüç, 1998:32, 34)

Bilanço kalemlerinin birbirleriyle oranlarını ve belirli bir periyotta bu kalemlerdeki eğilimi ortaya koyan, bilanço ile ya da bilançonun kaynak-varlık kalemleriyle sınırlı belirtilen kaldıraç rasyolarına karşılık; işletmelerin faaliyetleri ve faaliyet sonuçları arasındaki ilişkilerin analizinde kullanılacak daha dinamik nitelikli kaldıraç türleri de vardır. Bilanço esaslı diğer kaldıraç türlerinden farklı olarak gelir tablosu kalemlerini baz alan bu kaldıraç türleriyle, gerçekleşmiş veya olası (bütçe) değerleri taşıyan kalemlerdeki oransal değişimin faaliyet sonuçlarında nasıl bir oransal değişim yarattığı ya da yaratabileceği analiz edilebilmektedir. Analizi üç farklı kaldıraç kullanarak gerçekleştirmek mümkündür (Gallagher-Andrew, 2000:330):

1. Operasyonel Kaldıraç (Operational Leverage),
2. Finansal Kaldıraç (Financial Leverage),
3. Bileşik (Toplam) Kaldıraç (Combined Leverage veya Total Leverage).

### 3.1. Operasyonel Kaldıraç

Operasyonel kaldıraç, satışlardaki küçük bir artışın (düşüşün) Operasyonel Kar (Operating Income) olarak da adlandırılan Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK, Earnings Before Interest and Taxes:EBIT)'da daha büyük bir artışı (düşüşü) tetikleyeceğini ifade etmekte ve bu oransal değişim Operasyonel Kaldıraç Derecesi (OKD, Degree of Operating Leverage:DOL) olarak adlandırılmaktadır (Peterson, 1994:617). Ancak, operasyonel kaldıraçın varolması için işletmenin mutlaka sabit maliyetlerinin bulunması gereklidir (Özdemir, 1999:120). Çünkü, aynı kapasitede alternatif iki yatırımın bulunması durumunda sabit giderleri yüksek olan seçenek, genellikle, daha büyük bir maliyete yol açar. Zira tam kapasite üretim ya da kullanım düzeyine kadar üretim miktarının artması satış giderlerine yansırken, sabit maliyetlerde herhangi bir değişiklik gerekmemektedir (Berk, 2000:292). Ayrıca; sabit maliyetlerin varlığı halinde, satışlardaki artış (azalış) birim başına daha yüksek (düşük) net kar marjı anlamı taşımaktadır. Sabit maliyetler, FVÖK (EBIT)'ın satışlardan daha hızlı (yavaş) artmasına yol açmaktadır (Bernstein-Wild, 1998:476). Salt değişken maliyetlerin varlığı halinde, satışlardaki değişim birim başına net kar marjında bir değişikliğe neden olmayacaktır (Damodaran ,1997:78). Dolayısıyla sabit maliyetleri bulunmayan işletmeler için operasyonel kaldıraçın çalışması mümkün değildir.

Operasyonel kaldıraç etkisinin gücünü ölçen ve FVÖK (EBIT)'daki yüzdesel değişimin satışlardaki yüzdesel değişime oranı olan OKD, üç farklı formül yardımıyla hesaplanabilir (Gitman, 1998:397; Gallaher-Andrew, 2000:331-332) :

$$OKD = \frac{\% \Delta FVÖK}{\% \Delta \text{Satışlar}} = \frac{\text{Satışlar} - DM}{\text{Satışlar} - DM - SM} = \frac{T \times (F - DM)}{T \times (F - DM) - SM}$$

Burada; T : Toplam Satış Düzeyi (Base Sales Level) (adet, birim vs.), F : Birim Satış Fiyatı (Price), DM: Değişken Maliyetler (Variable Cost) ve SM : Sabit Maliyetler (Fixed Cost)'dir.

Birinci formül OKD'nin bir temel yıla göre diğer bir yıldaki değerini, ikinci ve üçüncü formül ise sadece temel yıl gelir tablosunu kullanarak OKD'nin nasıl hesaplanacağını göstermektedir.

Formüle göre; SM = 0 ise OKD = 1 ve SM > 0 ise OKD > 1'dir.

Yukarıdaki formülden  $\% \Delta FVÖK = \% \Delta \text{Satışlar} \times OKD$  olacaktır. Eğer OKD'ni biliyorsak, satışlardaki artışın FVÖK'da yaratacağı yüzde değişimi hesaplamak mümkündür.

### 3.2. Finansal Kaldıraç

Finansal kaldıraç, şirketin yabancı kaynak yapısı içerisinde sabit kaynak maliyetinin ( $K_m$ ) varlığı ile net dönem karında (NK, Net Income:NI) yaratılabilecek ek değişimi (volatility) ifade etmektedir (Gallagher–Andrew, 2000:333). Dolayısıyla finansal kaldıraçtan söz edebilmek için sabit bir fon maliyetinin varlığı gereklidir (Besley-Brigham, 2000: 159). Ancak, finansal kaldıraç etkisinin sınırsız olmadığını ve artan dış kaynak nedeniyle kredibilitesi düşen firmalarda marjinal fon maliyetinin (spread) büyümesi nedeniyle negatif finansal kaldıraç etkisinin işlemeye başlayacağını belirtmekte yarar bulunmaktadır. (Berk, 2000:297)

Net dönem karı (NK)'ndaki yüzdesel değişimin FVÖK'daki yüzdesel değişime oranı olan FKD, üç farklı formül yardımıyla hesaplanabilir (Gitman, 1998:400; Gallagher–Andrew, 2000:333-334) :

$$FKD = \frac{\% \Delta NK}{\% \Delta FVÖK} = \frac{FVÖK}{FVÖK - K_m} = \frac{FVÖK}{FVÖK - K_m - [KP \times (1 / 1 - V)]}$$

Formülde; KP: İmtiyazlı Hisse Senedi Kar Payı (Preferred Stock Dividends), V: Vergi (Taxes)'dir.

Birinci formül FKD'nin bir temel yıla göre diğer bir yıldaki değerini, ikinci ve üçüncü formül ise sadece temel yıl gelir tablosunu kullanarak FKD'nin nasıl hesaplanacağını göstermektedir.

Formüle göre;  $I = 0$  ise  $FKD = 1$  ve  $I > 0$  ise  $FKD > 1$ 'dir. Bunun anlamı; eğer net dönem karındaki yüzdesel değişim FVÖK'daki yüzdesel değişimden daha büyük ise, böyle bir durum finansal kaldıraç etkisi yaratacak ve FKD'nin değeri 1'den büyük olacaktır.

Yukarıdaki formülden  $\% \Delta NK = \% \Delta FVÖK \times FKD$  olacaktır. Eğer FKD'ni biliyorsak, FVÖK'daki artışın NK'da yaratacağı yüzde değişimi hesaplamak mümkündür.

### 3.3. Bileşik Kaldıraç

OKD ve FKD etkisini birlikte gösteren ve satışlardaki yüzdesel değişimin net dönem karında bir değişiklik yaratması durumunda ortaya çıkan Bileşik Kaldıraç Derecesi (BKD), OKD ve FKD'den herhangi birisinin tek başına veya ikisinin birlikte varlığı halinde ya da sabit maliyetlerin ve/veya sabit fonlama maliyetlerinin varolması durumunda söz konusu olacaktır. (Peterson, 1994:29, 617)

BKD'ni aşağıdaki formül yardımıyla hesaplamak mümkündür (Gallagher–Andrew, 2000:335):

$$BKD = OKD \times FKD = \frac{\% \Delta FVÖK}{\% \Delta Satışlar} \times \frac{\% \Delta NK}{\% \Delta FVÖK} = \frac{Satışlar - DM}{Satışlar - DM - SM} \times \frac{FVÖK}{FVÖK - K_m}$$

buradan ;

$$BKD = OKD \times FKD = \frac{\% \Delta NK}{\% \Delta \text{Satışlar}} = \frac{\text{Satışlar} - DM}{\text{Satışlar} - DM - SM - K_m} \text{ olur.}$$

Operasyonel ve Finansal Kaldıraç ile ilgili üçüncü formüllerden hareket ederek, temel bir satış miktarı düzeyinde Bileşik Kaldıraç Derecesi'ni aşağıdaki formül yardımıyla da hesaplamak mümkündür (Gitman, 1998:402) :

$$BKD = \frac{T \times (F - DM)}{T \times (F - DM) - SM - K_m - [KP \times (1 / 1 - V)]}$$

Şirketin OKD ve FKD'ini biliyorsak, satışlardaki değişimin işletmenin net dönem karını nasıl etkileyeceğini aşağıdaki formül ile hesaplayabiliriz :

$$\% \Delta NK = \% \Delta \text{Satışlar} \times OKD \times FKD$$

Buna göre; eğer  $SM = 0$  ve  $I = 0$  ise  $BKD = OKD = FKD = 1$  olacak, kaldıraç etkisi söz konusu olmayacak ve net dönem karı satışlar kadar artacaktır.  $SM$  ve/veya  $K_m > 0$  ise  $BKD > 1$  olacaktır. Bunun yanı sıra; satışlardaki düşüş, kaldıraç etkisi tersine çalışacağından dolayı, karlılık rakamlarında (FVÖK ve NK) yüzdesel olarak daha büyük olumsuzluklara neden olacaktır. (Brealey-Myers, 2000:228)

OKD, FKD ve BKD Tablo:1'de yer alan verilerle örneklenmiştir (Gallagher-Andrew, 2000:333):

**Tablo 2. Kaldıraç Etkisi**

Gelir Tablosu Kalemleri	Temel Yıl	2.Yıl
Satışlar	30.000	33.000
(-) DM	1.200	1.320
(-) SM	12.000	12.000
(-) FVÖK	16.800	19.680
(-) $K_m$	800	800
(-) VÖK	16.000	18.880
(-) Vergi (%15)	2.400	2.832
(-) NK	13.600	16.048

