T.C.
RECEP TAYYİP ERDOĞAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

2008 FİNANSAL KRİZİNİN ÖZ SERMAYE KÂRLILIKLARINA ETKİSİ: BİST'TE BİR UYGULAMA

(Yüksek Lisans Tezi)

Tezin Yazarı
Abdulmuttalip PİLATİN

Tezin Danışmanı
Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA

RİZE 2016

T.C.
RECEP TAYYİP ERDOĞAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

2008 FİNANSAL KRİZİNİN ÖZ SERMAYE KÂRLILIKLARINA ETKİSİ: BİST'TE BİR UYGULAMA

(Yüksek Lisans Tezi)

Tezin Yazarı
Abdulmuttalip PİLATİN

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA

Tez Savunma Tarihi

Tez Jürisi Üyeleri
Adı ve Soyadı İmza

Başkan : Prof.Dr.Osman KARAMUSTAFA

Üye : Doç.Dr. Benyamin ER

Üye : Yrd.Doç.Dr. Aykut KARAKAYA

Enstitü Müdürü

06 / 05 / 2016
Onay Tarihi

RECEP TAYYİP ERDOĞAN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu tezi bilimsel metotlara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak hazırlayıp sunduğumu, tezde bana ait olmayan tüm bilgi, düşünce ve sonuçları belirttiğimi ve kaynağını gösterdiğimi beyan ederim. ….. / ……. / 20..

Abdulmuttalip PİLATİN

ÖN SÖZ

Bu çalışmamda değerli bilgileri ve görüşleriyle bana yol gösteren değerli hocam ve tez danışmanım Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA'ya teşekkür ederim. Ayrıca çalışmam esnasında yardım ve desteklerini esirgemeyen Yrd. Doç. Dr. Aykut KARAKAYA'ya, Arş. Gör. Melih KUTLU'ya ve Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi hocalarına ayrı ayrı teşekkür ederim.

Çalışmalarım sırasında yanımda olduğu ve beni desteklediği için nişanlım Gökçe KUM'a dualarını ve manevi desteklerini eksik etmedikleri için annem Kezban PİLATİN'e ve babam İsmail PİLATİN'e teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖN SÖZ....4

İÇİNDEKİLER....5

TABLOLAR LİSTESİ....9

ŞEKİLLER LİSTESİ....10

KISALTMALAR LİSTESİ....12

GİRİŞ....13

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL KRİZ İLE İLGİLİ KAVRAMLAR

1.1. FİNANSAL KRİZ 15

1.2. KRİZ TÜRLERİ 17

1.2.1. Finansal Krizler.... 17

1.2.2. Reel Krizler.... 18

1.3.FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ 19

1.3.1. Ekonomik Nedenler 19

1.3.1.1. Para Krizi 19

1.3.1.2. Bankacılık Krizi 20

1.3.1.3. Dış Borç Krizi 22

1.3.1.4. Sistematik Kriz.... 23

1.3.2. Siyasal Nedenler 24

1.3.3. Uluslararası ve Spekülatif Nedenler 25

İKİNCİ BÖLÜM

2. DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE FİNANSAL KRİZLER

2.1.DÜNYA'DA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER 27

2.1.1. Büyük Buhran Öncesi Dönem 27

2.1.2. Büyük Buhran ve Sonrası Dönem 29

2.1.3. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Finansal Krizler 33

2.1.4. Gelişmiş Ülkelerdeki Finansal Krizler 38

2.2. TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER 41

2.2.1. 1982 Bankerler Krizi 41

2.2.2. 1994 Döviz Krizi 42

2.2.3. Kasım 2000 Krizi 43

2.2.4. Şubat 2001 Döviz Krizi 45

2.3. 2008 KÜRESEL FİNANS (MORTGAGE) KRİZİ VE TÜRKİYE'YE ETKİSİ 47

2.3.1. 2008 Küresel Finans(Mortgage) Krizi 47

2.3.1.1. Krizin Çıkış Nedenleri 48

2.3.1.2. Krizin Küresel Etkileri 51

2.3.2. Küresel Finans(Mortgage) Krizi'nin Türkiye'ye Etkileri 54

2.3.2.1. Krizin GSYİH'ya Etkisi 55

2.3.2.2. Krizin İstihdam Üzerindeki Etkisi 58

2.3.2.3. Krizin Dış Ticaret Dengesi Üzerindeki Etkisi 59

2.3.2.4. Krizin Reel Kesim Üzerindeki Etkisi 62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. 2008 FİNANSAL KRİZİNİN ÖZ SERMAYE KÂRLILIKLARINA ETKİSİNİN BELİRLENMESİ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI 66

3.2. KRİZLERİN BORSADAKİ İŞLETMELERE ETKİLERİNİN BELİRLENMESİNDE FİNANSAL ORANLAR KULLANILARAK YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR 66

3.3. ARAŞTIRMADA KULLANILAN VERİLER, KAPSAM VE ARAŞTIRMANIN DEĞİŞKENLERİ 70

3.3.1. Araştırmada Kullanılan Veriler ve Araştırmanın Kapsamı 70

3.2.2. Araştırmanın Değişkenleri 74

3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ 75

3.5. BULGULAR 77

3.6. DUPONT ORANI İLE DİĞER ORANLAR ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ 83

3.6.1. Gıda Endeksi 83

3.6.2. Tekstil Deri Endeksi 86

3.6.4. Petrol Kimya Endeksi 92

3.6.5. Taş Toprak Endeksi 95

3.6.6. Metal Ana Endeksi 98

3.6.7. Metal Eşya Endeksi 101

3.6.8. Madencilik Endeksi 104

3.6.9. Elektrik Endeksi 106

3.6.10. Ulaştırma Endeksi 109

3.6.11. Turizm Endeksi 110

3.6.12. Ticaret Endeksi 113

3.6.13. İletişim Endeksi 116

3.6.14. Spor Endeksi 117

3.6.15. İnşaat Endeksi 118
3.6.16. Holding ve Yatırım Endeksi 120
3.6.17. Bilişim Endeksi 124
SONUÇ 127
KAYNAKÇA 130
ÖZET 140
ABSTRACT 141
ÖZGEÇMİŞ 142

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo Sayısı **Sayfa Sayısı**

TABLO 3. 1: BİST SEKTÖR VE ALT SEKTÖR ENDEKSLERİ 71

TABLO 3. 2: BİST ALT ENDEKSLERDE YER ALAN ŞİRKET SAYILARI 73

TABLO 3. 3: FİNANSAL ORANLAR 74

TABLO 3. 4: KRİZ ÖNCESİ VE SONRASI HESAPLANAN ORTALAMA ÖSK ORANLARI (%) 78

TABLO 3. 5: DUPONT ANALİZİNE GÖRE ENDEKSLERİN SIRALANMASI 81

TABLO 3. 6: GIDA ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI (R) 85

TABLO 3. 7: TEKSTİL DERİ ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI (R) 88

TABLO 3. 8: KAĞIT ORMAN ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI (R) 91

TABLO 3. 9: PETROL KİMYA ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI (R) 94

TABLO 3. 10: TAŞ TOPRAK ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI (R) 97

TABLO 3. 11: METAL ANA ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI(R) 100

TABLO 3. 12: METAL EŞYA ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI(R) 103

TABLO 3. 13: MADENCİLİK ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI(R) 106

TABLO 3. 14: ELEKTRİK ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI(R) 108

TABLO 3. 15: TURİZM ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI(R) 112

TABLO 3. 16: TİCARET ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI (R) 115

TABLO 3. 17: İNŞAAT ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI (R) 120

TABLO 3. 18: HOLDİNG VE YATIRIM ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI (R) 123

TABLO 3. 19: BİLİŞİM ENDEKSİ KORELASYON KATSAYILARI (R) 126

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil Sayısı **Sayfa Sayısı**

ŞEKİL 1. 1: EKONOMİK KRİZ TÜRLERİ 17

ŞEKİL 1. 2: ÜRETİM VE FİNANS ŞİRKETLERİNİN KÂR ORANLARI ABD, 1960-1999. 25

ŞEKİL 2. 1: DOW JONES ENDEKSİ ENDÜSTRİYEL ORTALAMA (YÜZDE) 32

ŞEKİL 2. 2: GSYİH BÜYÜME ORANI (YÜZDE) 56

ŞEKİL 2. 3: 2004-2014 YILLARINDA İŞSİZLİK ORANLARI..... 58

ŞEKİL 2. 4: İHRACATTAKİ DEĞİŞİM TUTARI (MİLYAR $)..... 60

ŞEKİL 2. 5: İTHALAT TUTARI (MİLYAR $) 60

ŞEKİL 2. 6: CARİ AÇIK..... 61

ŞEKİL 2. 7: SANAYİ CİRO ENDEKSİ..... 62

ŞEKİL 2. 8: SANAYİ ÜRETİM ENDEKSİ..... 64

ŞEKİL 3. 1: KORELASYON SAÇILIM GRAFİKLERİ..... 76

ŞEKİL 3. 2: GIDA ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI..... 83

ŞEKİL 3. 3: GIDA ENDEKSİ ORANLARI..... 84

ŞEKİL 3. 4: TEKSTİL DERİ ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI ... 86

ŞEKİL 3. 5: TEKSTİL DERİ ENDEKSİ ORANLARI 87

ŞEKİL 3. 6: KAĞIT ORMAN ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI.. 89

ŞEKİL 3. 7: KAĞIT ORMAN ENDEKSİ ORANLARI 90

ŞEKİL 3. 8: PETROL KİMYA ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI 92

ŞEKİL 3. 9: PETROL KİMYA ENDEKSİ ORANLARI 93

ŞEKİL 3. 10: TAŞ TOPRAK ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI ... 95

ŞEKİL 3. 11: TAŞ TOPRAK ENDEKSİ ORANLARI 96

ŞEKİL 3. 12: METAL ANA ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI..... 98

ŞEKİL 3. 13: METAL ANA ENDEKSİ ORANLARI 99

ŞEKİL 3. 14: METAL EŞYA ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI. 101
ŞEKİL 3. 15: METAL EŞYA ENDEKSİ ORANLARI..... 102
ŞEKİL 3. 16: MADENCİLİK ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI. 104
ŞEKİL 3. 17: MADENCİLİK ENDEKSİ ORANLARI 105
ŞEKİL 3. 18: ELEKTRİK ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI 107
ŞEKİL 3. 19: ELEKRTİK ENDEKSİ ORANLARI 108
ŞEKİL 3. 20: ULAŞTIRMA ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI .. 109
ŞEKİL 3. 21: TURİZM ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI..... 110
ŞEKİL 3. 22: TURİZM ENDEKSİ ORANLARI 111
ŞEKİL 3. 23: TİCARET ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI..... 113
ŞEKİL 3. 24: TİCARET ENDEKSİ ORANLARI..... 114
ŞEKİL 3. 25: İLETİŞİM ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI..... 116
ŞEKİL 3. 26: SPOR ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI..... 117
ŞEKİL 3. 27: İNŞAAT ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI 118
ŞEKİL 3. 28: İNŞAAT ENDEKSİ ORANLARI..... 119
ŞEKİL 3. 29: HOLDİNG VE YATIRIM ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI..... 121
ŞEKİL 3. 30: HOLDİNG VE YATIRIM ENDEKSİ ORANLARI 122
ŞEKİL 3. 31: BİLİŞİM ENDEKSİ ÖZ SERMAYE KÂRLILIK ORANI..... 124
ŞEKİL 3. 32: BİLİŞİM ENDEKSİ ORANLARI..... 125

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE	: Araştırma - Geliştirme
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirketler
DOLAR	: Amerikan Doları
FED	: Amerikan Merkez Bankası
G-8	: Gelişmiş 8 ülke
G-20	: Gelişmiş 20 Ülke
GSH	: Gayrisafi Hasıla
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
USD	: Amerikan Doları
BİST	: Borsa İstanbul
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
KOBİ	: Küçük ve Orta Boy Ölçekli İşletmeler
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
OECD	: Petrol Üreten Ülkeler Birliği
TL	: Türk Lirası
NKM	: Net Kâr Marjı
ADH	: Aktif Devir Hızı
ÖSÇ	: Öz Sermaye Çarpanı
ÖSK	: Öz Sermaye Kârlılığı

GİRİŞ

21. yüzyılda küreselleşme çok önemli bir terim olarak kullanılmaktadır. Küreselleşme; ekonomik, politik, sosyal, kültürel, yaşamsal yapıda hatta terörizmde uluslararası gelişmeler bağlamında çeşitli güçlerin bir araya gelmesi ile oluşmakta ve ülkelerin birbirinden etkilenmesine neden olmaktadır. Teknolojideki gelişmeler ve teknolojinin kullanımıyla beraber artan haberleşme sayesinde bu etkileşim finansal piyasalara ve bu piyasalarda yapılan işlem ve davranışlara yansıyarak finansal ve reel sektörde etkisini göstermektedir.

1990'lı yılların ardından tüm dünyanın gündemine oturmaya başlayan finansal kriz kavramının bu kadar önemli hale gelmesinde, ekonomik ve sosyal yaşamda ortaya çıkardığı etkiler ve bunların sonucunda meydana gelen büyük değişimlerin önemli bir etkisi bulunmaktadır.

ABD'de Mortgage krizi olarak başlayan ve 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'in batması ile ne denli büyük bir kriz olduğu ortaya çıkan kriz, daha sonraki aşamada ise önce gelişmiş ülkelere ve ardından gelişmekte olan ülkelere de sıçrayan küresel bir likidite krizine dönüşmüştür.

Özellikle 2008 yılının son çeyreğinde küresel nitelik kazanarak gelişmekte olan ülkeleri de etkilemeye başlayan kriz, gelişmekte olan ülkelerden biri olan Türkiye'yi de etkilemeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde özellikle reel sektörde bu etkiler büyük önem arz etmektedir. Nedenleri ve ortaya çıkış şekilleri ne olursa olsun finansal krizlerin pek çoğu, sonuçta işletmeleri iflasa kadar götürebilen sonuçlara neden olabilmektedir. Finansal kriz dönemlerinde piyasaların likidite sıkıntısı çekmesi, ekonomide daralmanın yaşanması, kredi maliyetlerinin yükselmesi ve güvensizlik ortamının oraya çıkması ile ekonomi ve finans sektörleri sıkıntıya düşmekte ve işletmelerin kârları azalmaktadır. Bu nedenle bu çalışmada, DuPont yöntemi ile 2008 finansal krizinin BİST'te işlem gören işletmelerin öz sermaye kârlılıkları üzerindeki etkiler ve bu etkinin ortaya çıkmasını etkileyen rasyolar belirlenmeye çalışılmıştır.