İkinci yılda satışların %10 arttığı varsayımı altında, buna paralel olarak DM'de aynı oranda artacaktır. Verilere göre yukarıdaki formülleri uygularsak;

$$BKD = OKD \times FKD = \frac{\frac{19.680 - 16.800}{16.800}}{\frac{33.000 - 30.000}{30.000}} \times \frac{\frac{16.048 - 13.600}{13.600}}{\frac{19.680 - 16.800}{16.800}} = 1,71 \times 1,05 = 1,8 \text{ olur.}$$

#### 4. İMKB’DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN KALDIRAÇ DERECELERİ

Tablo:III ve Tablo:IV’de İMKB’de işlem gören şirketlerin gelir tablolarından (www.imkb.gov.tr) yararlanarak ve kaldıraçlarla ilgili (maliyet bazlı değil) gelir tablosu bazlı ilk formülleri kullanarak firma bazında hesapladığımız Operasyonel, Finansal ve Bileşik kaldıraç dereceleri gösterilmiştir. Tablo:V’de sektörel bazda kaldıraç derecelerine ve Tablo:VI’da ise özet olarak İMKB şirketlerinin toplulaştırılmış kaldıraç derecelerine yer verilmiştir

Tablo 3. İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Operasyonel ve Finansal Kaldıraç Dereceleri

SEKTÖRLER FİRMALAR	OPERASYONEL KALDIRAÇ DERECELERİ (OKD)					FİNANSAL KALDIRAÇ DERECELERİ (FKD)				
	2003	2002	2001	2000	1999	2003	2002	2001	2000	1999
<b>Elektrik,Gaz,Su</b>										
Ak Enerji	-2,101	-0,731	2,713	1,258	3,695	0,734	1,244	0,907	0,852	1,000
Aksu Enerji	-1,973	-0,100	3,111	12,509	-	0,723	0,972	0,934	1,143	-
Ayen Enerji	0,986	-0,125	9,163	3,076	-	1,010	1,019	1,154	1,388	-
Gersan Elekt.	1,876	-	-	-	-	0,535	-	-	-	-
Zorlu Enerji	-1,463	-0,354	2,354	2,740	-	0,705	-0,741	0,191	1,073	-
<b>TOPLAM</b>	<b>-2,529</b>	<b>-0,464</b>	<b>2,225</b>	<b>1,419</b>	<b>3,439</b>	<b>0,810</b>	<b>1,232</b>	<b>0,868</b>	<b>1,023</b>	<b>0,775</b>
<b>Gıda,İçki,Tütün</b>										
Altınyaz	-	-0,526	5,328	0,390	-	-	-7,015	-69,213	1,525	-
Anadolu Efes	-	-0,370	1,484	0,657	12,839	-	26,802	-1,136	-1,910	1,038
Anadolu Gıda	-	-0,514	1,439	1,343	1,314	-	0,225	-0,351	1,430	1,699
Banvit	-	-4,733	-5,565	-1,235	0,266	-	0,688	3,724	1,276	0,753
Dardanel	20,565	-0,832	2,644	-15,183	12,322	-0,201	0,501	-1,913	-1,272	-22,261
Ersu Gıda	-9,899	14,749	1,704	-0,914	-	1,132	1,973	-0,210	0,762	-
Frigo Pak Gid.	-14,477	-36,964	5,448	-74,204	0,979	-0,144	-4,262	0,007	6,596	0,299
Kent Gıda	-	-0,969	2,254	0,045	1,993	-	7,362	16,926	-44,818	-5,595
Krevitaş Gıda	63,747	-1,562	-4,565	-10,029	0,893	-0,106	0,683	-1,415	45,635	0,331
Konfrut Gıda	-4,356	65,095	19,622	12,146	1,133	0,582	0,503	0,490	-74,703	-0,809
Kristal Kola	-2,063	-1,661	34,731	-2,290	1,407	0,408	1,916	0,364	1,028	1,729
Lio Yağ	-0,425	2,989	2,100	2,900	-	-11,310	1,605	0,573	0,938	-
Merko Gıda	-796,466	-15,551	-8,614	-0,841	-0,066	0,454	0,934	9,706	1,701	-7,719
Penguen Gıda	-5,327	-9,376	1,348	-0,302	0,285	-0,116	-0,014	-46,039	5,463	-9,760
Pinar Ent.Et	-	-0,556	12,055	0,599	0,718	-	7,204	-0,677	6,326	-0,167
Pinar Su	-	3,795	6,341	-0,025	0,019	-	-4,240	-0,381	-71,974	7077,620
Pinar Süt	-	-1,542	12,200	0,359	0,602	-	-0,364	-0,082	1,154	3,243
Selçuk Gıda	3,503	1,114	0,602	0,261	30,636	4,086	-7,795	-14,263	-10,308	-8,677
Şeker Piliç	-0,772	9,436	-1,870	-4,148	-	0,617	-0,474	-0,331	1,405	-
Tat Konserve	-	0,306	2,703	0,227	0,652	-	2,166	0,964	10,684	1,725
T.Tuborg	-	11,233	1,434	-0,121	0,847	-	-0,173	-11,778	0,056	5,382
Tukaş Gıda	-0,867	-0,108	1,931	0,177	0,878	9,363	4,538	213,574	-11,221	-2,317
Ünal Tarım Ür.	4,208	2,235	3,012	1,042	0,258	0,815	4,151	-0,134	1,266	0,431
Vanet	-1,383	25,039	9,083	-1,722	1,578	0,804	2,498	1,021	1,160	5,111
<b>TOPLAM</b>	<b>1,441</b>	<b>0,263</b>	<b>5,771</b>	<b>-0,769</b>	<b>1,056</b>	<b>2,312</b>	<b>-13,206</b>	<b>2,105</b>	<b>10,867</b>	<b>-0,653</b>
<b>Orman Ürünleri ve Mobilya</b>										
Adel Kalemç.	-	0,234	2,486	0,304	0,847	-	8,973	0,267	-0,460	1,041
Alkim Kağıt	-27,047	2,545	3,086	4,240	-	1,076	1,221	0,653	2,244	-

SEKTÖRLER	OKD					FKD				
	FİRMALAR	2003	2002	2001	2000	1999	2003	2002	2001	2000
Bak Ambalaj	-2,839	-0,840	4,891	-0,912	1,212	1,782	1,315	-4,510	2,606	0,019
Dentaş Amba.	1,009	-0,902	2,761	2,621	-	-0,139	1,319	1,127	2,423	-
Doğan Burda	-	4,530	5,971	0,808	-	-	-2,954	1,602	1,015	-
Duran Ofset	-11,919	0,015	7,053	-5,775	1997,098	9,567	-253,679	-0,109	0,563	0,005
Gentaş	-0,012	0,345	1,613	1,779	0,138	-2,489	1,385	0,908	1,051	-1,204
Hürriyet Gzt.	-	1,770	4,987	0,307	-0,086	-	3,272	-0,337	1,463	5,415
Işıklar Amba.	-1,442	-40,630	-0,633	0,170	-0,509	-7,876	-0,103	38,714	19,010	6,924
İpek Matbaac.	-1,624	-7,136	2,120	0,113	-	0,159	-0,651	-2,112	-360,716	-
Kaplamin	-0,079	2,742	-3,541	-3,017	3,412	364,477	-0,373	9,760	0,497	1,771
Kartonsan	-5,862	0,484	3,806	1,435	-0,549	0,864	1,227	0,980	2,122	1,405
Kelebek Mob.	-0,688	-126,195	90,698	-1,381	0,563	1,427	-0,318	0,622	58,046	-4,765
Koza Davet.	-1,440	2,407	-	-	-	15,034	-0,143	-	-	-
Milliyet Gzt.	-	4,729	5,649	-0,756	-2,016	-	-0,819	11,732	98,334	4,470
Olmuksa	-	0,797	1,877	0,828	195,139	-	1,185	0,932	5,243	-0,010
Serve Kırtas.	1,185	-1,147	-0,340	-0,123	6,570	1,483	-18,680	15,435	124,690	-16,223
Tire Kutsan	-0,195	0,052	1,506	2,040	1,584	2,230	-0,090	1,153	1,227	0,883
Viking Kağıt	-	5,170	-12,104	-3,744	-0,416	-	-0,428	-0,348	-0,737	-3,505
<b>TOPLAM</b>	<b>1,751</b>	<b>1,432</b>	<b>2,979</b>	<b>0,569</b>	<b>0,139</b>	<b>0,843</b>	<b>-5,532</b>	<b>-2,455</b>	<b>2,118</b>	<b>-3,880</b>
<b>Kimya,Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünü.</b>										
Aksa	-5,375	0,299	2,533	0,151	2,229	0,916	2,688	1,011	0,640	0,928
Alkim Kimya	0,678	-0,241	2,052	-6,296	-	1,541	0,597	0,943	4,245	-
Aygaz	-	0,509	0,891	0,698	1,209	-	5,820	0,085	1,257	0,410
Bagfaş	-10,241	-2,882	3,660	-0,233	1,929	1,116	-0,374	0,503	-0,441	0,122
Brisa	-	1,107	1,129	0,608	0,781	-	1,043	1,127	0,922	0,503
ÇBS Boya	64,365	-1,639	4,931	-1,132	-25,420	-0,156	0,839	-32,316	-0,651	-0,424
ÇBS Printaş	2,663	1,165	14,155	-4,785	0,381	-2,492	-1,722	3,897	0,189	-26,888
Deva Holding	-2,974	1,130	3,298	0,556	10,138	-8,871	-1,697	-118,350	-3,736	-0,918
Eczacıbaşı İİ.	0,585	0,256	3,186	-0,357	1,772	5,055	-10,836	-6,509	-0,681	1,549
Ege Gübre	-0,505	2,249	1,523	-0,055	1,522	-17,658	-5,155	-1,481	-0,288	0,706
Ege Plast	-2,605	6,148	2,634	0,342	1,401	-20,859	0,362	-5,657	-16,761	-3,100
Good-Year	-2,107	1,738	160,602	-1,437	1,214	0,934	-2,300	0,011	-0,696	-5,096
Gübre Fabrl.	4,688	-1,389	3,851	-2,108	0,886	1,222	-0,092	0,383	-0,344	-0,094
Hektaş	2,691	0,205	3,464	5,608	-3,585	1,993	8,554	0,065	-0,580	5,410
Meges Boya	-6,517	1,636	5,102	9,362	-4,862	-0,381	-0,551	11,042	-0,148	-0,195
Marshall	-	1,268	-0,957	0,549	3,537	-	2,806	3,728	3,327	2,072
Petkim	-19,519	-1,663	-28,659	-1,428	0,472	16,344	0,209	0,079	1,173	2,153
Pırmaş	-0,485	2,386	0,931	0,310	0,054	65,003	-1,255	-125,544	-4,104	-492,366
Petrol Ofisi	-	-0,226	0,001	0,002	1,280	-	-1,876	1,000	-20,367	1,171
Raks Elektrk.	-1,804	-2,099	-0,072	1,287	6,302	0,826	-1,080	-36,955	0,523	-4,670
Sasa	2,726	-2,821	2,013	1,005	1,128	2,910	1,819	-1,234	-60,980	-1,122
Soda Sanayi	-	-1,109	2,873	-0,422	-	-	1,236	1,221	-2,910	-
Tüpraş	7,170	-0,324	-0,294	0,071	2,314	1,242	1,090	1,273	1,287	0,595
Turcas Petrol	-	0,145	4,605	-0,143	-185,141	-	-15,444	3,120	92,548	-0,783
Dyo Boya	-	1,022	-	-	-	-	0,632	-	-	-
<b>TOPLAM</b>	<b>0,824</b>	<b>-0,116</b>	<b>0,611</b>	<b>0,011</b>	<b>1,701</b>	<b>0,515</b>	<b>-39,988</b>	<b>-0,535</b>	<b>14,042</b>	<b>0,573</b>
<b>Teknoloji</b>										
Alcatel Telş.	-0,853	1,415	9,219	-1,161	0,806	2,868	2,139	0,104	3,838	-1,058
Arena Bilgi.	-	0,762	-8,101	0,745	-	-	-3,595	15,732	-0,289	-