Çalışmada birinci bölümde, öncelikle finansal kriz kavramı ve literatürdeki ayrımları, krizleri ortaya çıkaran nedenler incelenmiş ve açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde, Dünya'da ve Türkiye'de yaşanan finansal krizler ve 2008 küresel finans krizinin Türkiye'ye etkileri çeşitli önemli oran ve değişik grafikler yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

Son bölümde ise, araştırmanın hakkında kısa bilgi verildikten sonra bu konuda önceden yapılmış çalışmalardan bahsedilmiştir. Ardından BİST'te işlem gören 17 alt endekste yer alan işletmelerin, 2004 - 2014 yıllarında bilanço ve gelir tablosu verilerinden faydalanılarak 257 işletmenin finansal tabloları üzerinde genel kabul görmüş bir yöntem olan ve işletmelerin öz sermaye kârlılık durumunu belirlemede kullanılan DuPont yöntemi ile her bir endeksin DuPont oranı hesaplanmıştır. Hesaplamanın ardından işletmelerin kriz öncesi ve kriz sonrası öz sermaye kârlılıkları karşılaştırılarak 2008 krizinden etkilenen endeksler belirlenmiştir. Daha sonra krizden etkilenen endekslerin her biri için DuPont yöntemine göre öz sermaye kârlılık oranını oluşturan üç faktörden hangisinin öz sermaye kârlılık oranı üzerinde daha etkili olduğu belirlenmeye çalışılmıştır.

Sonuç kısmında ise genel olarak krizin etkisi ile krizden etkilenen ve etkilenmeyen endeksler hakkındaki genel bulgulara yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL KRİZ İLE İLGİLİ KAVRAMLAR

1.1. FİNANSAL KRİZ

'Kriz' kelimesinin etimolojik kökeni Yunanca ve Latince'ye dayanmakta olup, Yunanca 'krinein' kökünden gelen 'krisis' sözcüğü, hem Yunanca'da hem de Latince'de karar vermek anlamındadır (Önder, 2001:45).

Yunanca "krinein" kökünden gelen kriz kelimesinin anlamı ikiye ayrılmaktır. Bu, tıpta ölüm ile yaşamı ayıran noktayı temsil ederken uluslararası politikada barışçıl bir çözüme veya savaşa doğru yönlenen bir ihtilafın dönüm noktası anlamına gelmektedir (Oxford Reference Online Premium, 2015).

Latince ve Yunanca'dan türeyen kriz sözcüğünün anlamı değişmiş ve daha çok politika ve ekonomi alanında istikrarsız ve tehlikeli bir durumu ifade eden zaman dilimi anlamını ifade eder olmuştur. Krizler ne kadar ani ortaya çıkarsa etki ve süreleri de o kadar uzun olabilmektedir.

Finansal kriz, finansal piyasalarda yanlış seçimlerden kaynaklanan ve ahlaki risk problemlerinin daha da kötüleştirdiği bir bozulmayı göstermekte olup, kriz neticesinde finansal piyasalar, fonların en üretken yatırım alanlarına geçişine izin vermemektedir (Uzun, 2006:213).

En genel tanımıyla kriz, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların, ülke ekonomisini ve firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarmasıdır. Etkiledikleri sektörler açısından krizler, reel sektör krizleri ve finansal sektör krizleri şeklinde iki gruba ayrılmaktadır. Bu bağlamda finansal krizler, çeşitli faktörlere bağlı olarak finansal piyasalarda ortaya çıkan dalgalanmalar ve bunun sonucunda bu piyasaların fonksiyonlarını tam olarak yerine getirememesi olarak tanımlanabilmektedir (Delice, 2003:58).

Finansal krizler; döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde geri dönmeyen kredilerin aşırı şekilde artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlar olarak da tanımlanabilir (Yıldırtan, 2009:51).

Finansal kriz konusunda şu görüş genel kabul görür; krizin ortamı ve göstergeleri vardır, ama krizin kesin olarak ortaya çıkacağını söylemek ve krizin zamanını öngörmek mümkün değildir. Dornbusch'un deyimiyle, "Kriz ancak patladığında görülür." Zaten krizin kesin olduğu ve ne zaman olacağı öngörülebilse, gerekli önlemler alınır, kriz önlenir, yani kriz olmaz. Ayrıca finansal krizdeki baskı ve gerginliğin, güvensizlik ve panikten kaynaklandığı söylenebilir (Uygur, 2001:9).

Tanımdan da anlaşılacağı üzere kriz; daha çok tahmin edilemeyen, zararları öngörülemeyen ve bir anda patlak veren özellikler taşımaktadır. Zaten piyasa ve piyasa yapıcılar tarafından öngörülebilir olsaydı, kriz olarak tanımlanmayabilirdi.

Kriz; herhangi bir mal, hizmet, faktör veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının dışında gerçekleşen dalgalanmalardır. Krizler, finansal yatırımcıların ülke koşullarının riskli hale geldiği konusundaki beklentilerine bağlı olarak, giriştikleri spekülatif ataklar sonucu başlar ve bu atakların yoğunluğu nispetinde şiddet kazanır (Eren ve Süslü, 2001:662).

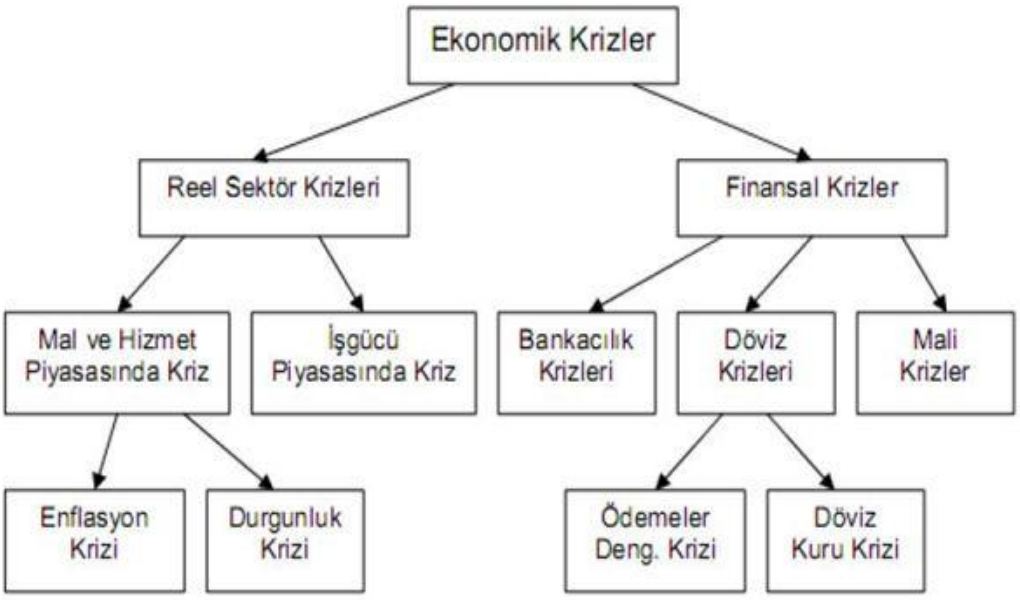
Kriz konusunda farklı tanımlar yapılmasına rağmen kriz denince akla önceden önemli belirtiler ortaya çıkmamasına rağmen ani bir şekilde ortaya çıkan ekonomik ve finans çevrelerince hissedilen panik ortamı olarak tanımlayabiliriz.

1.2. KRİZ TÜRLERİ

Ülkelerde ortaya çıkan krizler farklı şekillerde gelişebilmektedir. Ülkelerin ekonomik, mali, teknolojik, bilimsel yapısına, finans ve sanayi sektörünün gelişmişliği ile de ilgili olarak krizler farklı şekillerde ortaya çıkabilmektedir.

Yaşanan ekonomik krizleri sınıflandıracak olursak bunları iki temel başlık altında incelemek mümkündür. Birisi mal-hizmet ve işgücü piyasasında ortaya çıkan dengesizliklerin neden olduğu reel sektör krizleri diğeri finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmalarının neden olduğu finansal krizlerdir. Bu ayrım aşağıdaki şekilde daha ayrıntılı bir şekilde gösterilmektedir (Kibritçioğlu, 2001:176).

Şekil 1. 1: Ekonomik Kriz Türleri



Kaynak: Kibritçioğlu, 2001:176

1.2.1. Finansal Krizler

Finansal piyasaların en önemli işlevlerinden biri fonları, en iyi getiriyi sağlayacak yatırım alanlarına kanalize etmektir. Bu aktarım mekanizmasını kuran sisteme verilen ad, finansal sistemdir. Bu önemli işlevin yerine getirilemediği

durumlar için finansal kriz durumu tanımı yapılabilir. Diğer bir deyişle finansal piyasaların, etkinliğini kaybetmesi durumunda meydana gelen kargaşa ortamı finansal kriz olarak adlandırılır (Kuran, 2006:5). Hisse ve döviz senedi piyasalarında ortaya çıkan aşırı fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde ortaya çıkan geri dönmeyen kredilerin aşırı derecede artması ile ortaya çıkan durumu finansal kriz olarak adlandırılabilir (Kınaytürk, 2006:15).

Finansal krizlerin nedenleri ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bu nedenle finansal krizlerin nedenleri farklı açılardan ele alınmakla beraber literatüre bakıldığında finansal krizleri genel olarak 3 başlık altında inceleyebiliriz.

1.2.2. Reel Krizler

Reel sektör; bir ekonomide tarım, sanayi ve hizmetler sektörlerinde yer alan bireylerin üretim ya da tüketimlerinin gerçekleşmesi sonucu oluşur. Reel sektör krizleri, mal ve hizmet piyasalarında enflasyon ve durgunluk krizleri olarak, işgücü piyasalarında ise işsizlik krizleri olarak ortaya çıktıkları görülmektedir.

> Reel sektör krizleri; mal, hizmet ve işgücü piyasasında ciddi daralmalar şeklinde ortaya çıkan kriz türüdür. Eğer mal ve hizmet piyasasındaki fiyat artışları belirli bir sınırın üstündeyse, bu durum enflasyon krizi olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir reel sektör krizi olan durgunluk krizi, fiyatlar genel seviyesindeki artışların, ekonomide yatırımları teşvik edecek düzeyin altında gerçekleşmesi olarak tanımlanabilir. Bir başka reel kriz türü olan işsizlik krizi ise, emek piyasasındaki işsizlik oranlarının alışılmış seviyenin üzerinde oluşması şeklindedir (Kibritçioğlu, 2001:174).

Kısaca reel sektör krizleri, üretim sektöründe ortaya çıkan, mal, hizmet ve işgücü piyasalarındaki düzensizliklerin kaynaklı olduğu durum olarak tanımlanabilir.

1.3.FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ

1.3.1. Ekonomik Nedenler

Finansal krizlerin ekonomik nedenleri dört başlık altında incelenebilir.

1.3.1.1. Para Krizi

Ülkenin uyguladığı kur politikasına göre değişmesine rağmen, bir ülke parasının hızlı bir biçimde değer kaybına uğraması para krizi olarak tanımlanabilir (Sevim, 2012:7).

Para arzının altın stokunun miktarına bağlı olduğu, tam konvertibilitenin söz konusu olduğu altın standardı döneminde kağıt para, altın üzerinden tanımlandığı için, karşılık olarak altının alınması mümkündü. Sistem büyük ölçüde madeni paradan kağıt paraya geçişteki karşılık düzeninin doğal bir sonucu olarak gelişmiş ve uzun süre egemen olmuştu. Bu dönemi, İngiltere'nin Napolyon'u bozguna uğrattığı 1815 yılından, Birinci Dünya Savaşı'nın hemen öncesine kadar (1913) olan süre olarak belirlemek mümkündür (Eğilmez, 1996:17).

Birinci Dünya Savaşı boyunca çoğu ülke, karşılaştıkları ekonomik bunalımlar nedeniyle, ulusal parasının altına dönüştürülmesi uygulamasını durdurmuş. Böylece altın standardı uygulamasına ara verilmiştir. Dünya Savaşı sonrasında yeniden bazı ülkeler altın standardına geri dönmüşlerse de 1920'lerin sonundan itibaren yaygınlaşan büyük Dünya ekonomik bunalımı, altın standardını yeniden terk etmeye yol açmıştır. Enflasyonun hiperenflasyona dönüşmesi, kağıt paraya olan güveni tümüyle ortadan kaldırınca, kağıt paranın karşılığı olan altının hükümetlerden talep edilmesi yaygınlaşmış, buna dayanamayan hükümetler de altın standardı sistemini tümüyle terk ederek kağıt paralarını karşılıksız bırakma yolunu seçmek zorunda kalmışlardır.

Temmuz 1944 ve sonrasında Bretton Woods konferansında tartışmalar sonucu 1943 ve 1944 yıllarında önemli müzakereler yoluyla planları kökenli, kronolojik olarak düzenlenmiştir. Bretton Woods Fonu ve Banka sözleşmesi kurulmuş olmasına rağmen, varlık haline getirilen tüm sorunları çözmek işi

halledilememişti. İngiltere'nin kabul ettiği büyük bir krediyi veya hibeyi kullanılabilir hale getirmek için ABD'nin anlaşması şartına bağladı ve bu Bretton Woods sırasında gizli bir gündem olan Anglo-Amerikan Mali Anlaşması'nın resmi müzakerelerin başlamasından önce de tartışmalar oluşturmasına neden oldu (Mikesell, 1994:3).

1920'li yılların sonunda yaşanan yaygın ve kapsamlı Dünya ekonomik bunalımının yarattığı ödemeler dengesi bunalımları, uluslararası parasal sistemde ortaya çıkan dengesizlikler ve dış ticaret daralmalarını aşma amacıyla, ABD ve İngiltere'nin girişimleriyle 1944 yılında ABD'nin Bretton Woods kentinde bir toplantı düzenlenmiştir. Bu toplantıda, uluslararası ticaretin yeniden ve dengeli bir biçimde yürütülmesi için herkesin uyacağı ulus-ötesi bir para sistemine gereksinim olduğu fikri kabul edilmiştir (Şanlı, 2002:15).

Dünya savaşı öncesinde dünyada esnek kur rejimi uygulanmaktaydı. Bu rejimin bir takım sıkıntılarının ortaya çıkması neticesinde, 1945 yılında Bretton Woods kasabasında yapılan antlaşma ile White planı 5 benimsenerek döviz kurları belirli paritelerle Amerikan dolarına sabitlenmiş, dolayısıyla sistemi Amerikan dolarının finanse ettiği bir sabit kur rejimi ve sistemin çevriminin de altınla sağlandığı bir model uygulanmıştır. Bu model 1950 ve 1960'lar süresince iyi işlemekle birlikte, sistemi finanse eden ülkenin yaşamış olduğu büyük kamu açıkları ve bazı ülkelerin bu durumu görüp altın üzerinde spekülasyon yapması neticesinde 1973 yılında sabit kur sisteminden vazgeçilmiş, serbest kur rejimine geçilmiştir. Bu rejime geçilmesi ile birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelerde yeni finansal sisteme uyum sorunundan doğan problemler ortaya çıkmıştır. Bu problemler Latin Amerika, İskandinavya, Meksika, Türkiye ve Güneydoğu Asya ülkelerinde çeşitli krizlere neden olmuştur.

1.3.1.2. Bankacılık Krizi

Finansal krizlerin ortaya çıkmasıyla beraber bankacılık krizleri, üzerine çokça yazılan konular arasına girmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin neredeyse tamamı gelişmiş ülkelerin ise çoğu önemli bankacılık sorunları yaşamıştır.

Finansal sistem üzerindeki kontrollerin ve müdahalelerin kaldırılmasıyla tasarrufların arttığı, büyümenin hızlandığı ve işsizliğin azalım eğilimi gösterdiği görülür. Finansal sistemin serbestleştirilmesi, sistemin derinlik kazanmasını ve kalkınma sürecinin hızlanmasına önemli katkıda bulunur (Karabulut, 2002:44).

Finansal varlıkların milli gelire oranını arttıran ve bu varlıkların vadelerini uzatan finansal derinleşme sonucunda yükselen faizler tasarrufları arttırırken, vadelerin uzaması ve çeşitliliğin artması, yatırımcılara daha çok seçenek sunarak yatırımı teşvik etmekte, ayrıca kredi sınırlaması olgusu da ortadan kalkmaktadır (Shaw, 1973:9).

Böylece kurulan finansal sistem büyür, birbirine entegre olur ve ekonomi sistemini de kapsamaya başlar. Ancak meydana gelen sıkıntı sisteme entegre olan herkesi etkiler.

Bankacılık krizleri, para krizlerinden daha uzun süreli olma özelliğine sahip olmakla birlikte, ekonomik faaliyet hacmi üzerinde daha şiddetli etkiler doğurmaktadır (Delice, 2003:61).

Bu sistem içerisinde yer alan bankacılık sektörünün krizden etkilenmesi sonucunda yatırımların finansmanını yaşayabilir ya da durabilir. Bu sonuç firmaların iflas etmesine neden olabilir. Bu da finansal kurumların güveninin sarsılması nedeniyle tasarrufların azalmasına ve dışarıya sermaye kaçışına sebebiyet verebildiği için önemlidir (Alp, 2001:675).

Bankalara para yatıran mudiler herhangi bir nedenden dolayı paralarını çekmek için aynı zaman diliminde bankalara giderlerse bu durum bankaları zora sokar. Çünkü bankalar milletten topladıkları paraları kredi olarak yatırımcılara verdiklerinden ötürü, mudilerin aynı zaman dilimi içerisinde paralarını geri istemeleri durumunda büyük bir sıkıntıya girerler. Eğer banka dış finansmanla sorununu çözemezse banka sıkıntıya girer ve sonuç iflasa kadar gidebilir. Bankalardan büyük miktarda para talebi olmadığı durumlarda yetersiz fona girme eğilimini göz önünde bulunduran bankaların piyasaya kredi vermemesi durumuna kredi krizine neden olabilirler. Bu gibi ekonomik ortamlarda bankalar finansal

krizlerin çıkışlarına neden olur ya da finansal krizleri hızlandırmış olurlar (Fratianni ve Martionne, 2009).

Günümüzde gelinen noktada gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra gelişmiş olan ülkelerde krizlerden etkilenebilmektedir. Bunun son örneğini ABD'de başlayan ve ABD tarihinin en büyük iflasına neden olan Lehman Brothers'ın batışıyla devam eden finans ve bankacılık krizini örnek gösterebiliriz (Time, 2009).

1.3.1.3. Dış Borç Krizi

Dış borç krizleri adından da anlaşılacağı üzere ülkedeki kamu kesiminin ya da özel kesimin dış dünyadan aldıkları borçları ödeyememeleri durumunda ortaya çıkan kriz türüdür.

Kamunun borçlarından doğan geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve bir para krizine yol açabilir (IMF, 2002:6).

Dış borç krizi, dış ülkelerden alınan dış borçların verimli alanlarda kullanılmaması ya da bu borçların yatırımları finanse etmek için kullanılmaması durumlarında, borçların geri ödenme vadeleri geldiğinde ödeme sıkıntısı yaşanması ve ekonominin bir bütün olarak sıkıntıya düşmesi şeklinde etki gösterir (Aziz vd, 2000:6).

Borçlu ülke borçlarını ödeyemediği durumda veya borç verenler borçlarının ödenmeme olasılığını düşünerek borçlu ülkeye yeni krediler vermeyi kabul etmediği durumda, borçlu ülkeden mevcut kredileri almak için çalışmalara başlarlar. Alacaklı ülkeler borçlu ülke üzerinde baskı kurmaya başladıklarında borçlu ülkenin durumunun daha da kötüye gitmesine neden olmalarına ek olarak iç ve dış etkenlerin de etkili olması ile dış borç krizlerinin ortaya çıkması muhtemeldir. Bu durumun ortaya çıkmasında ülkenin özel veya kamu borcunun yüksek olması neden olur. Ayrıca kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğin ortaya çıkması ile özel sermayenin ülkeye girmesinde önemli oranda düşüşe neden olacak ve buna ülke ekonomisindeki durgunluğun da

eklenmesiyle bir para krizinin ortaya çıkmasını tetikleyebilecektir (Bilge, 2009:44).

1.3.1.4. Sistematik Kriz

Finansal sistemde ortaya çıkan ve sistemin, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan bir şok biçimidir. Sistemik banka krizi, mali piyasalarda bir ya da birkaç bankanın iflas etmesi, bu durumun da tüm sisteme yayılmasıdır (Ural, 2003:12).

Sistematik kriz finansal piyasaların ciddi biçimde bozulmasının potansiyel riskini ortaya koyar. Bu risk ekonomik yaşamın yanı sıra, sosyal ve politik yaşamın yapısından ve değişkenliğinden de kaynaklanabilir. Ülkenin sabit döviz kuru ya da konvertibilite taahhüdü, merkez bankasının, nihai ödünç mercii (lender of the last resort) olma yeteneğini sınırlayarak bir ödemeler bilançosu problemini, bir bankacılık sorununa dönüştürür (Fernandezand ve Schumacher, 1997:25).

Belli bir düzeye sabitlenmiş döviz kurları bu ortamda başlayan spekülatif bir atak ve paranın değerinde ortaya çıkan bir değer kaybının ortaya çıkması, gelişmeye yeni başlamış piyasa ekonomilerinde borç piyasalarının kurumsal yapısı (borçların kısa vadeli ve yabancı para birimleri ile fiyatlanmış olmaları) ile ulusal paranın devalüasyonu arasında karşılıklı bir etkileşim ortaya çıkar, bunun sonucunda ekonomi sistematik bir krize sürüklenebilir (Mishkin, 2001:11).

Araştırmalara göre para krizlerinin de finansal krizlere neden olabildiği görülmektedir. Örneğin kurlarda meydana gelen ani çökme, bankalara yapılan denetiminin iyileştirildiği ve kaynaklarda önerilen diğer tedbirlerin alındığı zamanlarda dahi, yurtiçi bilançolarının zayıflamasına ve bir finansal krizin ortaya çıkmasına neden olabilir. Bu da daha sonra bölgesel yayılma etkilerinin veya uluslararası yatırımcıların global finansal piyasalardaki önemli bir bozukluğa tepki olarak yeniden pozisyon almalarının bir sonucu olarak geniş sermaye çıkışları yaşanmasına sebep olabilir (Asian Policy Forum, 2000:11).

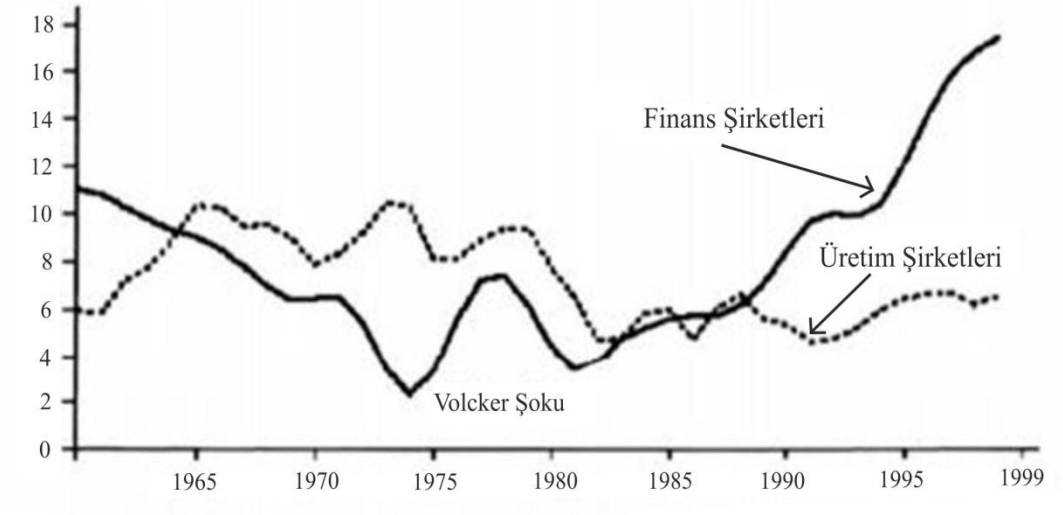
1.3.2. Siyasal Nedenler

Soğuk savaş dönemi, dünyanın politik olduğu kadar ekonomik olarak da bloklaşmasına neden olan bir dönem olmuştur. O dönemden 1990'lara kadar ki zamana kadar üç farklı yapı öne çıkmaktaydı. Birinci yapı, liderliğini ABD'nin üstlenmiş olduğu gelişmiş ülkelerden oluşmaktaydı. Bu ülkelerdeki siyasi yapı çoğulcu demokrasiye, ekonomik yapı ise piyasa ekonomisine dayanmaktaydı. Diğer yapı, Sovyetler Birliği'nin sosyalist özelliklere sahip ülkelerinden oluşmaktaydı. Bu ülkelerdeki siyasi yapı tek parti yönetimine, ekonomik yapı ise planlamaya dayanmaktaydı. Üçüncü yapı ise, çoğunluğu batının eski sömürgeleri olan, gelişmekte olan ülkelerden oluşmaktaydı. Bu ülkelerdeki siyasi örgütlenme çoğulcu demokrasiden askeri diktatörlüklere kadar çeşitlilik gösterirken, ekonomik yapılarsa birinci ve ikinci dünyanın sunduğu alternatif modeller arasında gidip geliyordu. Üç farklı bölüme ayrılmış dünyada birinci ve ikinci dünya arasında ideolojik, politik, ekonomik alanlarda yaklaşık kırk yıl süren soğuk savaş, Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla birlikte 1990'ların başında sona erdi ve ikinci dünya ortadan kalktı. Bu yapı ülkelerin ekonomilerini ve dolayısıyla kriz ve krizden etkilenme derecelerini de değiştirmiştir (Asomedya, "Küreselleşme" 2009:28).

Soğuk savaşın bitmesiyle ortaya çıkan şartlarda özellikle ABD'nin siyasal tercihleri dolayısıyla finans şirketlerinin kârlılık oranları üretim şirketlerinin kârlılık oranlarının üzerine çıkmıştır.

ABD'nin siyasi tercihleri sonucu uygulanan politikaların etkisiyle genel olarak kârlılık yükselmesine rağmen, şekilde görüldüğü üzere üretim sektörünün kârlılığı finans sektörünün kârlılığının gerisinde kalmıştır.

Şekil 1. 2: Üretim ve Finans Şirketlerinin Kâr Oranları ABD, 1960-1999



Kaynak: Bond (2008)

Büyüyen finans sektörünün büyümesinin artarak devam etmesi 2000'li yıllardan sonra da devam etmiş ve önceden beri özellikle emlak sektöründeki balonla hissedilmeye başlanmış olan kriz öncesi durum 2008 yılında kriz banka iflasları ile tetiklenmiştir (Tonak, 2004:37).

Güçlü hükümetlerin krize yakalanma olasılıkları daha düşük olmaktadır. Özellikle ülkemizde koalisyon dönemlerindeki krizler dikkat çekicidir. Hükümetin gücü, koalisyonun yapısı ve hükümet politikaları ülkelerin krizle karşılaşma riskini önemli ölçüde etkileme özelliğine sahiptir. Ülkemizde yaşanan 2001 krizi buna güzel bir örnektir.

1.3.3. Uluslararası ve Spekülatif Nedenler

Küreselleşen dünyada sadece ülkeler birbirine yakınlaşmakla, ulaşım ve iletişim hızla gelişmekle kalmadı buna ek olarak dünyadaki ekonomik sistem de birbirine entegre oldu. Bunun sonucu olarak özellikle gelişmiş ve sisteme entegre olmuş ülkelerde meydana gelen ekonomik sıkıntılar diğer ülkelere yayılma etkisini büyük ölçüde göstermeye başlamıştır.

Bu küreselleşme ve uluslararasılaşmanın üzerine bir despekülatif hareketler ile para kazanmak amacı eklendiği zaman piyasa dengesi bozulmakta ve riskli hale gelmektedir. Spekülatif nedenlerle bir varlığın fiyatı, zamanı

geldiğinde elde edilecek gelirin bugünkü değerini aşmışsa, bu varlık gerçek değeri üzerinde oluşan bir balon olduğu söylenebilir (Brunnermeier, 2008). Bu durum ekonomi açısından riskli görünmektedir çünkü o balonun ya havası kaçar ya da bir gün patlayabilir.

Spekülatif nedenlerin ekonomi açısından risk unsuru içermediğini düşünenlerin yanı sıra ekonomiye dinamizm kazandırdığını düşünenler de vardır. Kindleberger, (2007:78) rasyonel ve uygun düşünebilen insanların olduğu dünyada istikrarı bozan spekülatif olayların olduğunu ve bu nedenle bireylerin kendileri ve başkaları hakkında verdikleri kararların yanlış olması dolayısıyla sistemin karıştığı varsayılsa bile insanlara fayda sağlamak amacıyla yapılan yatırımlar bu durumda sadece kâr amacı ile alınıp satılacağını söyler ve bu durumu spekülasyon sonucunda ortaya çıkan durumun bir sıkıntıya meydan vermesi mümkün olmayacağını savunur.