İMKB' de İşlem Gören Şirketlerin Kaldıraç Dereceleri ve Analizi

SEKTÖRLER	OKD					FKD				
	FİRMALAR	2003	2002	2001	2000	1999	2003	2002	2001	2000
Escort Comp.	-0,215	-3,463	12,271	0,193	-	1,002	0,614	1,557	5,106	-
Link Bilgisay.	-6,471	-0,909	-0,848	3,015	-	1,246	0,956	1,067	0,978	-
Logo Yazılım	-	3,831	-1,657	-	-	-	0,838	0,790	-	-
Netaş Telek.	-1,780	2,767	-0,575	0,875	4,303	1,148	-1,068	6,309	1,977	1,075
<b>TOPLAM</b>	<b>5,632</b>	<b>-6,266</b>	<b>4,833</b>	<b>0,080</b>	<b>1,018</b>	<b>1,206</b>	<b>103,093</b>	<b>-0,779</b>	<b>0,438</b>	<b>0,614</b>
<b>Turizm</b>										
Altinyunus Ç.	-	5,602	2,768	0,590	10,258	-	0,275	5,033	3,762	-1,420
Favori Dinlen.	-34,357	20,999	-6,617	-0,299	-	0,085	0,485	1,956	5,324	-
Marmaris Alt.	-	-0,409	2,972	-0,344	3,497	-	0,535	1,082	1,585	1,734
Marmaris Mar.	-3,605	0,315	0,910	1,424	-0,570	1,005	-32,808	-7,325	-1,250	111,607
Metemtur	-9,429	-0,015	-	-	-	2,067	7,453	-	-	-
Net Turizm	1,736	0,787	1,119	-0,149	-0,763	0,425	-3,034	-6,039	-703,838	-4,422
Tek-Art Turiz.	14,708	2,679	-0,714	2,238	-	1,088	1,891	1,611	1,219	-
Petrokent Tur.	-4,280	1,855	5,077	-1,012	186,032	-0,400	-2,454	0,852	0,640	-0,313
<b>TOPLAM</b>	<b>2,545</b>	<b>0,838</b>	<b>0,983</b>	<b>0,169</b>	<b>-2,470</b>	<b>0,434</b>	<b>-1,580</b>	<b>-5,269</b>	<b>-42,022</b>	<b>-5,901</b>
<b>Metal Eşya-Makine Gereç Yap.</b>										
Abana Elektr.	2,434	2,040	-5,179	-2,215	2,305	5,016	1,109	1,527	1,078	1,209
Alarko Carrier	-0,861	0,559	2,425	-0,257	1,100	0,226	3,747	0,473	1,271	0,500
Arçelik	-	2,425	0,571	-0,056	1,452	-	5,459	-2,927	-1,151	0,888
Aselsan	12,046	-0,158	2,162	0,522	1,441	0,766	168,813	-1,756	-0,778	0,657
Anadolu Isuzu	-	-0,245	1,584	4,296	-0,904	-	5,227	4,413	-1,388	4,544
Beko Elektro.	-	-0,250	3,406	0,685	0,505	-	-28,005	-0,435	0,898	-1,319
Bosch Fren S.	-4,996	-1,093	2,237	-0,832	2,116	0,698	1,085	3,263	1,113	1,098
Bsh Profilo	-0,026	-0,485	7,016	0,509	1,266	-234,007	9,615	-0,620	2,268	0,766
Camış Lojistik	-	1,508	-	-	-	-	-28,449	-	-	-
Ditaş Doğan	-	-2,031	-1,721	2,337	-3,624	-	27,797	2,190	3,543	2,729
Doğusan	-2,089	-0,833	23,701	2,532	-386,473	0,996	0,998	0,781	0,959	0,621
Ege Endüstri	-1,392	-14,573	5,050	-0,973	0,644	1,066	0,906	1,884	-11,274	5,296
Emek Elektrik	2,939	8,022	-2,931	16,019	2,769	15,133	-0,551	-0,714	-4,481	-10,457
Eminiş Amb.	-	-0,322	-2,727	-0,193	3,099	-	2,574	161,591	11,002	-0,506
F-M İzmit Pst.	7,955	1,196	4,906	10,433	-2,406	0,939	1,410	1,305	-1,210	2,538
Ford Otosan	-	0,046	6,034	1,694	-1,121	-	10,890	1,571	13,534	2,050
İhlas Ev Aletl.	4,465	-2,503	1,224	6,782	0,145	-4,688	1,586	-4,282	1,178	-0,587
Karsan Otom.	-	38,999	2,573	0,403	-	-	-0,023	3,179	1,405	-
Klimasan Kli.	-1,014	0,175	6,614	-2,268	1,692	0,050	1,488	0,401	1,276	0,933
Makina Takım	2,653	-0,745	-4,083	-0,674	5,647	1,208	-0,616	1,516	17,703	-0,643
Metaş	-	-0,006	-0,559	0,900	0,134	-	2,450	1,800	0,373	-6,869
Mutlu Akü	-0,145	0,873	1,667	1,506	-1,815	-3,305	12,562	-0,253	-1,881	5,470
Otokar	-	0,076	-53,550	0,861	3,039	-	-8,611	0,255	1,912	0,704
Parsan	2,149	0,734	5,269	0,423	1,533	-1,827	-0,002	-42,891	136,632	-4,739
Pirelli Kablo	9,854	-7,975	2,993	0,341	-	7,182	4,717	-0,360	2,614	-
Raks Ev Aletl.	364,159	-7,695	-22,043	2,031	7,417	-0,003	0,556	-1,344	0,675	-24,424
T.Demir Dök.	-	-0,674	4,185	1,841	-0,225	-	20,926	-0,872	-1,769	184,957
Tofaş Oto Fbr.	-	-2,000	0,003	-3,892	2,333	-	-40,876	-300,970	0,357	1,108
Uzel Makine	-	0,979	2,262	0,278	2,317	-	0,202	5,199	13,193	1,628
Vestel	-2,498	0,027	3,121	0,171	1,255	-0,960	21,065	0,109	4,645	1,052
<b>TOPLAM</b>	<b>1,006</b>	<b>0,078</b>	<b>2,411</b>	<b>0,561</b>	<b>0,963</b>	<b>-0,769</b>	<b>-48,185</b>	<b>-1,524</b>	<b>5,316</b>	<b>-0,475</b>

SEKTÖRLER FİRMALAR	OKD					FKD				
	2003	2002	2001	2000	1999	2003	2002	2001	2000	1999
<b>Metal Ana Sanayi</b>										
Borusan Boru	-	0,047	2,882	0,075	0,904	-	24,613	0,848	9,346	0,588
Burçelik	64,133	-5,701	-10,011	1,248	-7,002	0,010	29,186	0,216	1,018	1,770
Çelik Halat	-	-0,809	17,179	-0,547	0,328	-	51,242	-0,113	7,859	-0,449
Çemtaş	6,318	1,296	0,121	-1,746	4,404	1,232	0,797	1,510	0,675	3,022
Demisaş Dök.	-1,769	0,301	20,517	-1,264	-0,436	6,200	-1,173	0,035	-8,190	5,813
Döktaş	-	-0,479	-33,067	-1,464	-0,181	-	3,529	-0,019	-1,766	19,102
Erbosan	-1,624	-2,687	8,135	-0,510	1,491	0,923	-0,447	0,697	1,782	1,350
Ereğli Demir	4,565	-0,848	1,391	0,452	3,648	-4,061	1,309	-3,207	-10,807	-0,162
Feniş Alumin.	-0,491	9,597	7,141	-0,509	2,126	32,956	0,780	0,174	0,154	0,522
Goldaş Kuyc.	16,148	-1,718	2,803	0,524	-	1,102	0,897	0,704	2,050	-
İzmir Demir	-5,109	-12,081	-4,697	0,308	0,471	-1,449	0,637	26,982	-3,439	1,600
Kardemir	-4,178	1,029	3,072	0,910	-	0,465	0,562	1,550	0,530	-
Sarkuysan	-4,285	-1,201	4,264	-0,097	0,805	0,857	-0,437	0,542	1,936	0,073
<b>TOPLAM</b>	<b>8,395</b>	<b>-0,955</b>	<b>1,893</b>	<b>0,268</b>	<b>1,303</b>	<b>-3,293</b>	<b>1,196</b>	<b>-4,826</b>	<b>-9,237</b>	<b>1,286</b>
<b>Perakende Ticaret</b>										
Çarşı	-2,865	6,128	-1,696	0,943	0,994	-2,117	-0,295	93,003	-2,815	-2,620
Gima	-	-0,352	-0,114	1,022	12,244	-	-2,701	122,548	18,084	-0,070
Kıpa	-1,691	-0,028	3,453	1,185	-0,198	1,186	-17,125	1,302	0,472	1,529
Migros	-	-1,095	6,119	-0,927	1,489	-	0,801	0,636	1,390	0,521
Milpa	-	0,948	-0,977	3,426	1,663	-	2,821	-4,340	1,780	0,263
Sanko Pazrl.	5,930	-14,221	2,622	-0,065	-	-5,279	1,973	1,059	8,078	-
Tansaş	-	0,220	16,635	-13,216	-0,932	-	-7,119	1,518	-0,551	3,471
<b>TOPLAM</b>	<b>0,830</b>	<b>-1,936</b>	<b>1,882</b>	<b>-0,261</b>	<b>1,289</b>	<b>1,409</b>	<b>0,227</b>	<b>-20,138</b>	<b>4,024</b>	<b>0,672</b>
<b>Taş Toprağa Dayalı Sanayi</b>										
Adana Çimen.	-21,898	-0,762	3,832	-0,594	3,823	0,394	-0,279	0,668	0,934	0,762
Afyon Çiment.	-5,812	15,817	-1,468	-0,484	-1,308	0,784	-0,686	3,354	1,022	0,864
Lafarge Aslan	1,568	5,220	-14,433	-3,334	-1,132	10,268	-0,640	-0,166	5,067	1,394
Akçansa	-	0,759	4,407	-2,002	0,266	-	6,112	0,803	1,160	1,924
Anadolu Cam	-	1,582	1,397	0,797	1,352	-	8,542	-0,076	-5,593	-6,355
Batsöke Çim.	-1,088	1,462	36,704	-1,889	-	0,886	0,669	6,110	1,031	-
Batı Çimento	0,757	0,269	2,405	-0,450	0,768	3,209	2,383	2,157	-1,479	-1,253
Bolu Çimento	-3,093	0,901	12,219	-0,188	0,088	0,777	0,609	1,057	1,144	4,413
Bursa Çiment.	4,916	0,523	2,798	-0,140	-0,720	0,860	2,574	1,772	4,694	2,455
Çimbeton	-	-0,385	20,500	0,070	0,254	-	-73,978	-0,521	-3,217	0,316
Çimentaş	-	-0,735	2,871	-0,706	0,172	-	24,513	-1,169	-541,596	-15,997
Çimsa	-	0,030	2,321	0,812	0,593	-	27,704	0,550	0,550	1,838
Denizli Cam	-	-0,124	3,683	0,093	0,939	-	13,835	1,516	-6,126	2,886
Eczacıbaşı Y.	-6,543	0,168	4,166	0,379	0,408	1,019	8,119	0,904	29,679	0,040
Ege Seramik	-30,299	31,045	-0,886	0,203	0,484	2,121	-0,046	84,028	-8,070	-66,514
Göllaş Çimen.	-1,523	3,486	0,301	0,412	0,770	-0,406	3,938	-2,373	-0,236	0,877
Haznedar Ref.	-42,065	4,752	3,350	4,279	-0,131	1,680	-24,887	-0,291	-4,070	11,473
İzocam	-	-0,822	1,066	1,862	0,921	-	1,261	0,496	3,062	-0,130
Konya Çimen.	1,622	18,818	-1,848	-0,269	2,254	1,549	1,350	1,134	1,467	0,893
Kütahya Pors.	-1,076	0,444	17,272	4,449	-1,002	1,195	5,650	1,650	-0,388	5,018
Mardin Çimen.	0,096	-3,224	2,135	0,640	2,026	1,350	0,640	1,009	0,962	0,877
Nuh Çimento	-3,919	0,187	2,543	-0,675	-	0,579	13,063	0,488	1,407	-
Oysa N.Çim.	-	1,056	2,110	-0,024	1,123	-	1,109	0,937	0,515	0,956

İMKB' de İşlem Gören Şirketlerin Kaldıraç Dereceleri ve Analizi

SEKTÖRLER FİRMALAR	OKD					FKD				
	2003	2002	2001	2000	1999	2003	2002	2001	2000	1999
Trakya Cam	-	-0,146	4,755	0,641	0,729	-	-3,389	0,626	3,502	0,385
Uşak Seramik	114,209	-8,129	-2,187	2,113	-4,835	0,221	-0,752	0,087	0,689	2,078
Ünye Çimento	-6,404	-2,465	0,482	0,817	2,994	0,320	2,497	1,654	0,870	1,030
<b>TOPLAM</b>	<b>1,462</b>	<b>0,264</b>	<b>2,938</b>	<b>-0,031</b>	<b>1,059</b>	<b>0,885</b>	<b>4,697</b>	<b>0,511</b>	<b>-9,003</b>	<b>0,779</b>
<b>Dokuma,Giyim,Deri</b>										
Akal Tekstil	11,847	-0,542	10,383	-0,543	0,839	1,337	1,481	189,452	2,628	-1,415
Akın Tekstil	-13,743	-0,119	8,443	-1,745	0,741	-3,076	0,901	0,338	-4,753	-1,586
Aksu İplik	126,674	-0,689	4,176	-0,028	0,819	12,389	2,343	1,003	-2019,030	-3,035
Altınyıldız	-2,042	-0,004	4,838	-0,250	0,691	-5,575	634,045	-21,394	3,691	-1,851
Arat Tekstil	-	510,903	-1,121	2,654	0,400	-	0,135	-15,358	-0,055	131,815
Arsan Tekstil	11,885	-8,928	6,436	-0,457	2,086	1,908	-1,533	4,126	-15,749	-0,857
Berdan Tekstil	1,613	-10,886	6,824	-2,348	1,985	-9,818	0,169	0,982	-35,929	-1,273
Bişaş Tekstil	2,451	0,401	-3,140	-1,891	14,912	1,213	-0,670	0,101	0,498	-0,216
Bossa	-	0,116	2,052	-0,623	2,499	-	17,503	1,387	1,132	1,395
Ceylan Giyim	-6,076	-1,023	1,646	-0,531	4,685	3,355	1,561	0,179	-0,848	-1,052
Derimod	-0,379	-3,130	8,271	-1,651	-1,355	4,034	1,782	-8,476	1,136	12,001
Edip İplik	7,992	-0,023	2,612	0,331	0,988	0,858	-244,077	-0,830	8,031	-17,952
Esem Spor	-2,086	169,029	-1,391	2,916	0,771	-1,012	-0,037	-58,102	3,373	4,493
Gediz İplik	283,709	-14,099	-44,180	-2,032	-1,577	0,619	5,259	0,024	3,006	0,570
İdaş	-	3,076	0,745	0,363	-0,357	-	-0,871	-31,168	11,547	2,967
Karsu Tekstil	-2,062	1,943	1,280	2,455	3,720	1,681	11,622	-0,484	2,779	0,204
Koniteks	27,483	0,897	5,696	-0,911	0,345	-1,974	-2,581	1,486	-5,154	1,919
Kordsa Dup.	-	0,789	1,590	0,886	-	-	4,017	0,398	3,718	-
Lüks Kadife	2,201	2,671	-2,618	13,652	68,331	0,982	-0,784	-0,247	0,095	10,641
Menderes T.	-1,548	-0,545	3,042	-	-	1,128	-0,176	1,130	-	-
Mensa Mens.	18,734	2,323	3,409	1,172	-0,118	2,788	-2,212	10,341	-1,144	1258,083
Metemteks	9,377	-8,912	3,046	0,261	-0,801	4,085	1,624	-187,643	-3,624	8,944
Okan Tekstil	-239,935	-4,460	6,010	-2,149	-2,058	0,106	-0,571	0,382	0,863	-0,151
Söktaş	-	1,923	-8,306	-5,575	-2,002	-	-5,930	0,028	0,020	-4,301
Sönmez Fim.	136,413	0,369	1,598	307,890	-161,917	1,144	15,063	0,270	-0,003	-5,762
Uki Konfeksiy.	0,196	-0,233	-191,334	-5,741	3,386	160,589	16,318	-0,005	1,467	0,845
Vakko Tekstil	-4,784	1,102	4,589	-0,149	1,225	1,051	-3,994	-3,975	-1,460	-0,793
Yataş	3,601	0,118	8,039	0,632	0,183	-2,656	37,057	-2,908	0,409	-0,480
Yünsa	-	-1,602	2,625	-0,890	1,494	-	-22,272	-0,061	-4,404	-0,308
<b>TOPLAM</b>	<b>2,501</b>	<b>0,135</b>	<b>3,053</b>	<b>-0,093</b>	<b>0,548</b>	<b>1,355</b>	<b>-53,001</b>	<b>-5,868</b>	<b>39,441</b>	<b>-4,369</b>
<b>GENEL TOP.</b>	<b>1,104</b>	<b>-0,053</b>	<b>1,505</b>	<b>0,157</b>	<b>1,170</b>	<b>-0,702</b>	<b>251,468</b>	<b>-1,086</b>	<b>5,281</b>	<b>0,345</b>