Karar birimlerinin, rasyonel davrandıkları model olan "Rasyonel Beklentiler" modeli görüşüne göre her şeyin bir alıcısının olduğu dünyada rasyonellik her bireyin aynı bilgi, zeka, amaç ve ekonomik modele göre hareket etmesi anlamına gelmektedir (Akdiş, 1992:62). Fakat gerçekte her insan aynı zeka, bilgi, amaca sahip değildir. Bu nedenle piyasanın rasyonel mi spekülatif mi olduğu konusu tartışma konusudur.

İKİNCİ BÖLÜM

2. DÜNYA'DA ve TÜRKİYE'DE FİNANSAL KRİZLER

2.1. DÜNYA'DA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

2.1.1. Büyük Buhran Öncesi Dönem

Eski zamanlarda toplumlar tarım toplumu olduğu için dünya ölçeğinde bir krizin çıkması pek olası değildi. Çünkü bugün geldiğimiz noktada kullanılan sanayi üretim ve ulaşım araçları bulunmamaktaydı. Toplum, sadece tarıma bağlı olarak geçimini sağlamaktaydı. 1700'lü yılların sonlarına doğru Sanayi Devrimi başlayınca, yani buhar makinesinin James Watt tarafından icat edilmesiyle birlikte, toplum yapısında da önemli değişimler meydana gelmiş, tarım toplumundan sanayi toplumuna geçiş başlamıştı. Sanayi döneminin anlayışına hakim olan klasik iktisatçılar, liberal ekonomiyi, yani "bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler" görüşünü savunuyor, bu felsefeyi ünlü "görünmez el" ilkesine dayandırıyorlardı. Yani aslında demek istedikleri ekonominin kendi kendini düzenleme mekanizması olduğu, eğer ekonomiye müdahale edilirse, ekonominin kendisini düzenleme mekanizmasının bozulacağını ortaya koymaktı. Sanayi çağında ise, kitle üretimine geçilmiş ve sanayi devriminin en tipik özelliği olan fabrikalar üretebildiği kadar mal üretmiştir. Çünkü aynı iktisatçılar tarafından, "her arzın kendi talebini yaratacağını" da düşünülürdü (Yavuz, 2009:3).

Keynes ise 1936 yılında, piyasadaki işlerin sermayeye ve piyasaların doğal akışına bırakıldığında ekonomide sorunlar çıktığını, bu nedenle devletin mutlaka piyasalara müdahil olması, piyasaları denetlemesi, kontrol etmesi gerektiğini ve bu şekilde de vatandaşların krizlerden etkilenmesinin önüne geçmesi gerektiği görüşünü savunuyordu. Talep yönlü iktisat olarak adlandırdığı bu görüşü, ekonomide etkin kaynak kullanımının sağlanması, ekonomik büyüme ve kalkınmanın gerçekleştirilmesi, adil bir gelir ve servet dağılımının temini ve ekonomik istikrarın sağlanması için devletin, toplam talep üzerinde yönlendirici kararlar almasını öneren bir iktisadi düşünce tarzı olarak tanımlamak mümkündür (Han, 2009:4).

Başlangıcı net olmamakla beraber Büyük Buhran öncesi dönemde Dünya'da 1914 yılına kadar Londra, Anglosakson iktisat tarihçileri tarafından dünyanın finans başkenti olarak bilinir ve Paris, Berlin, Frankfurt, Milano ve New York'un da Londra'nın takipçileri olduğu söylenebilir (Kindleberger, 2007:263).

Bu dönemde ilk finansal kriz olarak adlandırabileceğimiz krizlerden birisi Güney Deniz Şirketi (South Sea Company) ve diğeri de Missisipi Şirketi'dir. İngiltere'de kurulan Güney Deniz Şirketi ve ondan sonra gelen ikinci finans merkezi olan Paris merkezli Missisipi Şirketi zamanının iki büyük borsa balonuna güzel örnektir. Bu iki balon 1720'li yıllarda aniden patladı ve yatırımcılarına büyük zararlar verdi (Gill, 2010:46).

Bir zamanlar İngiltere Hazine Bakanı olan Robert Harley ile John Blunt'un şirketin kurucuları arasında olduğu şirket her 100 sterlinlik devlet borcu için 100 sterlinlik hisse senedi piyasaya çıkarıyordu. Bu durum borç verenlere ellerindeki alacakları, hisse senetlerine çevirmeye ikna ediyordu çünkü borç verenlerin hisse senetlerinden elde edeceği kazanç, sabit getirili alacaklarından daha fazla olacaktı. Ulusal borcu 31 milyon sterlin olan İngiltere için bu strateji, şirketin hükümete uygulayacağı faiz oranını %5'ten %4'e düşürecekti. Anlaşmaya varıldığı zaman, Güney Deniz Şirketi'nin hükümete 7,5 milyon sterlin hibe etmesi konusunda anlaşmaya varıldı (Gill, 2010:47).

Güney Deniz Şirketi'ne İngiltere'de savaş dolayısıyla meydana gelen ve neredeyse 10 milyon Sterlin'e yaklaşan ordu ve donanma kaynaklı borçları ödemeyi üstlenmesi karşılığı İspanya'nın Güney Kolonileri'nde ticaret yapma hakkı verileceği teklifi yapıldı. Bu spekülatif haber sonucu şirketin hisse fiyatları aşırı yükseldi ve sonuç olarak şirket yatırımcısına büyük zarar verdi (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:38).

Diğeri Missisipi Şirketi 1684 yılında kuruldu, 1717 yılında Batı şirketi oldu ve yaptığı satın almalarla 1719'da "Indies Şirketi" kategorisine kadar genişletti ve tüm denizlerde ticari tekellere sahip olan bir firmaya dönüştü. Bunun sonucunda yatırımcılardan gördüğü ilgi nedeniyle 50.000 adet yeni hisse ihraç etti. 1720 yılında şirket bir banka ile birleşti ve hisse satmanın yanında kendine güvenen mudilerin sermayesini de çekti. Fakat Fransa Hükümeti'nin şirketin elindeki banknot ile madeni paranın birbirine eşit olmadığını söylediği zaman bu süreç sona erdi (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011).

Hükümetin bu açıklaması ile zor durumda kalan şirket zor zamanları atlatamadı, üstüne paniğe kapılan yatırımcı ve mudilerin tepkileri eklenince şirketin batması ile büyük bir kriz ortamının oluşması kaçınılmaz hale geldi.

Panikler yüzyılı olarak adlandırabileceğimiz 19. yy geldiğinde, ilk olarak karşımıza, uzun yıllar devam eden deniz savaşı nedeniyle 1813'te Danimarka'nın borçlarını ödemeyeceğini açıklamasıyla meydana gelen kriz çıkmaktadır.

Dünya'da 19. yy'daki panikler Avustralya bankacılık krizine kadar devam etti. Krizlerin birçoğunda olduğu gibi Avustralya krizinde de spekülatif hareketler büyük ölçüde rol oynadı. Üstüne bankacılık sisteminin de yasal sınırlarının net olmaması eklenince bankacılık krizi kaçınılmaz duruma geldi (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011).

2.1.2. Büyük Buhran ve Sonrası Dönem

20. yy'a gelindiği vakit krizler konusunda değişen pek bir şey olduğu söylenemez. Çünkü yy'ın başlarında 1901 yılında New York borsasının çökmesi ile başlayan krizler, 1998 Rusya Ruble Krizi ile bir sonraki yy'a ve daha sonraki dönemde de devam etti (Kaminsky, 1999:11). 20. yy en büyük finansal krizi olarak bilinen 1929 krizi tüm Dünya ekonomilerini etkiledi. Avrupa ülkelerinin altın standardını bırakarak karşılıksız para basmaya başlaması 1929 krizinin temellerini oluşturduğu söylenebilir.

Birinci dünya savaşından önce ülkeler altın standardı kullanmaktaydı. Ülkelerin ne kadar altını varsa o kadar para basılıyordu. Dünya savaşının çıkması

sonucu, altın standardını uygulayan ülkeler ekonomik sıkıntılar yaşamaya başlayınca altın standardı terk edilmeye başlandı. Bu durumda basılan paranın altın karşılığı yoktu. İsteyen istediği kadar para basmaya başlamıştı. Bunun sonucu olarak enflasyon yükseldi ve Avrupalı yatırımcı paralarını, altınlarını ve diğer yatırımlarını ABD'ye taşımaya başladı. Çünkü ABD hala altın karşılığı para basmaya devam ediyordu. Böylece dünyanın finans merkezi de İngiltere'den ABD'ye geçmiş oldu. Bu durumun sonucu olarak Avrupa'dan ABD'ye çok büyük miktarda yatırım akışı gerçekleşti.

ABD'de biriken bu büyük servet müthiş bir ekonomik sıçramaya yol açtı. Değerler şişmeye, balonlar oluşmaya başladı. Borsada değerler astronomik hızlarla yükseldi. Herkes varını yoğunu bu alanlara yatırmaya başladı. Hükümetler altın girişini özendirmek için altın standardını sürdürdüler ve deflasyonist politikalar izledi. Bu politikalar sonucunda fiyatların düşüşü nedeniyle ekonomik faaliyetler gerilemeye başladı. Bu gelişimin devamı sonucunda 1929 yılının Ekim ayında ABD borsasında aşağıya doğru gidiş başladı. 24 Ekim 1929'da ekonomi tarihine Kara Perşembe olarak geçen seanslarda borsa tam anlamıyla çöktü. Bir gün içinde borsada 4 milyar doların üzerinde kayıp yaşandı. Krizde 4000 dolayında banka battı. Çöküş, kısa sürede dünyaya yayıldı ve büyük dünya krizi adı verilen ve yaklaşık on yıl süren bir krize dönüştü. Kriz ABD'de Avrupa ülkelerinden daha kısa sürdü. ABD'nin GSYH'sı 1929'da 315 milyar dolar iken 1933'de 216 milyar dolara düşmüş, işsizlik oranı 1929'da yüzde 3,2 iken 1933'de yüzde 25'e yükselmiştir. Aynı dönemde fiyatlar yüzde 25 düşüş göstermiştir (Eğilmez, 2012).

Yukarıdaki paragraftan da anlaşılacağı üzere 1929 yılına gelindiğinde herkes hisse fiyatlarının artık en yüksek seviyelere ulaştığını ve artık öyle kalacağını sanıyordu. Hatta fiyatların yükselişi o kadar hızlıydı ki Standart and Poor's Bileşik Endeksi'nde yer alan hisselerin ortalama fiyat/kazanç oranları 32,6 seviyeleri ile tarihi seviyelerini görmüştü (Shiller, 2005:18). Ancak Ekim 1929 "Kara Salı" olarak bilinen gün hisse fiyatları düşmesi sonucu iyimserlik ve yüksek hisse senedi fiyatları ortadan kaybolmuş ve oluşan panik havası ile piyasalar

sarsılmıştı. Borsadan çıkışlar hızlanmış ve yatırımcılar büyük zarar etmişti. Tüm bunların ardından mudiler bankalardan paralarını çekmeye başlamıştı.

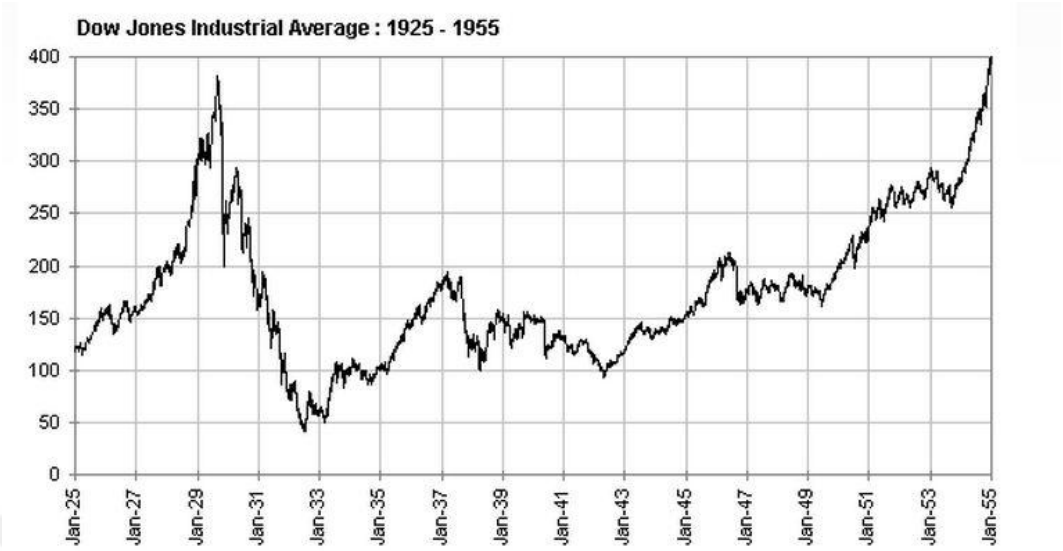
Kriz öncesi, 1929 tarihinde ABD'de 24.633 olan banka sayısı, kriz sonrasında mevduat taleplerini karşılayamadığından iflas etmek zorunda kalmış ve 1933 yılına gelindiği zaman 15.015 sayısına düşerek yaklaşık %40 azalmıştır (Harley, 2015).

Bu duruma gelinmesinde olası bir kriz endişesi ile ne hükümet ne de Merkez Bankası ekonomistlerinin duruma müdahale etmemesi ya da müdahale etmeye cesaret edememeleri de etkili oldu. ABD Başkanı Calvin Coolridge'in zamanında ve o dönemde dünya devletlerinin daha çok tercih ettiği yönetim anlayışı ekonomiye müdahale etmemekti. Politikacılar, ekonomi bürokratları olsun bir şeylerin iyi gitmediğinin farkındaydılar. 1923-29 yılları döneminde, günde neredeyse iki banka birden batıyordu. Hisse senedi fiyatlarının çok fazla yükseldiğini, borsadaki bu yükselişin anormal olduğunu, iddia edenler de vardı. Hatta bu dönemde kredili hisse senedi alımlarının paniğe yol açmadan kısıtlanması gereği üzerinde bile konuşmalar yapıldı. Fakat müdahale yerine durumu izlemeyi tercih ettiler (Alatlı, 2008).