Tablo 4. İMKB' de İşlem Gören Şirketlerin Bileşik Kaldıraç Dereceleri

SEKTÖRLER FİRMALAR	BİLEŞİK KALDIRAÇ DERECELERİ (BKD)					SEKTÖRLER FİRMALAR	BİLEŞİK KALDIRAÇ DERECELERİ (BKD)				
	2003	2002	2001	2000	1999		2003	2002	2001	2000	1999
Elektrik,Gaz,Su						Bsh Prof.	5,99	-4,66	-4,35	1,16	0,97
Ak Enerji	-1,54	-0,91	2,46	1,07	3,69	Camiş Lj.	-	-42,91	-	-	-
Aksu Enerji	-1,43	-0,10	2,91	14,30	-	Ditaş Doğ.	-	-56,47	-3,77	8,28	-9,89
Ayen Enerji	1,00	-0,13	10,58	4,27	-	Doğusan	-2,08	-0,83	18,52	2,43	-240,04
Gersan Elekt.	1,00	-	-	-	-	Ege End.	-1,48	-13,21	9,52	10,97	3,41

FİRMALAR	2003	2002	2001	2000	1999	FİRMALAR	2003	2002	2001	2000	1999
Zorlu Enerji	-1,03	0,26	0,45	2,94	-	Emek Elk.	44,48	-4,42	2,09	-71,78	-28,96
<b>TOPLAM</b>	<b>-2,05</b>	<b>-0,57</b>	<b>1,93</b>	<b>1,45</b>	<b>2,67</b>	Eminiş A.	-	-0,83	-440,60	-2,12	-1,57
<b>Gıda, İçki, Tütün</b>						F-M İzmit	7,47	1,69	6,40	-12,62	-6,11
Altınyay	-	3,69	-368,75	0,59	-	Ford Oto.	-	0,50	9,48	22,92	-2,30
Anadolu Efes	-	-9,91	-1,69	-1,25	13,32	İhlas Ev	-20,93	-3,97	-5,24	7,99	-0,09
Anadolu Gıda	-	-0,12	-0,50	1,92	2,23	Karsan O.	-	-0,90	8,18	0,57	-
Barvit	-	-3,26	-20,72	-1,58	0,20	Klimasan	-0,05	0,26	2,65	-2,89	1,58
Dardanel	-4,14	-0,42	-5,06	19,31	-274,29	Makina T.	3,20	0,46	-6,19	-11,92	-3,63
Ersu Gıda	-11,21	29,10	-0,36	-0,70	-	Metaş	-	-0,02	-1,01	0,34	-0,92
Friço Pak Gıd.	2,08	157,54	0,04	-489,46	0,29	Mutlu Akü	0,48	10,97	-0,42	-2,83	-9,93
Kent Gıda	-	-7,13	38,16	-2,00	-11,15	Otokar	-	-0,66	-13,65	1,65	2,14
Krevitaş Gıda	-6,73	-1,07	6,46	-457,69	0,30	Parsan	-3,93	0,00	-226,00	58,67	-7,27
Konfrut Gıda	-2,54	32,74	9,61	-907,31	-0,92	Pirelli Kb.	70,77	-37,62	-1,08	0,89	-
Kristal Kola	-0,84	-3,18	12,63	-2,35	2,43	Raks Ev	-0,96	-4,28	29,63	1,37	-181,15
Lio Yağ	4,81	4,80	1,20	2,72	-	T.Demir	-	-14,10	-3,65	-3,28	-41,58
Merko Gıda	-361,84	-14,53	-83,61	-1,43	0,51	Tofaş Oto F.	-	81,75	-0,85	-1,39	2,58
Penguen Gıda	0,62	0,13	-62,07	-1,65	-2,78	Uzel Mak.	-	0,20	11,76	3,66	3,77
Pınar Ent.Et	-	-4,01	-8,16	3,79	-0,12	Vestel	2,40	0,58	0,34	0,79	1,32
Pınar Su	-	-16,09	-2,42	1,79	133,75	<b>TOPLAM</b>	<b>-0,77</b>	<b>-3,74</b>	<b>-3,67</b>	<b>2,98</b>	<b>-0,46</b>
Pınar Süt	-	0,56	-1,00	0,41	1,95	<b>Metal Ana Sanayi</b>					
Selçuk Gıda	14,31	-8,68	-8,59	-2,69	-265,84	Borusan	-	1,16	2,44	0,70	0,53
Şeker Piliç	-0,48	-4,47	0,62	-5,83	-	Burçelik	0,67	-166,38	-2,16	1,27	-12,39
Tat Konserve	-	0,66	2,61	2,42	1,12	Çelik Hal.	-	-41,44	-1,94	-4,30	-0,15
T. Tuborg	-	-1,94	-16,89	-0,01	4,56	Çemtaş	7,79	1,03	0,18	-1,18	13,31
Tukaş Gıda	-8,12	-0,49	412,49	-1,99	-2,03	Demisaş	-10,97	-0,35	0,73	10,35	-2,53
Ünal Tarım Ür.	3,43	9,28	-0,40	1,32	0,11	Doktaş	-	-1,69	0,63	2,59	-3,45
Vanet	-1,11	62,55	9,28	-2,00	8,07	Erbosan	-1,50	1,20	5,67	-0,91	2,01
<b>TOPLAM</b>	<b>3,33</b>	<b>-3,47</b>	<b>12,15</b>	<b>-8,35</b>	<b>-0,69</b>	Ereğli Dm.	-18,54	-1,11	-4,46	-4,80	-0,59
<b>Orman Ür. ve Mobilya</b>						Feniş Al.	-16,17	7,49	1,24	-0,08	1,11
Adel Kalemc.	-	2,10	0,66	-0,14	0,88	Goldaş K.	17,79	-1,54	1,83	1,07	-
Alkim Kağıt	-29,11	3,11	2,01	9,51	-	İzmir Dm.	7,40	-7,69	-126,73	-1,06	0,75
Bak Ambalaj	-5,06	-1,10	-22,06	-2,38	0,02	Kardemir	-1,94	0,58	4,76	0,48	-
Dentaş Amba.	-0,14	-1,19	3,11	6,35	-	Sarkuys.	-3,67	0,52	2,31	-0,19	0,06
Doğan Burda	-	-13,38	9,56	0,82	-	<b>TOPLAM</b>	<b>-27,64</b>	<b>-1,14</b>	<b>-9,13</b>	<b>-2,48</b>	<b>1,68</b>
Duran Ofset	-114,02	-3,69	-0,77	-3,25	9,23	<b>Perakende Ticaret</b>					
Gentaş	0,03	0,48	1,46	1,87	-0,17	Çarşı	6,06	-1,81	-157,69	-2,66	-2,60
Hürriyet Gzt.	-	5,79	-1,68	0,45	-0,47	Gima	-	0,95	-13,94	18,48	-0,88
İşıklar Amba.	11,36	4,20	-24,51	3,24	-3,53	Kipa	-2,01	0,48	4,50	0,56	-0,30
İpek Matbaac.	-0,26	4,64	-4,48	-40,62	-	Migros	-	-0,88	3,89	-1,29	0,78
Kaplamin	-28,86	-1,02	-34,57	-1,50	6,04	Milpa	-	2,67	4,24	6,10	0,44
Kartonsan	-5,07	0,59	3,73	3,04	-0,77	Sanko Pazrl.	-31,31	-28,06	2,78	-0,53	-
Kelebek Mob.	-0,98	40,11	56,44	-80,16	-2,68	Tansaş	-	-1,57	25,26	7,28	-3,24
Koza Davet.	-21,66	-0,34	-	-	-	<b>TOPLAM</b>	<b>1,17</b>	<b>-0,44</b>	<b>-37,90</b>	<b>-1,05</b>	<b>0,74</b>
Milliyet Gzt.	-	-3,87	66,28	-74,36	-9,01	<b>Taş Toprağa Dy.Sn.</b>					
Olmuksa	-	0,94	1,75	4,34	-1,91	Adana Çimn.	-8,63	0,21	2,56	-0,55	2,91
Serve Kırtas.	1,76	21,43	-5,25	-15,37	-106,58	Afyon Çimnt.	-4,56	-10,85	-4,92	-0,49	-1,13
Tire Kutsan	-0,43	0,00	1,74	2,50	1,40	Lafarge Asl.	16,10	-3,34	2,40	-16,89	-1,58
Viking Kağıt	-	-2,21	4,22	2,76	1,46	Akçansa	-	4,64	3,54	-2,32	0,51

FİRMALAR	2003	2002	2001	2000	1999	FİRMALAR	2003	2002	2001	2000	1999
Alarko Cr.	-0,19	2,10	1,15	-0,33	0,55	Sönmez	156,07	5,56	0,43	-0,94	933,01
Arçelik	-	13,24	-1,67	0,06	1,29	Uki Konf.	31,53	-3,80	0,91	-8,42	2,86
Aselsan	9,23	-26,74	-3,80	-0,41	0,95	Vakko Tk.	-5,03	-4,40	-18,24	0,22	-0,97
Anadolu I.	-	-1,28	6,99	-5,96	-4,11	Yataş	-9,56	4,38	-23,38	0,26	-0,09
Beko Elk.	-	7,01	-1,48	0,62	-0,67	Yünsa	-	35,69	-0,16	3,92	-0,46
Bosch Fr.	-3,49	-1,19	7,30	-0,93	2,32	<b>TOPLAM</b>	<b>3,39</b>	<b>-7,18</b>	<b>-17,91</b>	<b>-3,69</b>	<b>-2,39</b>
						<b>GENEL TP.</b>	<b>-0,78</b>	<b>-13,23</b>	<b>-1,63</b>	<b>0,83</b>	<b>0,40</b>

Tablo 5. Sektörler Bazında Kaldıraç Dereceleri

YILLAR	OKD					FKD					BKD				
	2003	2002	2001	2000	1999	2003	2002	2001	2000	1999	2003	2002	2001	2000	1999
<b>SEKTÖRLER</b>															
Elektrik,Gaz,Su	-2,53	-0,46	2,23	1,42	3,44	0,81	1,23	0,87	1,02	0,78	-2,05	-0,57	1,93	1,45	2,67
Gıda,Içki,Tütün	1,44	0,26	5,77	-0,77	1,06	2,31	-13,21	2,10	10,87	-0,65	3,33	-3,47	12,15	-8,35	-0,69
Orman Ürünleri	1,75	1,43	2,98	0,57	0,14	0,84	-5,53	-2,45	2,12	-3,88	1,48	-7,92	-7,31	1,20	-0,54
Kimya,Petrol	0,82	-0,12	0,61	0,01	1,70	0,51	-39,99	-0,53	14,04	0,57	0,42	4,65	-0,33	0,16	0,98
Teknoloji	5,63	-6,27	4,83	0,08	1,02	1,21	103,09	-0,78	0,44	0,61	6,79	-645,99	-3,77	0,04	0,62
Turizm	2,54	0,84	0,98	0,17	-2,47	0,43	-1,58	-5,27	-42,02	-5,90	1,10	-1,32	-5,18	-7,10	14,58
Metal Eşya-Mk.	1,01	0,08	2,41	0,56	0,96	-0,77	-48,19	-1,52	5,32	-0,47	-0,77	-3,74	-3,67	2,98	-0,46
Metal Ana San.	8,39	-0,95	1,89	0,27	1,30	-3,29	1,20	-4,83	-9,24	1,29	-27,64	-1,14	-9,13	-2,48	1,68
Perakende Tic.	0,83	-1,94	1,88	-0,28	1,29	1,41	0,23	-20,14	4,02	0,57	1,17	-0,44	-37,90	-1,05	0,74
Taş Toprağa Dy.	1,46	0,26	2,94	-0,03	1,06	0,88	4,70	0,51	-9,00	0,78	1,29	1,24	1,50	0,28	0,83
Dokuma,Giyim	2,50	0,14	3,05	-0,09	0,55	1,36	-53,00	-5,87	39,44	-4,37	3,39	-7,18	-17,91	-3,69	-2,39

Tablo 6. İMKB' de İşlem Gören Şirketlerin Toplatılmış Kaldıraç Dereceleri

%	GENEL TOPLAM					
	YILLAR	2003	2002	2001	2000	1999
OKD		1,104	-0,053	1,505	0,157	1,170
FKD		-0,702	251,468	-1,086	5,281	0,345
BKD		-0,775	-13,232	-1,634	0,828	0,404

## 5. DEĞERLENDİRME

Hesapladığımız kaldıraç derecelerine ilişkin değerlendirmelere sektörler bazında aşağıda yer verilmiştir. Ancak, bu noktada; operasyonel ve finansal kaldıraçın her ikisinin de negatif çıkması halinde bileşik kaldıraç etkisinin matematiksel olarak pozitif çıkacağı gerçeği göz önüne alındığında, az sayıda da olsa bu nitelikteki bileşik kaldıraç ile ilgili değerlendirmeler konusunda temkinli olunması gerektiğini belirtmekte yarar bulunmaktadır.

### 5.1. Elektrik, Gaz, Su

Elektrik, Gaz, Su sektöründeki firmaların tamamı elektrik enerjisi alanında faaliyet gösteren ve sektördeki payı %33,7'ye ulaşan özel sektör firmalarından oluşmaktadır. Beyaz Enerji Soruşturması, 2001 ekonomik krizi, ve mevzuat konusunda yaşanan belirsizlikler sektörün 2001 yılından itibaren %50 oranında küçülmesine neden olmuştur (Finansal Forum, 27.01.2003:12).

Bu gelişmelere paralel olarak sektörün 2001 yılından itibaren yaşadığı olumsuzluklar operasyonel kaldıraç pozitiften negatife dönüşmesine yol açmış, negatif operasyonel kaldıraç nedeniyle bileşik kaldıraç da negatif olmuştur. Dolayısıyla sektörün faaliyetleri zararlı sonuçlanmıştır. Linyit ve özellikle hidroelektrik santrallerinin yerini termik santrallerinin alması, bu grup içerisinde de doğalgaza dayalı santrallerin payının giderek artması sektörün üretim biçiminin değişmeye başlamasına yol açmıştır (www.tisk.org.tr). Sektörün büyümesi ve enerji gereksiniminin şiddetinin artması nedeniyle firmaların yatırım potansiyelleri ve kredi gereksinimleri hızla genişlemiş, bu nedenle finansal kaldıraç pozitif bir seyir izlemiştir.

### 5.2. Gıda, İçki Tütün

Gıda, İçki, Tütün sektöründeki firmalar ağırlıklı olarak gıda alanında faaliyet göstermektedirler. 2000 yılı dışında pozitif operasyonel kaldıraç, 1999 ve 2002 yıllarında ise negatif finansal kaldıraç gerçekleşmesinden dolayı, sektörün bileşik kaldıraç 2001 ve 2003 yılları dışında negatif olmuştur. Sektörde görülen bu dalgalanma, tarım sektörünün tipik özelliklerini yansıtan bir gelişme olarak değerlendirilmiştir.

### 5.3. Orman Ürünleri ve Mobilya

Kağıt üretimi, ambalaj, mobilya, matbaacılık ve gazetecilik alanında faaliyet gösteren firmaların yer aldığı Orman Ürünleri sektörü, hammaddesinin önemli bir kısmını ithalat yoluyla karşılamaktadır. Sektör kur artışlarından ve (üretimde enerji kullanımının yüksekliği nedeniyle) doğalgaz ve elektrik zamlarından doğrudan etkilenmektedir. Bu nedenle, 2001 ekonomik krizi bu alanda faaliyet gösteren bir çok firmanın finansal yapısını olumsuz etkilemiştir. (www.garantiyatirim.com.tr)

Sektörde operasyonel kaldıraç pozitif ve genelde 1'den büyük olduğu görülmekte olup, bu durum sektörün operasyonel karlılığının yüksekliğine ve satışlardaki artışın karlılık üzerinde daha büyük oranda artış yaratma kabiliyeti bulunduğuna işaret etmektedir. Ancak sektörün finansal kaldıraç ve bileşik kaldıraç 2000 ve 2003 yılları dışında negatif olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuç sektörün karlılığını olumsuz etkileyen bir nitelik taşımakta ve sektörün finansal kaldıraç yeterince kullanamadığını göstermektedir.

### 5.4. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri

Boya sanayiinden, ilaca, gübre ve petrol ürünlerine kadar değişik üretim alanlardan firmaların yer aldığı grupta üretim yelpazesinin genişliği, sağlıklı denebilecek sonuçların elde edilmesine yeterince olanak sağlamamıştır.

Sektörde operasyonel kaldıraç 1'in altında ve sifıra yakın seyretmiştir. Bu sonuç, sektörün toplam maliyetleri içinde değişken maliyetlerinin (petrol fiyatları, döviz kurları ve faiz dalgalanmalarının etkisinin yüksek olması nedeniyle) ağırlıklı olarak yer almasından dolayı, satışlardaki değişimin birim başına net kar marjında daha az artışa neden olmasından kaynaklanmıştır. (www.tksd.org.tr)

Sektörün finansal kaldıraç 2001 ve 2002 yıllarında negatif çıkmıştır. Bu durum, belirtilen yıllarda, sektörün sabit değil, daha çok değişken kaynaklarla kendisini fonladığını göstermektedir. Kriz nedeniyle satışların daralması, finansman giderlerinin artması sonucunda finansal kaldıraç negatif olduğu, sektörün net kar marjının küçüldüğü anlaşılmaktadır. Dolayısıyla sektörün operasyonel karlılığının düşük olduğunu, ekonomik krizlerle, kur ve özellikle faiz artışlarının sektörü yakından etkilediğini söylemek mümkündür.

### **5.5. Teknoloji**

Teknoloji sektöründe her üç kaldıraç türünde de önemli dalgalanmalar görülmektedir. Sektörde yer alan firma sayısının ve halka açıklık oranının ve dolayısıyla veri temelinin yetersiz olması bunda en büyük etkeni oluşturmaktadır.

### **5.6. Turizm**

Outgoing ( yurt dışına gönderilen turist), incoming (Yurt dışından gelen turist) ve incentive (kongre, toplantı turizmi) turizm olmak üzere üç ana alanda faaliyet gösteren turizm sektörünün son yıllardaki olumlu ivmesi, terörist hareketler ve ilgili ülkelerde oluşturulan olumsuz propagandalardan geçici olarak etkilenmiştir. Yükseliş trendini sürdüren sektör, 20001 yılındaki ekonomik kriz sonrası uygulanan istikrar programının ihracattan sonra ikinci önemli unsuru konumuna gelmiştir. Dolayısıyla sektöre çok sayıda yeni yerli ve yabancı firma girmeye başlamıştır. (www.tursab.com.tr)

Bu yapıya paralel olarak sektörün operasyonel kaldıraç, satışlardaki değişimin birim başına net kar marjında önemli bir değişiklik yaratmamasından dolayı, 2001 ve 2002 yıllarında 1'e yakın bir seyir izlemiş, 2003 yılında ise 2,55 olmuştur.