Bu müdahalesizlik durumunun faturası ağır oldu. 1929 Ekonomik Krizi hakkında kriz öncesine dair belirgin göstergeler olmadığını söylenmesine rağmen aslında krizin ortaya çıkmasında en tetikleyici faktör 1920'lerin sonunda ortaya çıkan balon ve müdahale yapılmaması olduğunu söyleyebiliriz.

Aşağıdaki grafikte de görüldüğü üzere 1929 yılına kadar hızla çıkan borsa hemen sonrasında hızla aşağı inişe geçmiş ve Kükreyen 20'li yılların da sonuna gelinmişti.

Şekil 2. 1 :Dow Jones Endeksi Endüstriyel Ortalama



Kaynak: Degrace, T. (2011)

1929 Krizi'nin ardından kriz yayılmacı özelliği ile önce sektörlere daha sonra Dünya'ya yayılmış ve birçok ekonomiyi olumsuz olarak etkilemiştir.

Burada önemli bir nokta 1929 krizi sonrasında yaşanan Büyük Buhran döneminde önemli para birimlerinin altın standardını bırakmış olmasıdır. Bunu yapan ilk ülke de İngiltere'dir. İngiltere altın rezervinin azalması sonucu 1931 yılında altın standardından ayrılmıştır. Bunun üzerine Japonya ve İskandinav ülkeleri de altın standardını bırakmıştır.

1970'li yıllara gelindiği zaman biri 1973'te OPEC'in başlattığı Yom Kippur Savaşı sonucu diğeri 1979 İran İslam Devrimi sonrasında yaşanan enerji ve petrol krizlerinin ortaya çıktığı görülmektedir (Parker, 2011).

Petrol krizini izleyen yıllarda OPEC'i kuran ülkeler artan dolar fazlalarını Avrupa piyasalarına yatırdılar. Avrupa'nın bankacılık sistemi de dolarları petrol ithal ettiği için sıkıntı yaşayan ülkelere kullandırdı. Bu durumda petrol ithal eden ülkelere ihraç eden ülkelerin ihraçtan elde ettikleri dolarları kullandırmasıyla petrodolar piyasası oluştu. Bankalar bu işlemler yapılırken aracılık fonksiyonu yerine getirdi. İlk krizdeki kadar büyük olmasa da 1978 petrol krizinde aynı durum ortaya çıkmıştır (Akdiş, 2000:24).

2.1.3. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Finansal Krizler

Gelişmiş ülkeleri gelişmekte olan ülkelerden ayırmak ve belirli sınırlara sokmak oldukça güçtür. Gelişmekte olan ülkeler geniş bir yelpaze üzerinde yer almakla birlikte aralarında bazı yönlerden benzersizlikler olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerden bazıları çok hızlı bir kalkınma hamlesi içerisinde iken diğerlerinin yeterli bir kalkınma hızına ulaşamamaları, gelişmekte olan ülkeler kavramının bir süreci ifade ettiğini ortaya koymaktadır (Boyacıoğlu, 2007:128).

İyi dönemlerinde İngiltere ve Fransa borsalarını geride bırakarak Dünya'nın üçüncü büyük borsası olan Kuveyt borsası 1982 yılına gelindiği zaman spekülatif nedenlerle büyük bir çöküş yaşadı. İran-Irak savaşı yüzünden zaten petrol gelirleri azalmış olan Körfez bölgesi Kuveyt Borsası'nın da (Souk AL-Mnakh) çökmesi ile büyük bir gerileme dönemine girdi (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:136).

Tam da bu dönemlerde Latin Amerika ülkelerinin bazılarında, 1970'li yıllarda başlayan ve 1980'li yıllarda geneline yayılan bir finansal krizler baş gösterdi. 1960'lı yıllarda sanayi ve endüstrileşmenin yanı sıra büyük altyapı yatırımları yapmak için uluslararası kurumlardan büyük miktarda borçlandılar. Altyapı yatırımı yaparak ülkeler geliştikçe uluslararası kurumlar bu ülkelere borç vermeye devam etti. 1975'li yıllarda 75 milyar Dolar olan dış borç tutarı, 1983 yılına gelindiği zaman 315 milyar dolarlara kadar yükselmişti. Bu dış borç miktarı Latin Amerika ülkelerinin GSYİH'nın yaklaşık %65'sine eşit oluyordu. Bu dönemde ABD ve Avrupa'da faizlerin artması ve Latin Amerika ülkelerinin kendi ulusal para birimlerinin yüksek miktarda borç almayı kaldıramamasının üzerine Dünya ticaretindeki durgunluk eklenince Latin Amerika ülkelerinin ihracattan da elde ettiği gelirler azaldı ve borçlar ödenemez duruma gelindi (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:138).

Bu aşamaya 1982 yılında Meksika Maliye Bakanı J.S. Herzog, Meksika'nın borçlarını ödeyemeyeceğini açıklayınca, uluslararası piyasalar ve diğer Latin Amerika ülkeleri borçların ödenemeyeceğini anladı (Schaeffer, 1997:90).

1990'larda krizler giderek daha az tahmin edilebilir olmuş, tartışmaların çoğu, cari açıklar ve paranın aşırı değerlenmesinden çeşitli türden finansal oranlara kaymıştır (Ertürk, 2003).

Güneydoğu Asya krizine gelinecek olunursa; bu ülkelerdeki ortam ve çalışma şartları yapılan araştırmalar neticesinde, 21. yüzyılın Pasifik Asrı olacağı belirtilmiştir. Küreselleşme neticesinde ortaya çıkan serbest uluslararası rekabet ve Güneydoğu Asya'nın kaplanları olarak adlandırılan Malezya, Tayland, Endonezya ve Güney Kore'nin üstünlük kazanacaklarının konuşulması bölgeye yönelik uluslararası sermaye hareketlerini ayakta arttırmış ve devam ettirmiştir. Bu durumun en önemli nedeni bu ülkelerin son 20-30 yıl içinde göstermiş oldukları ekonomik büyüme performansı olduğu belirtilmektedir. 1970-1996 dönemi ortalamasına bakıldığı zaman Güneydoğu Asya ülkelerinin (Japonya dahil değil) yıllık ekonomik büyüme hızı, gelişmiş ülkelere göre yaklaşık 3 kat daha yüksek olduğu görülmektedir (Güler, 2006:14).

Krizden önceki son on yıl % 8'e yakın GSMH büyümesi sonucu "Asya Kaplanları" olarak adlandırılan Endonezya, Malezya, Filipinler, Tayland, G. Kore, Tayvan ve Singapur önemli oranda büyüme gerçekleştirdikleri anlaşılmaktadır (Kınaytürk, 2006: 33).

Öte yandan Asya ülkeleri yabancı sermayeyi ülkelerine çekebilmek amacıyla faiz oranlarını Amerika ve diğer finans merkezlerindeki faiz oranlarının üzerinde tutmalarının sonucu olarak balon gibi şişen sadece menkul kıymet piyasaları olmadı. Asya bölgesinde yurtiçi faizlerin yurtdışındaki faiz oranlarından yüksek olması, Asya'ya yatırım yapan özel kesime yabancı para ile daha avantajlı bir borçlanma fırsatı verdi. Bu durumun sonucu olarak özel sektörün borçlanma iştahı arttı. Artan borçların bileşimine bakıldığı zaman kısa vadeli olanların oranında çok hızlı bir yükselme olduğu ortaya çıktı. Güneydoğu Asya bölgesi 1997 başında toplam dış borçlar içindeki payı%29'a ulaşan kısa vadeli borçları ile, kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki payı %14 olan Latin Amerika

bölgesinden bile iki kat daha fazla kısa vadeli borç oranına sahipti (Akalın ve Uçak, 2007:259).

Asya ülkelerine baktığımız zaman kriz öncesi dönemde aslında bu ülkelerin hepsinde ortak bazı özellikler göze çarpmaktadır. Cari açıklar, aşın değerli reel döviz kuru, ihracat artışında düşüşler, aşırı borçlanma, kredi artışı ve aktif fiyatlarında bir balon, kısa vadeli yükümlülüklerde aşırı artışlar, borçlanma ve krediler arasında nakit ve vade uyumsuzlukları (currency and maturity mistmaches), dönmeyen kredilerdeki artış, banka ve şirket bilançolarında bozulma ve özellikle şirketlerde düşük sermaye/aktif oranları (high leverage). Bu göstergeler bütün ekonomilerin hepsinde aynı şiddette ve riskli olmasa da ekonomilerin kırılganlığı artıran temel belirleyici özellikler olarak görülmektedir (İTO, 2001:36).

Bu durum işlerin zora girmeye başladığının göstergesiydi. Çünkü bu dönemde sermaye girişinin en yoğun olduğu tür yabancı banka kredileri yöntemi ile yapılan sermaye girişiydi. 1997 yılına gelindiği zaman kriz ortamının ortaya çıkmaya başladığının görülmesiyle yavaşlayan sermaye hareketi, 1998 yılında hızla geri çıkmaya başladı. Sermaye hareketinin çıkışı da girişte olduğu gibi banka kredileri üzerinden yapıldı. Kriz Dünya Bankası, IMF ve diğer bölge bankaları ya da resmi kreditörlerin yardımları sonucu yumuşatılmaya çalışılsa da Asya ekonomilerin ciddi zarar görmelerinin önüne geçilemedi (Özel, 2005:25-26).

Krizin en çok etkilediği ülkeler Endonezya, Güney Kore olmuştur.1990-1994 yılları arasında yıllık ortalama 9 milyar dolar civarında yabacı sermaye çeken Endonezya, 1995 yılında 20 milyar dolar yabancı sermaye çekebilmiştir ve bu büyük bir miktar sayılabilecek yabancı sermaye girişini devam ettirebilmiştir.1998 yılına gelindiğinde durum değişmiş ve Endonezya'ya giren yabancı sermaye miktarı çok büyük oranda azalmıştı (Yaman, 2010:31).

Ağustos 1998'de Rusya'yı devalüasyona ve bankaların borçlarını tek taraflı olarak ödeyemeyeceklerini ilan etmeye götüren sebepler içeriden ve dışarıdan kaynaklı nedenlerden dolayı ortaya çıkmıştı.

Rusya'da meydana gelen ve Ruble Krizi olarak adlandırılan kriz, Rusya Ekonomisini derinden etkilemiştir. Rusya'nın böyle bir krizle sarsılmasının dış nedenlerinden en önemlisi Güneydoğu Asya Krizi sonrası emtia fiyatlarının dünya çapında düşüşünden, gelirinin büyük çoğunluğu petrol, doğal gaz, metal ve kereste gibi hammadde ürünlerinden oluşan ülkeler etkilenmiştir ve bu ülkelerin başında da Rusya gelmektedir (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:180).

Rusya krizini içeriden tetikleyen nedenler ise Rusya'nın makroekonomik temelleri açısından durumunun iyi olmamasıydı. Zayıf mali yönetim, yüksek dış borçlanma ve bununla ilişkili olarak sıkı bir para politikası uygulanması ile düşürülen enflasyon belirgin olarak ortaya çıkıyor. Bu durumda aşırı yüksek dış borçlanma, herhangi bir kriz beklentisi halinde, sermaye akışını tam tersine çevirebilirdi.

Rusya Merkez Bankası'nın iyi bir şekilde devam ettirdiği enflasyonla mücadele programı çerçevesinde yürüttüğü sıkı para politikası nedeniyle, açıklar para basımı ile finanse edilemiyordu. Bu sebepten dolayı hükümet, borçlarını ve kamu kesiminde çalışan işçilerin ücretlerini ve emekli maaşlarını ödeyebilmek için 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanma yoluna gitti. Borçlanma ile elde edilen kaynaklar, yapısal sorunları çözmek ve gerekli yatırımları yapmak kullanmak yerine ücret ve emekli maaşı gibi yerlerde kullanıldı (Boran, 2006:82).

Sonuçta olarak Ağustos 1998'e gelindiği zaman Ruble iki spekülatif atağa maruz kalmış ve Rusya Merkez Bankası her iki seferde de bu ataklara Ruble'yi savunarak karşılık vermiştir. Her ne kadar Kasım ayında yapılan atağa karşı savunma başarılı olmuş olsa da bu durum ancak 1998 yazına kadar korunabilmiştir. Bu durumun sonucu olarak, Rusya'nın yabancı rezervleri tükenmiş ve Rusya hükümeti 17 Ağustos 1998'de başka bir seçeneği kalmaması nedeniyle Ruble'yi devalüe ederek pozisyon belirlemek zorunda kalmıştır (Topallı, 2006: 76).

Rusya'da ortaya çıkan krizden sonra bölge ekonomilerinde genel olarak enflasyon oranlarının arttığı ve kamu dengesinin bozulduğu gözlenmiştir. 1998

yılında %21 olan bölge tüketici fiyatları enflasyonu 1999 yılında %39'a kadar artmıştır. Bu yükseliş, ülkelerin para birimlerinin kriz sonrasında hızlı bir biçimde değer kaybetmesinin sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Kriz nedeniyle Rusya ekonomisi 1998 yılının sonunda yüzde 4,9 oranında küçüldü. Krizin sonrasında Rusya ile daha yakın ticari ilişkilere sahip olan ülkeler krizden büyük oranda etkilenmiştir (TCMB, Yıllık Rapor, 1999).

Aynı zamanlarda meydana gelen Brezilya Krizi'ne baktığımız zaman Brezilya ekonomisi 1980'li yıllardan 1994'lü yıllara kadar yüksek enflasyon dönemi içinde faaliyetlerini sürdürmüş ve bu dönemde yıllık enflasyon oranı ortalama %100'ü aşmıştır. 1993–1994 döneminde hiperenflasyon çok yüksek seviyelere ulaşmış ve yıllık %2700 olarak tespit edilmiştir. Bu nedenle de çok sayıda istikrar programını devreye sokmuştur. İstikrar programlarının arasında 1986 Cruzado Plan'ı, 1989 Summer Plan'ı, 1990 Collar Plan'ı ve 1994 Temmuz'unda kabul edilen Real Plan'ı yer almaktadır (Doğan, 2005:16).

1994 Haziran'ından itibaren uygulanmaya başlayan Real Planı sayesinde kontrol altına alınan enflasyon oranı 1998'de tek haneli rakamlara gerilemiştir. Bu planda kamu harcamalarının azaltılması ve denk bütçenin sağlanmasına önem verilmiştir. Yabancı sermayeyi teşvik amacıyla özelleştirme uygulamaları arttırılmış bunun yanında dış ticaretin daha da arttırılması için uluslararası ticaretin serbestleştirilmesi için çalışmalar yapılmıştır. Real Planı ile dışarıya sermaye kaçışının önüne geçilmiştir (Üçgöz, 2005:68).

Aynı dönemde bütçeden faiz ödemelerine verilen pay bütçenin üçte birine kadar yükselmiştir. Hükümet bu borç miktarıyla ekonomiyi çevirebilmek için yeni liberal politikaları gündemine alarak kamu harcamaları azaltılmaya çalışmış ve bu kesimleri özel sermayeye açmıştır. Real Plan'ın uygulanması neticesinde başlayan istikrar döneminde hem kamu bankaları hem de özel bankaların mali yapılarının bozulduğu görülmüştür (Üçgöz, 2005:68).

Yabancılar ülkeden çıkmaya başlayınca, Brezilya Hükümeti'nin rezervlerden kullandığı 40 milyar dolarlık miktar da uyguladığı programı devam ettirmeye yeterli olamadı. Baskılar nedeniyle önce kısa vadeli faizleri yükseltmiş

olan Brezilya sonraki aşamada sıkı bir bütçe politikası uygulamaya koymak amacıyla çalışmalar yaptı. Tüm bunlar yapılırken Brezilya, IMF ile 41,5 milyar dolarlık bir ek rezerv kolaylığı için görüşmelere de başlamış durumdaydı. IMF ile görüşmelere başlanmış olmasına rağmen Ocak 1999'a kadar piyasalardaki güven kaybı artarak devam etti. Devalüasyon yapılmasının ardından 15 Ocak'ta Real'in serbest dalgalanmaya bırakılması kararlaştırıldı (Toprak, 2001:888).

Sabit döviz kurunu uygulayan Brezilya gibi ülkelerde sıcak para ve sermaye girişlerinin artık çıkmaya başlaması, ödemeler dengesini bozarak krizlerine yol açmakla beraber kredi maliyetlerinin artmasına yol açmaktadır. Bu sonuçlar da dolaylı olarak bankaların aktif pasif dengesini bozmaktadır. Ödemeler dengesi üzerinde meydana gelen bu dengesizliği gidermek amacıyla faizlerin arttırılarak ülkeye yabancı sermaye çekmek amacıyla faizlerin yükseltilmesi, borçlanma maliyetlerini arttırdığı için ekonomide önemli ölçüde daralmalara ve kredilerin geri dönmesinde sorunlara yol açmakta buda ülke ekonomisinin önemli sıkıntılar yaşamasına neden olmaktadır (Doğan, 2005:17).

Sonuç olarak 1999 Brezilya Krizi'ne baktığımız zaman, yaşanan krizin bir finansal krizden öte tam anlamıyla bir ödemeler dengesi krizi olduğu söylenebilir. Brezilya da, Krugman'ın (1979) tanımladığı sürdürülemez mali politikaların büyük bir para krizine yol açabileceği yönündeki analizlerinin ortaya çıkardığı bir ödemeler dengesi krizi yaşadığı anlaşılmaktadır.

2.1.4. Gelişmiş Ülkelerdeki Finansal Krizler

Küreselleşmenin bir sonucu olarak dünyanın ekonomik anlamda da bütünleşmesi ülkeleri birbirlerine daha yakın hale getirmiştir. Bunun sonucu olarak küresel finansal krizler, ülkeleri farklı şekillerde ve boyutlarda etkilemektedir. Dünya'da herhangi bir ülkede ortaya çıkan kriz, başta o ülke ile ticari ilişkileri fazla olan ülkeler olmak üzere diğer tüm ülkeleri değişik seviyelerde etkilemektedir. Bu krizler dünya ekonomisinden diğerlerine göre daha fazla pay alan bir ülkede ortaya çıktığında etkileri diğerlerine göre daha da fazla olmaktadır.

Gelişmiş ülkelerin sınıflandırmasında bazı ekonomistlere göre değişiklik olsa da burada Dünya'da en çok kabul gören şekli ile gelişmiş ülkeler G-7 diye tabir edilen şekli ile ele alınacaktır. G-7 ülkelerinin (ABD, Almanya, Japonya, İngiltere, Kanada, Fransa ve İtalya) yaşadığı finansal krizlere kısaca değinilecektir.

Son yıllarda yaşanan krizler daha çok gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkmıştır. Gelişmekte olan ülkelere ait krizler literatürde çokça incelenmesine rağmen, gelişmiş ülkelerde yaşanan krizlere literatürde pek yer verilmemiş olduğu anlaşılmaktadır. Bu dönemde gelişmiş ülkelerde yaşanan krizler hem derinlik, hem de süre bakımından gelişmekte olan ülkelerdekine nazaran hafif atlatılmış olmasına rağmen (2008 Mortgage Krizi hariç) kısaca değinilmekte fayda olacaktır.

Savaş sonrası dönemde Japonya'da varlık fiyatlarında üç büyük büyüme-daralma döngülerini yaşandı. Bunlardan birincisi 1950'li yılların ikinci yarısında Iwato patlaması, ikincisi Başbakan Tanaka 'Japon Takımadaları Biçimlendirme' projesinin patlaması ve sonuncusu 1990'ların başında 1980'lerin sonunda ortaya çıkan 'Heisei' olarak adlandırılan emlak krizidir (Shiratsuka, 2003:2).

Bunların arasında 1990 yılında Japonya'da meydana gelen ve 2008'in son aylarında ABD'de ortaya çıkan "Mortgage Krizi" olarak adlandırılan krize çok benzeyen Japon emlak balonunun Japon ekonomisine çok büyük olumsuz etkileri oldu.

Üstün gayretle bir devlet müdahalesi ile yürütülen kalkınma stratejisi sonucu Japonya'nın amacına ulaşması ve ekonominin sürekli ve hızlı bir biçimde büyümesi ile temin edilen bir endüstriyel yapının kurulmasının sağlanması ile başlanmıştı fakat Japon finans sisteminin sorunlu yapısının sonucu olarak varlık piyasalarında aşırı fiyat enflasyonu olarak bilinen balonun oluşumu ortaya çıktığı savunulan görüşler arasındadır.

Bu balonun oluşmasına neden olan durum ikinci dünya savaşı sonrasında, Japonya hükümetinin insanların gelirlerini biriktirmesini teşvik eden politikalar uygulamasıydı. Bunun sonucu olarak kredi almak kolaylaşmış yine hükümetin

cari fazla vermesi sonucu Japon yeni değerlenmişti (Shiratsuka, 2003:6-10). Bu durum yatırımların maliyetlerini azaltarak yatırımların kârlılıklarının daha da artmasına neden olmuştur.

Paranın bu kadar bol olması emlak piyasası ve Tokyo Borsa'sında spekülatif işlemlerin yapılmasına neden oldu. Bunun yanı sıra artık krediler firma nakit akışına göre değil teminat olarak gösterilen ve değerlerinin düşeceği düşünülmeyen gayrimenkullere bakılarak verilmeye başladı. Bu yüzden bankalar büyük risk altına girmiş oluyordu. Bankaların yanında, mortgage ve tüketici kredileri konusunda uzman kredi şirketleri de gayrimenkul için kredi veriyordu. Japonya için riski en çok arttıran da kredilerin Japonya ekonomisinin hızlı büyüme döneminde olduğu gibi imalat şirketleri yerine finans ve emlak şirketlerine veriliyor olmasıydı. Aslında bu bile bankacılık sektörünün balon ekonomisi dönemine doğru yol aldığının göstergesiydi (Akkemik, 2011:174).

Değeri hızla artan varlıkların piyasasında oluşan balon 1991 yılında patladı ve etkisi oldukça yıkıcı oldu. 1980'lerin ikinci yarısında hisse senetlerinin ortalama değeri üçe katlanan borsa 1991'den itibaren düşüşe geçti ve Japonya ekonomisi bundan çok büyük zarar gördü.

Gelişmiş ülkelere baktığımız zaman diğer bir önemli kriz olan 1992-1992 yıllarında yaşanan ve Avrupa Para Krizi (ERM) olarak adlandırılan kriz karşımıza çıkmaktadır. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi, Danimarka'nın 1992 Haziran'ında Avrupa Birliği'nin parasal birlik üzerinde mutabakata vardığı Maastricht Anlaşmasını kabul etmemesi sonucu ortaya çıkmıştır. 1992 ve 1993 yılları arasında meydana gelen bu durum, Avrupa Döviz Kuru bünyesinde döviz kurları üzerinde baskı oluşmasına sebep olan Danimarka'nın söz konusu yaklaşımının ardından İtalya'nın bütçe açıklarının Liret'in desteklenmesine sebep olacağı düşüncesi yoğunluk kazanmış ve en çok İtalyan ve İngiltere parası üzerinde baskı oluşturmakla birlikte spekülatif işlemler gerçekleşmiştir (White, 2003:244).

Avrupa Para Krizi 1992-1993 yıllarında içerisinde gelişmiş ülke olarak bilinen Almanya, İngiltere, Fransa, ve İtalya'nın da yer aldığı kurlardan kaynaklı

bir finansal krizdir. Bu krizde ülkelerin ekonomik görünümlerinde önemli bozulmalar olmamasına rağmen özellikle İngiltere ve İtalya meydana gelen para ataklarından önemli ölçüde etkilenmiştir.

2008 yılının son aylarında ABD'de ortaya çıkan ve daha sonra AB ülkelerine de yayılan 2008 Küresel Finans Krizi'ni bir sonraki başlık altında irdeleneceğinden dolayı burada bahsedilmemektedir.

2.2. TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

2.2.1. 1982 Bankerler Krizi

Türkiye, ekonomik serbestleşme döneminin başlangıcı olan 1 Temmuz 1980 tarihinde kredi ve mevduat faiz oranlarını serbest bırakmıştır. Bu serbestlik neticesinde bankacılık sistemi yüksek faizle devamlı mevduat sertifikası üreten bir yapı halini alarak kırılganlaşmış, bununla beraber geri ödenmeyen kredi maliyetlerindeki artış 1982 yılında "Bankerler Krizi" adı verilen krize neden olmuştur. Krizden önce ucuz kredi kullanarak kendilerini finanse eden şirketler, kriz döneminde ortaya çıkan faiz oranlarındaki ani yükselişle birlikte mali sıkıntıya girmiştir. Fakat faiz oranlarının enflasyonun altında seyretmesi neticesinde, tasarruflar yatırım yapmak yerine gayrimenkule yönelmiş, bu da mudilerin bankalardaki mevduat birikiminin azalmasına neden olmuştur. Bir sonraki aşamada fon temin edemeyen firmalar yüksek faiz oranları ile gayri resmi kredi veren bankerlerden borçlanmak zorunda kalmıştır.

Bankerlik kuruluşları arasında ödenemeyen borçlar nedeniyle borçlu daha yüksek faizle borç almakta bu durum faiz oranlarını daha da arttırmaktaydı. Böyle bir sistemin çok fazla devam etmesi pek mümkün görülmemektedir.1982 yılında ortaya çıkan ve "Bankerler Krizi" olarak adlandırılan olay da bu şekilde meydana gelmiştir. Bu dönemde serbest faiz politikasının ve banker iflaslarının, bireysel bankaların uygulamalarıyla yönetim tarzlarının birleşmesinin bir sonucu olarak, çok sayıda bankanın mali bünyesinde sorunlar yaşandı (Erdoğan, 2002:126).

1982 yılı öncesi dönemde bankaların hamiline yazılı Mevduat Sertifikası kullanarak, bazı bankaların açığa satış yapması, bankacılık sektörünün en önemli hatalarından biriydi. Sistemde ortaya çıkan bu açık pozisyon nedeniyle, bankacılık

sektörü de durumdan olumsuz etkilendi. Kriz aşamasında bankerlerin batması ile dolaylı olarak banklarda sıkıntıya girmiş ve batmaya başladı. Bu sonuçlar nedeniyle küçük ölçekli bankaların kaynak alma ve kullanma maliyetleri arttı, dolayısıyla bu durum sistemdeki sorunlu kredilerin büyümesine neden oldu. Kriz sonrası dönemde bankaların finansal yapısı olumsuz etkilendi. 1982-1984 yılları arasında bazı bankaların yönetimine el konuldu ve yönetimine el konulan bankalar daha sonra Ziraat Bankası'na devredildi (Akgüç, 1989:84).

2.2.2. 1994 Döviz Krizi

1994 yılının ilk aylarında başlayan ve hükümetin 5 Nisan kararlarını almasını zorunlu kılan kriz ilk önce kendisini borsa ve döviz piyasalarında hissettirmiştir. Daha sonra bir finansal kriz olduğu anlaşılınca finansal kriz olarak ortaya çıkmıştır. Şubat ayı sonunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Bileşik Endeksinde %20'lere varan değer kaybı meydana gelmişinin yanı sıra döviz piyasalarında TL'den kaçış ve yabancı paralara talep hızla artmıştır. Bu duruma Merkez Bankası (MB) piyasalara dolar satarak müdahale etmiştir. Fakat aşırı müdahale sonucu MB'nin rezervleri erimiş ve buna rağmen dövizdeki hızlı yükselişin önüne geçilememiştir. Oluşan panik ortamında döviz kurlarındaki artış %100'ün üzerinde olmuştur (Alp, 2002:159).

Dönemin hükümeti rezervlerin miktarını ve enflasyon oranını korumaya yönelik iç borçlanma politikasını doğru ve etkin uygulamasında geç kalmıştır (Özatay, 2000:344). Ki bu dönemde yapılan çalışmalarda (Karamustafa ve Duman, 2003; Karamustafa ve Küçükkale), Türkiye'de 1990-2002 döneminde enflasyonun hisse senedi getirileri üzerindeki ters yönlü etkisinin beklenmeyen enflasyondan kaynaklandığı ortaya konmuştur.

Bu sebeplerden dolayı, hazinenin nakit ihtiyacını karşılamaya yönelik parasal genişleme ile oluşan döviz talebi ve MB'nin döviz rezervlerindeki azalma 1994 Ocak ayında 15.000 TL olan dolar kurunun 1994 Nisan ayında 35.000 TL'ye çıkmasına neden olmuştur. Bu gelişmelerden sonra enflasyonist beklentiler önemli ölçüde yükselmiş ve TL'nin değer kaybı ekonomide dengeleri önemli ölçüde alt üst etmiştir. Yaşanan devalüasyondan dolayı şirketlerin zararları artmış ve şirketler finansal sıkıntıya girmiştir. Bunun yanında yaşanan tüketim daralması

nedeniyle talepte önemli düşüşler meydana gelmiştir. Tüketim daralmasının yanında sanayi sektörü üretiminde de önemli düşüşler oluşmuştur. Son olarak uluslararası kredi derecelendirme kurumlarının Türkiye'nin kredi değerliliğini arka arkaya düşürmesi nedeniyle Türkiye'nin dış dünyadan kredi alma imkanı zora girmiştir (Parasız, 1995:141-142).