Sektörün finansal kaldıraç ise 2003 yılı dışında negatif olarak gerçekleşmiştir. Bu durum sektörün toplam kaynak maliyeti içerisinde değişken faizli kaynaklarının daha fazla olduğunu ve faiz değişimlerine duyarlı bu kaynak yapısının karlılık üzerinde olumsuz etki yaptığını göstermektedir.

Sektörün talep yapısı Ağustos ve Kasım 1999 depremlerinden etkilenmiş, bu olumsuz etki 2000 yılında da sürmüştür. 2001 ekonomik krizi özellikle iç talep üzerinde etken olmuş, 2003 yılındaki terörist hareketler ise incoming turizmi kısmen de olsa olumsuzlaştırmıştır. Talepte yaşanan sorunlar ve ekonomik kriz, değişken faiz yapısıyla birlikte marjinal kaynak maliyetini arttırmış ve sektörün finansal kaldıraçını olumsuz etkileyerek, karlılığını düşürmüştür.

Bileşik kaldıraç 2003 yılında 1'in üzerinde hesaplanmış, 1999 yılında ise 14,58 düzeyine ulaşmıştır. Bu açıdan sektörün operasyonel karlılığının yüksek olduğunu, ancak finansal dalgalanmaların sektörü olumsuz etkilediğini söylemek mümkündür.

### 5.7. Metal Eşya-Makine Gereç Yapım

Ağırlıklı olarak otomotiv, otomotiv yan sanayi, elektronik ve beyaz eşya alanında üretim yapan firmaların yer aldığı ve Metal Eşya-Makine Gereç Yapım adı altında toplanan sektörün en önemli firmaları otomotiv alanında faaliyet göstermektedir. İmalat sanayimiz içerisinde gıda ve tekstilden sonra 3. sırada yer alan otomotiv sektörü ekonomimize yüksek katma değer yaratmakta, teknolojik gelişmenin ve savunma sanayiinin de temelini oluşturmaktadır. Kurulu kapasitesi, yan sanayi potansiyeli, güçlü yabancı ortaklıkları, çok iyi yetişmiş insan gücü ve rekabetçi işgücü maliyeti, teknolojik bilgi birikimiyle 2000 yılına kadar hızlı bir ivme gösteren sektör, 2001 yılındaki ekonomik krizin etkisiyle artan faizler ve tüketici kredilerindeki daralma sonucu önemli bir gerileme ile karşı karşıya kalmıştır. Bu etki 2003 yılı başından itibaren ihracat olanaklarıyla büyük ölçüde ortadan kalkmış, satışlarda belirgin bir artış gerçekleşmiş ve sektör ekonomi için tekrar önemli bir vergi kaynağı olmuştur. (www.osd.org.tr)

Otomotiv yan sanayii de otomotiv sanayiine paralel bir trend izlemektedir. Otomotiv yan sanayiinin büyük ölçüde KOBİ'lerden oluşması, sektörün dinamik bir yapı sergilemesini sağlamaktadır. (www.taysad.org.tr)

Elektronik ve beyaz eşya sanayi ekonomik konjonktürdeki dalgalanmaların etkisinde bir gelişim trendi göstermiştir. Özellikle tüketici kredilerindeki faiz dalgalanmaları sektörü yakından etkilemiştir. (www.arcelik.com.tr)

Metal Eşya-Makine Gereç Yapım sanayiinin kaldıraç derecelerine, sektörün bu gelişim trendi açısından bakıldığında, operasyonel kaldıraçının tüm yıllarda pozitif olduğu görülmektedir. Ancak, operasyonel kaldıraçın ortalama olarak 1'e yakın seyretmesi, karlılığı arttırmada bir kaldıraç olarak kullanılmadığına işaret etmektedir. Dolayısıyla, sektörde karlılığın (satışların artmasının sabit maliyetlerinde artmasını gerekli kılmasından dolayı) satışlar kadar artma kabiliyetinin bulunduğu anlaşılmaktadır.

Finansal kaldıraç ise trend boyunca önemli dalgalanmalar göstermiştir. Krizin etkisiyle yüksek faiz, kur ve daralan piyasalar 2002 yılında kendisini belirgin bir şekilde hissettirmiş ve finansal kaldıraç -48,19'a kadar yükselmiştir. 2003 yılında belirgin bir iyileşme yaşanmış olmakla birlikte, sıfıra yakın bir düzeyde, ancak negatif olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak bileşik kaldıraç derecesi 2000 yılı dışında negatif olmuştur.

### 5.8. Metal Ana Sanayi

Demir, çelik, alüminyum gibi madenlerin işlendiği veya hammadde ve ara mal olarak kullanıldığı sektör, hurda alımının yurt içinden yapılması ve üretimin bir kısmının ihraç edilmesi nedeniyle kurlardaki düşüşten veya durağanlıktan önemli ölçüde olumsuz etkilenmektedir. Bunların yanı sıra; ABD'nin kotaları ve vergi oranlarını arttırması yönündeki korumacılık eğilimleri fiyat dengelerini bozucu bir etki yaratmaktadır. Ayrıca Çin'in büyüme trendine paralel olarak metal talebinin artması fiyatların hızla yükselmesine neden olmuş, karlılığı olumlu etkileyen bu gelişme hammadde teminini güçleştirmiştir. (www.dtm.gov.tr)

Sektöre ait hesaplanan kaldıraç derecelerine baktığımızda, 2002 yılı dışında operasyonel kaldıraçının genelde 1'den büyük olduğunu görmekteyiz. Özellikle 2003 yılının operasyonel kaldıraçının 8,40'a ulaşması Çin faktörünün yarattığı talep bazlı fiyat artışlarının bir yansıması niteliğindedir. 2003 yılında sektörün sabit maliyetleri, karlılığın satışlardan daha



hızlı artmasına yol açmıştır. Dolayısıyla, sektörde operasyonel kaldıraçın karlılık üzerinde önemli bir olumlu etkisi olduğunu söylemek mümkündür.

Finansal kaldıraçın olumsuzluğu ise, kurlarda ve faizlerde istikrarlı bir ivmenin yakalanamamasından kaynaklanmaktadır. Bunun yanı sıra, finansal kaldıraç bu yapısı, bileşik kaldıraç üzerinde, genelde, negatif faktörlü bir etki yaratmıştır.

### 5.9. Perakende Ticaret

Hızla genişleyen perakende ticaret sektöründe, özellikle yaygın ve büyük perakende mağazaların payı hızla artmıştır. Vadeli alım, buna karşılık ağırlıklı olarak (kredi kartlı satışlar nedeniyle) nakite yakın satım gerçekleştiren perakende mağazalar zincirleri, araştırma konumuz olan sektörün tamamını oluşturmaktadır. (www.migros.com.tr)

Sektörün 2000 ve 2002 yılları dışında operasyonel kaldıraç derecesi pozitif olup, ortalama olarak 1'in üzerindedir. Finansal kaldıraç dereceleri ise, 2001 yılında önemli ölçüde negatif (-20.14) çıkmış olup, bu yıl dışında pozitifdir. Sektörün hem operasyonel hem de finansal kaldıraç etkisinden yararlanarak karlılığını artırma olanağı bulunmaktadır.

### 5.10. Taşa Toprağa Dayalı Sanayi

Ağırlıklı olarak çimento, kısmen cam, seramik firmalarının yer aldığı sektör, özellikle inşaat sektörüne girdi sağlayan en önemli yan sanayi konumundadır. Ekonomik dalgalanmalardan ve istikrarsızlıktan geç etkilenen, aynı şekilde geç toparlanan bir yapıya sahiptir. 2001 krizi ile İnşaat sektörünün yaşadığı daralma, sektörü de önemli ölçüde olumsuz etkilemiştir. Enerji ve özellikle nakliyyede kullanılan petrol gibi girdi maliyetlerindeki trend değişiklikleri sektörün rekabet olanaklarını sınırlandırmaktadır. (www.tusiad.org.tr)

Bu açıdan bakıldığında, 1999 depremleri sonrası inşaat sektörünün (ruhsatların iptali nedeniyle) daralması sonucu, krizden geç etkilenme özelliği ile, sektörün operasyonel kaldıraç 2000 yılında negatif olmuştur. 2001 yılında ekonomik krize karşın 2,94 olan operasyonel kaldıraç, 2002 yılında gerileyerek 0,26 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılında ise kaldıraç derecesi 1,46 katsayısına ulaşmıştır. Kapasite fazlasıyla çalışan sektörün tam kapasite düzeyine kadar satışlarının ve üretim miktarının artması, sabit maliyetlerde herhangi bir değişiklik gerekmemesinden dolayı, operasyonel kaldıraç daha yüksek katsayılara ve sektörü daha karlı noktalara doğru taşıyabilecek düzeydedir.

Sektörün finansal kaldıraç ise, sektörün taşıdığı özellikler nedeniyle, operasyonel kaldıraçla paralel bir trend izlemiştir. Dolayısıyla, sektörün bileşik kaldıraç periyodun tamamında pozitif ve ortalama olarak 1'in biraz üzerinde (1,0276) hesaplanmıştır.