1994 krizinin başlıca nedenlerinden bahsedilecek olunursa, Türkiye'nin kamu kesiminin finansman açığı ve cari işlemler açığı bu krizde en önemli tetikleyici nedenlerden sayılabilir. 1994 krizi öncesi yaşanan Körfez Savaşı ve Avrupa Para Krizi de dışarıdan sağlanacak finansman ihtiyacını daha sıkıntılı bir hale sokmuştur. Türkiye ekonomisinin temel göstergelerindeki zayıflık, kısa vadeli finansal sermayenin yarattığı dış ve iç finansman imkanlarının kamu kesimi tarafından popülist amaçlar uğruna kullanılması, kamu kesimi borç yönetiminde politika hatalarının da birleşmesi ile Türkiye'nin kamu finansman açığının sürdürülemeyecek duruma gelmesi sonucu ortaya çıkmış ve ekonomik yapının işleyişinin bozulmasına neden olmuştur (Agenorvd, 1997:14).

2.2.3. Kasım 2000 Krizi

1994 krizinden sonraki dönemde, 1999 krizine yol açan ekonomik ve siyasi faktörlerde yeterince iyileşme yaşanmamış, ekonomik problemler yapay tedbirlerle önlenerek ortaya çıkabilecek sıkıntıların önüne geçilmeye çalışılmıştır. 1994 krizinden sonra yaşanan Asya, Rusya ve Brezilya krizleri ile 1999 yılında yaşanan Marmara depreminin getirdiği ekonomik daralma etkisi neticesinde, 1999 yılının son dönemlerinde Enflasyonu Düşürme (Dezenflasyon) Programı'nın yürürlüğe konulmasına ihtiyaç duyulmuştur. Program, dengesizlikleri sürdürülemeyecek kadar artmış ekonomi ile uluslararası rekabet gücü azalmış reel sektör yapısını düzeltmeyi hedeflemiştir. Fakat üç yıl gibi uzun bir dönemi kapsayan dezenflasyon programı, başlangıç aşamasında yapılan hatalar ve uygulamada ortaya çıkan aksaklıklar nedeniyle istenilen başarıyı yakalayamamıştır (Ural, 2003).

Bu dönemde üç yıllık bir ekonomik süreci kapsayacak olan, maliye, para, kur ve gelir politikalarının yanı sıra, yapısal değişimleri de içeren enflasyonu düşürme programının IMF ile olan görüşmeleri devam ediyordu. Tüm bu

sıkıntıların eklenmesinin yanı sıra Kasım ayının son haftasında bankacılık sisteminin zayıflığından kaynaklanan ve tüm mali piyasalara güveni sarsan önemli bir kriz yaşandı. Sistem içerisinde kötü yönetilen banka sayısı arttıkça kriz yeni boyutlar kazandı.

Bankacılık sisteminin işlevsizliğinden ve cılız yapısından kaynaklanan kriz derinleşerek Aralık ayının başına kadar geldi. TC Merkez Bankası'nın müdahaleleri etkisiz kalınca 1 Aralık Cuma günü mali tarihimizde ilk kez gecelik repo faizi %1700'e yükseldi. İMKB'de ise bir şok yaşadı ve endeks %26 oranında düşerek 7977 seviyelerine kadar düştü (Şahinöz, 2001:186).

2000'de yaşanan ve likidite krizi olarak bilinen bu krizin tek sebebi, piyasaların nakit para talebine cevap vermeyişi değildi, bunun yanında likidite talebinde meydana gelen aşırı yükselme krizin önemli nedenlerinden biriydi. Bunlara ek olarak yukarıda da belirttiğimiz bankacılık sisteminde var olan birikmiş sorunlar, bankaların TMSF'ye alınmasıyla birlikte, daha gün yüzüne çıkmaya başladı. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun zamanında faaliyete başlayamaması, enflasyonu düşürme programının bankaların davranışları üzerine etkisi, bankaların kurumsal ve bireysel kredilere yönelmeleri, Ağustos ayından itibaren programın özellikle özelleştirme hedeflerinde ortaya çıkan sapmalar, cari işlemler açığındaki büyüme, yabancı ve yerleşiklerin yıl sonu itibariyle bilançolarındaki yabancı para risklerini azaltma eğilimi, para politikası tercihlerine bağlı olarak, likidite yönetiminde Merkez Bankası'nın rolünün sınırlandırılması, kriz sürecinde Merkez Bankası'nın pozisyon alma şekli, krizin ortaya çıkmasında ve derinleşmesinde önemli derecede belirleyici olmuştur (Keskin, 1999:12).

Tüm bu söylenenlere bakıldığı zaman krizin ne kadar ani ortaya çıktığını ve ekonomi üzerindeki tahrip edici yönlerinin olduğu anlaşılmaktadır. Krizin etki derecesi ile Türkiye'nin yaşadığı en önemli parasal krizlerden biri olduğunu söylemek yanlış olmaz.

Kasım 2000 krizinin Türkiye'nin yaşadığı en büyük krizlerden birisi olduğu ortadadır. Fakat uluslararası camiadan krizi yorumlayan değişik sesler de

olmuştur. Genel olarak kriz bir likidite krizi olarak yorumlanmakla beraber, hükümetin yapısal reformlarda geç kaldığı, piyasalarda olumsuz durumun erkenden anlaşılamadığı ve bütün bu faktörlerin krizde önemli rol oynadığı belirtilmiştir. IMF Başkan Yardımcısı Stanley Fisher, krizi döviz kuru çıpası uygulamasının yarattığı cari açık büyümesinden kaynaklanan panik sonucu bir dövize hücum krizi olduğunu belirterek piyasalara likidite vermenin krizi çözmek yerine büyüteceğini ifade etmiştir. Dönemin Dünya Bankası Temsilcisi Ajay Chibber, bu krizin başlangıcının, 1990'ların başında finansal-yapısal değişimler tamamlanmadan sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla başladığını iddia etmekle birlikte krizi çıkaran faktörlerin bir nedenden dolayı ortaya çıkamayacağını vurgulamaktadır. Bir başka IMF başkan yardımcısı Rudiger Dornbusch ise krizin altında yatan temel nedenin kötü durumda olan bankalar olduğunu ileri sürmüştür. (Eğilmez, 2001).

2.2.4. Şubat 2001 Döviz Krizi

2001 krizi öncesi dönemde bankacılık sektörüne bakıldığı zaman bankaların bilançolarında döviz cinsinden borçlar kısmında açık olduğu görülmektedir. Kriz öncesinde sadece bankacılık sektöründe değil eş zamanlı olarak cari işlemler açığı da oldukça fazla boyutlardaydı. Cari açık tek başına bir kriz sebebi olmamakla beraber, Türkiye'nin yaşadığı tüm krizlerde önemli bir neden olarak anılmıştır. Finans krizlerinde, en önemli kurumlar bankacılık sektörüdür. 2001 krizinden önce, beş bankanın TMSF'ye devrinden dolayı piyasalarda tedirginlik ve güvensizlik ortamı oluşmuştur. Bu aslında ekonomik olarak da sistemin zayıf olduğunun bir göstergesidir.

Kasım 2000 krizi sonrasında Şubat 2001 krizine kadar geçen dönemde enflasyonu düşürme amacı doğrultusunda, kamu kesimi ve konsolide bütçe fazlasını elde etme amacıyla daraltıcı bütçe politikaları, sıkı döviz taahhüdüne dayalı ve buna uygun gelirler politikasına devam edilmiştir. Bunlara ek olarak yeni düzenlemeler yapılmış ve özelleştirmeler arttırılmaya çalışılmıştır. Güçlü ve kararlı uygulayıcıların varlığı açısından zayıf görünen istikrar programı siyasi açıdan sıkıntılı görünmekteydi. Programın hazırlanması, kamuoyuna tanıtılması

ve hükümet yetkililerinin programı yeterince sahiplenmiş görüntüsü vermemesi de programa olan güveni zedelemiştir (Demir, 2003:93).

Bu olumsuz şartlar altında, yüksek enflasyonla mücadele etmek amacıyla IMF destekli kur politikasının devreye sokulması; temel problem olan bankacılık sektörü düzenlenmeden önce halledilmeden yapıldığı için istenilen etkiyi gösterememiş ve 2001 yılı krizini karşımıza çıkarmıştır.

> Türkiye ekonomisinin yaşadığı krizlerin hemen hepsinin temelinde Türkiye'nin yapısal sorunları ön plana çıkmaktadır. Türkiye'nin uzun zamandan bu yana çözmeye çalıştığı yapısal sorunları arasında, kamunun borç stoku, enflasyon, işsizlik ve mali kesimde yaşanan sıkıntılar sayılabilir. Türkiye'de de birçok yabancı ülkede olduğu gibi, liberalleşme ile birlikte ekonomideki dış açık ve kamu finansman açıkları yabancı sermaye girişleri ile karşılanmaya çalışılmış ve bunu sürdürmek amacıyla da düşük kur yüksek faiz politikası uygulanmıştır (Seyidoğlu, 2003:147).

Bu yöntem, iç ve dış dengelerinin değiştiği dönemlerde Türkiye ekonomisinin daha da bozulmasına neden olmakla krizlerin yaşanmasına ortam hazırlamıştır.

Krizden sonra TCMB, kur rejimini savunmak ve rezerv kaybını önlemek amacıyla TL olarak piyasaya verdiği likiditeyi sınırlamaya çalışmış olmasına rağmen uygulama sonuç vermemiş ve gecelik faizler % 1000'ler seviyelerinin bile üstüne tırmanmıştır. Bu durum TCMB'nin uyguladığı para politikalarının artık bir anlamının kalmadığını anlamına gelmekteydi. Bu kriz Türkiye'nin bankacılık sistemi ve sistemin borçları çevirme sorunları nedeniyle tarihindeki en önemli ekonomik ve finansal krizlerden biridir. Kriz ortamında kamu bankalarının para piyasaları üzerindeki sorumluluklarını yerine getiremeyecek duruma gelmesi nedeniyle ödemeler sistemi çökmüş, menkul kıymet ve para piyasaları işlemleri durma noktasına gelmiştir (Celasun, 2002:17).

Krizin başlamasında tetikleyici neden olan T.C Anayasası kitapçığının fırlatılmasıyla tetiklenen krizin Türkiye'ye etkisi çok büyük oldu. Şubat Krizi'nin

2001 yılı Aralık ayında ortaya çıkardığı olumsuz durum aşağıdaki gibi özetlenebilir (Türkiye Ekonomi Kurumu, 2001:23).

- Ekonomi yüzde 8.5 oranında küçüldü.
- 200 milyar dolarlık milli hasıla 150 milyar dolara düştü.
- Kişi başına gelir 725 dolara geriledi.
- 125 bin işyeri kapandı
- Ekonomik programın başladığı Ocak 2000 tarihinden Şubat 2001'e kadar 19 banka battı.
- Yüzde 30'lara düşen enflasyon yüzde 70'i aştı.
- Hazine'nin ödediği faiz miktarı yüzde 101 oranında arttı.
- İç borç stoku görev zararlarıyla birlikte 2000 yılının 4 katını aştı.
- En az 1.5 milyon insan işini kaybetti.

Tüm bunları dikkate alarak 2001 Krizi'nde ülkeyi bu kadar olumsuz etkileyen bir krize neden olan en önemli faktörlerden bahsedecek olunursa, bunlar; sermaye girişlerinin sürekliliğinin sağlanamaması, beklentilerin yönetilmesinde hükümetin hataları ve son olarak, IMF programındaki kur riskine karşı yeterli desteğin sağlanmasındaki eksiklik olarak sayılabilir. Bunların yanında, petrol fiyatlarında meydana gelen yükselme, uluslararası dolar faizlerinin artması ve doların yabancı para birimleri karşısında değer yitirmesi ile birlikte dış ekonomilerdeki olumsuz koşullar ve Türkiye'deki bankacılık sisteminin kırılgan yapıda olması neticesinde yeni bir finansal krizin ortaya çıkması sonucunu doğurmuştur (Oktar ve Dalyancı, 2010:13).

2.3. 2008 KÜRESEL FİNANS (MORTGAGE) KRİZİ veTÜRKİYE'YE ETKİSİ

2.3.1. 2008 Küresel Finans(Mortgage) Krizi

2008 yılının son aylarında ortaya çıkan ve Dünya'nın birçok ülkesini olumsuz etkileyen ekonomik ve finansal gelişmelerin neden olduğu bir krizdir.

Literatürde 1929 Dünya Ekonomik Bunalımıyla kıyaslanan, hatta ondan bile daha kötü olduğu iddia edilen bu kriz, özellikle Eylül 2008'de belirgin hâle gelmiştir. ABD'deki gayrimenkul piyasasının ani değer kaybı yaşaması sonucu kişisel iflasların artmasının bu krizi tetiklediği düşünülmektedir.

2008 krizi, diğer krizler arasında yayılma özelliğini en çok taşıyan kriz olmuştur. Bu nedenle bir küresel finans krizidir. Günümüz dünyası ve ekonomileri birbirine daha da bağlantılı ve bağımlı bir duruma geldiği için bir ulusal ekonomide ortaya çıkan kriz bütün Dünya ekonomilerine sirayet etmekte, etkilerini o ülke ekonomilerinde de göstermektedir. Dünya ilk küresel özellik taşıyan ekonomik krizle 1929 yılında tanışmış daha sonra 1970 ve 1980'lerde bu krizler devam etmiştir. 1990 yılından günümüze kadar da önemli ekonomik krizler yaşanmıştır.

2.3.1.1. Krizin Çıkış Nedenleri

2008 yılının son aylarında ortaya çıkan ve sonraki zamanlarda tüm gelişmiş ve gelişmekte olan dünya ekonomilerini etkileyen krizin çıkış nedeninin ipotekli konut piyasası (mortgage) olduğu belirtilmektedir.