### 5.11. Dokuma, Giyim, Deri

Tekstil, hazır giyim ve deri firmalarından oluşan sektör, en fazla üretim çeşitliliğine sahip sektörlerimizin başında gelmektedir (www.tekstilisveren.org.tr). Gerçekleştirilen teknolojik yatırımlar, kaliteli üretim ve nitelikli işgücü ile dış piyasalarda, Çin başta olmak üzere Uzak Doğu ülkelerinden kaynaklanan yoğun rekabete karşı, önemli avantajları bulunmaktadır (www.tgsd.org.tr). Parite, kur ve faiz dalgalanmalarından doğrudan etkilenen sektör,

2001 krizi sonrası işgücü maliyetlerinin reel olarak gerilemesinden sağladığı üstünlüğünü ihracata kanalize etmiş görünmektedir. (www.itkib.org.tr)

Sektörün operasyonel kaldıraç 2000 yılı dışında (bu yılda sıfıra yakındır) pozitiftir. Özellikle 2001 yılında, krize rağmen, operasyonel kaldıraç katsayısı 3'ün üzerinde gerçekleşmiştir. Sektörün finansal kaldıraç ise periyot boyunca önemli dalgalanmalar göstermiştir. 1999 yılındaki -4'ün üzerindeki finansal kaldıraç, 2000 yılında +39,44 gibi önemli bir düzeye ulaşmıştır. 2001 yılında -5,87, 2002 yılında -53,00 olmuş ve 2003 yılında +1,34'e yükselmiştir. Bu trend, sektörün ağırlıklı olarak değişken faizli fonlarla finansman sağladığını, bu nedenle faiz değişimlerinden kolaylıkla etkilendiğini ve sektörün finansman kaldıraçını yeterince kullanmadığını göstermektedir.

Bileşik kaldıraç ise finansal kaldıraca paralel bir seyir izlemiştir. Dolayısıyla, sektörün kaldıraç dereceleri üzerinde özellikle finansal gelişmelerin ve krizin etkisinin daha büyük olduğunu söylemek mümkündür. Ulaşılan pozitif rakamların büyüklüğü sektörün gelişim ve karlılık potansiyelini belirginleştirmektedir.

## 6. SONUÇ

Çalışmamızda yaptığımız analiz ile ilgili olarak ulaştığımız sonuçlara aşağıda yer verilmiştir:

1. Sadece dış ve iç nedenlerden kaynaklanan ekonomik konjonktür değişiklikleri değil, doğal felaketlerde kaldıraç dereceleri üzerinde doğrudan etkili olmaktadır. Doğal felaketlerin turizm gibi hizmet sektörlerinde operasyonel kaldıraç, ekonomik dalgalanmaların ise üretim sektörlerinde finansal kaldıraç etkilediğini söylemek mümkündür. 1999 depremleri operasyonel kaldıraç olumsuzlaştırırken, 2001 ekonomik krizi ile belirginleşen faiz, kur, girdi maliyeti dalgalanmaları finansal kaldıraç üzerinde önemli hasara neden olmuş ve genelde kaldıraçın ters yönlü çalışmasına yol açmıştır.
2. Kaldıraç dereceleri, hemen tüm sektörlerde 2001 ve 2002 yıllarında olumsuzlaşırken, 2003 yılında belirgin bir düzelmenin varlığı saptanmıştır. Buradan, sektörlerin 2003 yılından itibaren krizin etkilerini üzerinden atmaya başladıklarını söylemek mümkündür.
3. Beş yıllık periyotta, genelde, operasyonel kaldıraç pozitif, finansal kaldıraç ise negatif olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, bileşik kaldıraç sektörlerde ağırlıklı olarak negatif bir sonuç yaratmıştır.
4. Operasyonel ve finansal kaldıraçın her ikisinin de negatif olması, bileşik kaldıraç etkisinin matematiksel olarak pozitif çıkmasına yol açmıştır. Bu nedenle, bu nitelikteki bileşik kaldıraçlarla ilgili sonuçlar anlamlılığını ve değerlendirilebilirliğini yitirmektedir.
5. İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Topluştırılmış Kaldıraç Dereceleri'ni gösteren Tablo:VI incelendiğinde operasyonel kaldıraçın daha istikrarlı, finansal kaldıraçın ise daha değişken olduğu ve belirgin dalgalanmalar yarattığı görülmektedir.
6. Finansal kaldıraçın ekonomik dalgalanmalara paralel seyretmesi, operasyonel kaldıraca göre ekonomik gelişmelere karşı daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Bu durum, sektörlerin operasyonel kaldıraca göre finansal kaldıraç yeterince kullanmadığı şeklinde yorumlanabilir.

7. Ekonomide istikrarın sağlanması, faizlerin, kurların ve girdi maliyetlerindeki değişmelerin ve dalgalanmaların giderilmesi ile sektörlerin sabit faiz ve sabit maliyetin klasik kaldıraç etkisini pozitif yönlü harekete geçirecek alt yapıya ve aktiviteye sahip olduğu anlaşılmaktadır. Operasyonel, özellikle finansal ve bileşik kaldıraçın sektörler tarafından etkin bir şekilde kullanılmasını sağlayacak potansiyelin hemen tüm sektörlerde var olduğu görülmektedir.
8. Analiz sonuçları sektörlerin genel özelliklerini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, kaldıraç analizinde ve yorumunda sektörel özelliklerinde mutlaka dikkate alınması gerekliliği bulunmakta, sektörel özelliklerden bağımsız bir analizin anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır.

### KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (1998).** *Finansal Yönetim*, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:65, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No:17, Yenilenmiş 7.Baskı, İstanbul.
- Berk, N. (2000).** *Finansal Yönetim*, 5.Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Bernstein, L.A.ve Wild J.J. (1998).** *Financial Statement Analysis, Theory, Application, and Interpretation*, International Edition, Sixth Edition, McGraw-Hill Accounting Series, USA.
- Brealey, R.A. ve Myers, S.C. (2000).** *Principles of Corporate Finance*, Sixth Edition, Irwin, McGraw-Hill, USA.
- Brealey, R.A. ve Myers, S.C. ve Marcus, A.J. (2001).** *Fundamentals of Corporate Finance*, International Edition, Third Edition, McGraw-Hill, USA.
- Besley, S. ve Brigham, E.F. (2000).** *Essential of Managerial Finance*, Twelfth Edition, The Drden Press, USA.
- Damodaran, A. (1997).** *Corporate Finance, Theory and Practice*, John Wiley&Sons, Inc., USA.
- Finansal Forum Gazetesi**, 27.01.2003.
- Gallagher, T.J. ve Andrew, J.D.J. (2000).** *Financial Management, Principles and Practise*, Second Edition, Prentice Hall, USA.
- Gitman, L.J. (1998).** *Principles of Managerial Finance*, Brief Edition, Addison & Wesley Longman, Inc., USA.
- Özdemir, M. (1999).** *Finansal Yönetim*; 2.Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Peterson, P.P. (1994).** *Financial Management and Analysis*, International Edition, McGraw-Hill, Inc., USA.

Seri:XI, No:1, 29.01.1989 tarihli 20064 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanan Sermaye Piyasalarında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında SPK Tebliği.

Seri:XI, No:24 sayılı, 18.02.2003 tarihli SPK Tebliği-[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr). (Sermaye Piyasaları Mevzuatı, IV.Mali Tablolar, Standartlar ve Bağımsız Denetim, 1. Muhasebe Standartları).

Seri:XI, No:25 sayılı, 15.11.2003 tarihli 25290 sayılı mükerrer Resmi Gazete ile yayımlanan Sermaye Piyasalarında Muhasebe Standartları Hakkında SPK Tebliği.

Türkçe Sözlük, (1999) Dil Derneği, Cilt II, Ankara.

[www.arcelikas.com.tr/yatirim/01\\_fraporlari.html](http://www.arcelikas.com.tr/yatirim/01_fraporlari.html).

[www.dtm.gov.tr/ead/ticaret/ticaret.htm](http://www.dtm.gov.tr/ead/ticaret/ticaret.htm) (T.C. Devlet Bakanlığı Dış Ticaret Müsteşarlığı).

[www.garantiyatirim.com.tr/arastirma.asp](http://www.garantiyatirim.com.tr/arastirma.asp).

[www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm](http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm).

[www.itkib.org.tr/Res800/ItkibHakinda/ykkonfeksiyon.htm](http://www.itkib.org.tr/Res800/ItkibHakinda/ykkonfeksiyon.htm) (İstanbul Tekstil ve Konfeksiyon İhracatçı Birlikleri).

[www.migros.com.tr/migros/kurumsal4.htm](http://www.migros.com.tr/migros/kurumsal4.htm).

[www.osd.org.tr/istatis.htm](http://www.osd.org.tr/istatis.htm) (Otomotiv Sanayicileri Derneği).

[www.taysad.org.tr/altmenu.asp?Anald=1050&def\\_dil\\_id=149](http://www.taysad.org.tr/altmenu.asp?Anald=1050&def_dil_id=149) (Taşıt Araçları Yan Sanayicileri Derneği).

[www.tekstilisveren.org.tr/turkce/yayinlar/arastirma\\_raporlari.htm](http://www.tekstilisveren.org.tr/turkce/yayinlar/arastirma_raporlari.htm) (Türkiye Tekstil Sanayii İşverenleri Sendikası).

[www.tgsd.org.tr](http://www.tgsd.org.tr) (Yayınlar, Raporlar) (Türkiye Giyim Sanayicileri Derneği).

[www.tisk.org.tr/yayinlar.asp](http://www.tisk.org.tr/yayinlar.asp) (Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu).

[www.tursab.org.tr/content/turkish/istatistikler/Arastirma.asp](http://www.tursab.org.tr/content/turkish/istatistikler/Arastirma.asp) (Türkiye Seyahat Acenteleri Birliği) ([www.kultur.gov.tr/istatistik\\_tr.asp?dir=%DDstatistikler](http://www.kultur.gov.tr/istatistik_tr.asp?dir=%DDstatistikler) (T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı).

[www.tusiad.org.tr](http://www.tusiad.org.tr) (Raporlar) (Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği).

[www.tksd.org.tr/sunumlar.asp](http://www.tksd.org.tr/sunumlar.asp) (Türkiye Kimya Sanayicileri Derneği).