Küresel bir finans krizine yol açan ilk ipotekli konut piyasası (Mortgage) uygulamaları, Dünya'da ilk kez 1990'lı yılların ilk yıllarında Avrupa'da görülmüştür. O yıllarda, İngiltere'de kreditörler, gayrimenkul satın almak isteyenlere kredi verdiği zaman alınacak olan gayrimenkulün mülkiyetini üzerlerinde tutardı. Bu yöntemle kredi borcunun geri ödenmemesi halinde gayrimenkulü satarak, alacaklarını tahsil edebilmekteydiler. İngiliz Hukuku'nda bu uygulamaya ilişkin bir düzenleme bulunmaktadır. Bunun daha belirgin anlamdaki şekli 1775'li yıllarda yine İngiltere'de ortaya çıkan Vadeli Konut Kooperatifleri'nin olduğu söylenebilir (Oksay ve Ceylantepe, 2006:9).

Krizden önceki yıllara bakıldığı zaman gayrimenkul fiyatlarının hızlı bir şekilde artmaya başladığını görülmektedir. Emlak fiyatlarının aşırı değerlendiğini gören gayrimenkul sahipleri, ikinci, üçüncü evlerini almaya başladı, yeni konutlar satın almak için bankalardan yüksek miktarlarda kredi kullanmaya başlamış olan gayrimenkul sahipleri için kredi almak pek de zor değildi.

Finansal kriz daha sonra kredilerin ödememesi durumunda ortaya çıkan ve sayıları hızla artan haciz işlemlerinin basit bir sonucu değildir. Bunlar krizin belirtileridir. Kriz yırtıcı kredi olarak bilinen en üst (subprime) kredinin bir alt kümesinden kaynaklanır. Yırtıcı krediler savunmasız ve içeriksiz borçluların yararlanması için tasarlanmıştır (Aalbers,2009:35).

Krizden önce ABD'de konut kredilerinin büyük kısmı, yüksek kaliteli müşterilere (prime mortgage) verilirken, zaman içinde krediler daha düşük kaliteli müşterilere (subprime mortgage) de verilmeye başladı. 2008 yılı ortasında ABD'de düşük kalitedeki kredilerinin hacmi 1,5 trilyon dolara kadar yükselmişti. Önceki yıllarda ABD'de faizler son derece düşük düzeylerde olduğundan, subprime mortgage kredilerini kullanan düşük gelirli gruplar, büyük ölçüde değişken faizli kredileri tercih etmişlerdir. Krizden önceki son dönemde FED'infaizleri sürekli artırmasının yanı sıra konut fiyatlarının da düşmesi, gayrimenkul sahiplerinin aldıkları kredileri geri ödeyememesine yol açmış, bu nedenle aşırı kredi vermiş olan bankalar riske girmiş ve kriz bu şekilde başlamıştır (Eğilmez, 2009: 65-66, Osmanoğlu, 2012:86).

> Nobel ödüllü Paul Krugman kriz öncesi durumu "Büyük ABD konut balonu 2005 sonbaharında sönmeye başladı, fakat çoğu kişinin bunu fark etmesi zaman aldı. Fiyatlar çoğu Amerikalının alamayacağı noktaya kadar arttığından hiç peşinatsız, çok düşük faizli kredilere rağmen satışlar yavaş yavaş azaldı. O tarihte yazdığım gibi, balondan sanki hava sızdırıyormuş gibi bir ses geliyordu.
>
> Bununla birlikte konut fiyatları bir süre daha artmaya devam etti. Bu bekleniyordu. Konutlar her dakika değişen tek fiyatlı hisse senetleri gibi değildir. Her konut kendisine özgüdür ve satıcılar fiili bir alıcı buluncaya kadar bir süre bekleyeceklerini bilir. Sonuç olarak fiyatlar yakın geçmişte diğer konutların satıldığı fiyatlara dayandırılma eğilimindedir: Satıcılar istedikleri fiyata müşteri bulamayacakları acı biçimde ortaya çıkıncaya kadar fiyatlarını düşürmeye başlamaz. 2005'te, konut fiyatlarının uzunca bir süre her yıl hızlıca arttığı bir dönemde, satıcılar trendin devam edeceğini umuyor, bu yüzden satışlar düştüğü sırada bile fiilen artmaya devam eden fiyatlar istiyorlardı.

> Ancak 2006 ilkbaharının sonuna gelindiğinde piyasanın zayıfladığı anlaşılmaya başlandı. Fiyatlar başlangıçta yavaş, sonra artan bir hızla düşmeye başladı. 2007'in ilk çeyreğine gelindiğinde, yaygın biçimde kullanılan Case-Shiller konut fiyat endeksine göre fiyatlar bir yıl önceki doruğundan yalnızca yüzde 3 civarında düşüktü. Ertesi yıl boyunca yüzde 15'ten fazla düşüş kaydetti. Tabii ki fiyat düşüşleri Florida kıyıları gibi en büyük balonların oluştuğu bölgelerde çok daha fazlaydı." Şeklinde özetlemekteydi (Krugman, 2010).

Buradan anlaşıldığına göre üst yöneticiler bazı tehlike işaretlerini almıştı. Fakat üst yöneticiler bu göstergeleri pek dikkate almış değildi. Çünkü olayın bu kadar büyüyebileceğini kim tahmin edebilirdi ki? Bu nedenle krizden sonra en çok eleştiri alan kesim de ABD yönetimi ve finans yöneticileri kesimi oldu.

Stiglitz ise, küresel önemli nedenlerinden bahsederken, kriz durumunun ortaya çıkmasının başlıca nedeninin iyi düzenlenen fakat yanlış yönlendirilen sınırsız teşviklerin sonucu olarak, bankaların rahat davranışları olduğunu ifade eder. Tam bilgi, tam rekabet ve mükemmel piyasalar varsayımsal modellere dayanan klasik yaklaşım, gevşek kamu düzenlemelerini arttırdı bunun yanında ülkede yer alan finans sektörü tarafından seçim kampanyasına yapılan mali destekler siyasilerin gevşek düzenlemeler yapmasına yol açtı. Yüksek kaldıraçlı fon sağlayan ve ileriyi göremeyen üst yöneticiler sorumlu oldukları bankaların risklerini yanlış değerlendirdi ve büyük paralar ödedi. Gevşek finansal düzenlemeler dolayısıyla ekonomi pek de anlaşılmayan bir riske girdi. Mortgage komisyoncuları şirketlerin hangi değerde olduklarını belirlemeyi ihmal etti. Bunların yanında Subprime menkul kıymetleri yüksek güvenlikli olarak değerlendiren derecelendirme kuruluşları, faizleri düşüren FED, Irak savaşı ve zenginler için vergi indirimlerini ve düşük faizi getiren Bush yönetiminin de bu sonuçta payı var. Tüm bunların yanında düşük faiz oranları ekonomik şartlar açısından avantaj olmasına rağmen 2008 krizinde uygulanmakta olan bu düşük faiz oranlarını ekonomik krize dönüştüren aslında finansal kurumların olduğu söylenebilir (Stiglitz, 2009:33).

Her ne kadar ülkenin üst yönetimi bazı nedenlerden dolayı finansal düzenlemeleri iyi şekilde belirlememiş olsa da finansal kuruluşların kendileri ve

kredi derecelendirme kuruluşları bu işi en iyi bilenler olarak daha hassas davranabilirdi. Risk analizlerini iyi hasep edilerek böyle bir sonucun ortaya çıkmasına engel olunabilirdi.

2.3.1.2. Krizin Küresel Etkileri

2008 Krizi'nin ABD'nin reel sektörüne ardından da diğer ülkelere küresel etkilerinin bu kadar büyük çapta olacağı tahmin edilememişti. Böyle bir durumda finansman kaynaklarının azalması, yükselen piyasa ekonomileri için ihracat piyasalarının daralmasına, üretim ve istihdam kayıplarına neden oldu.

Mortgage dayalı menkul kıymetler ve diğer ilgili enstrümanları elinde tutan bazı finansal kuruluşların batışı ve konut kredilerini ödeyemeyenlerde artışın devam etmesiyle krizin etkisi görülmeye başlamış ve bulaşıcı olduğu anlaşılmıştır. Bu süreçte yüksek kaliteli mortgage kredilerine dayalı sorunlu varlık ve karmaşık türevlerinin bilinmeyen boyutları nedeniyle bilanço riskleri konusundaki belirsizlikler etkisini sürdürmüş, bu durum ABD ve Avrupa finans piyasalarında güven sorununun yaşanmasına neden olmuş, bu da bankalar arası fonlama maliyetlerinin artması ile sonuçlanmıştı. 2008 yılının sonlarına doğru Lehman Brothers'in batması ile sıkıntı büyümüş ve bir güvene dayalı likidite sorunu ortaya çıkmıştı.

Lehman Brothers'in batması ayrıca türev piyasaların gelişmesinde etkisi bulunan hedge fonlar için de önemli bir kaçışın başlangıcı olmuştur. Hennessee hedge fon danışmanlık grubu krizin ardından hedge fonların 1.2 trilyon dolar seviyelerine düştüğünü belirtmekteydi (Terzi, 2009:159).

Dünya'da teknolojik ilerlemeye bağlı olarak gerçekleştirilen piyasa işlemlerinin hızında artışa neden olan küreselleşme, aynı hızla krizin de dünyanın her yerine yayılmasına neden olmuştur. Hızla küreselleşen ve sınırları aşan dünya ekonomisi, finansal spekülasyona ve manipülasyona dayandırılan büyüme süreci, reel ekonominin işleyişini ortadan kaldırmış ve sanayileşme hedeflerinin geri planda kalmasına yol açtığı söylenebilir (Susam ve Bakkal, 2008:74).

Günümüz finansal sisteminde dünya ekonomilerinin birbirlerine yüksek oranda bağımlı olduğu artık bilinmektedir. Küresel finans piyasalarında ortaya çıkan bu krizden gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ekonomilerin çok ciddi boyutlarda etkilendiği veriler ve ülkelerden gelen haberlerden anlaşılmaktadır. Bu etkilenmenin derecesi ülkeden ülkeye farklı boyutlarda kendini hissettirmektedir. Dünyadaki toplam dış ticarette meydana gelen daralmadan en çok etkilenen ekonomiler, ihracatın toplam gayrisafi yurt içi hasıla içindeki payı yüksek olan ve özellikle yatırım ve dayanaklı mal ihracatçısı olan ülkelerdir. 2008 yılının 4. çeyreğinde, krizin kaynağı olan ABD ekonomisinin yüzde 6,4 oranında gerilerken Japonya ekonomisinin krizin çıktığı ülke ekonomisindeki küçülmeden daha yüksek oranda bir küçülme ile yüzde 12,4 oranında küçülmesi, ayrıca Avrupa Para Birliği sistemi içinde yer alan ülkelerden Almanya'nın Fransa'ya göre daha sert bir durgunluk yaşaması ve krizden daha fazla etkilenmesi de bu görüşü büyük oranda desteklemektedir (Azizov, 2009:436).

Yani 2008 küresel finans krizi ve bu krize benzer krizler, üretim ve ihracatı diğer ülkelere göre daha yüksek olan ülke ekonomilerini etkilemektedir. Bu etki ülkelerin ihracat kapasitesinin büyüklüğüne göre değişmekte ve etkisi artmaktadır.

Krizin yayılması sonucu Türkiye üzerinde ortaya çıkarabileceği etkilere bakılacak olursa; ABD ekonomisinde ortaya çıkacak bir durgunluk veya daralmadan tüm dünya devletlerinde olacağı gibi Türkiye'nin de ABD'ye ihracatını daraltıcı etkisi olacaktır. 2003-2008 dönemine bakıldığı zaman, ABD'ye olan ihracat toplam ihracatın % 5'ini (2007'de % 4, 2008'de % 3) oluşturmaktadır. Bu nedenle, durgunluk neticesinde ABD pazarında meydana gelene küçülmeden dolayı, Türkiye'nin ihracatında yaşanacak olan daralmanın boyutunun büyük olmayacağı düşünülmektedir. Ayrıca bu krizin Avrupa ülkelerine etkisi düşünüldüğü zaman Türkiye'nin ihracatına etki oranın artacaktır. ABD'deki daralmadan ziyade Avrupa ülkelerinde yaşanacak olan büyük oranlı bir gelir daralmasının, Türkiye ihracatını çok daha yoğun bir şekilde etkileyeceği düşünülmektedir. 2003–2008 döneminde ortalama olarak ihracatımızın % 64'ü Avrupa ülkelerine (AB ülkeleri + Diğer Avrupa) yapılmaktadır. Bu AB ülkeleri

tarafından yapılan talepte meydana gelecek değişiklik, bizim sattığımız malların fiyatından ziyade ihracat yapılan ülkelerin gelirlerine karşı duyarlıdır. Bunun sonucu olarak döviz kurlarında meydana gelecek bir artıştan daha çok, ülkelerin gelirlerinin artışı /azalışı Türkiye ihracatını arttırıcı /azaltıcı yönde daha büyük etkiye etkiye sahip olacaktır. Bu durumda ise yurtdışında meydana gelecek talep daralmalarından en fazla etkilenilecek sektörler doğal olarak dış ticaret fazlası veren sektörler olacaktır (Küçükkiremitçi, 2008: 9).

Kriz döneminde dile getirilen bu durum kriz sonrasında büyük oranda gerçekleşmiş görünmektedir.

ABD'de ortaya çıkan Mortgage kredilerinin yol açtığı söylenen finansal krizin bütün dünyayı etkilemesinin nedenlerinden biri de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında meydana gelen artıştır. Bu artış özellikle az gelişmiş ülkeler lehine gerçekleşti. 2000 yılında bu ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlardan aldıkları pay yüzde 20 iken bu oran 2004 yılında yüzde 44 yükselmiş, 2005 yılında ise yüzde 40 olarak belirlenmiştir. Ayrıca dünyadaki sermaye hareketlerinin uluslararası boyuttaki artışının yanı sıra dünyadaki sermaye dağılımının gelişmiş ülkelerden az gelişmiş ülkelere akmaya başlaması krizin etki alanını daha da genişletmiş ve finansal krizden sadece gelişmiş ekonomiler etkilenecek iken hem gelişmiş hem de az gelişmiş olan ülke ekonomilerinin etkilenmesine neden olmuştur (Karabulut, 2009:410).

Doğrudan sermaye yatırımları ile küresel ekonomik sisteme entegre olan gelişmekte olan ve gelişmemiş ülkeler krizin çıkmasından sonra krizin etki ve yayılmasını büyütmüş ve krizi hızlandırmıştır.

Krizin küresel nitelik taşıması her ülkeye ve ekonominin her segmentini de etkilemesi sonucunu ortaya çıkarmıştır. 2008 Finansal Krizi'nin ardından 2007 yılı başlarında varil fiyatı 50 $'lara kadar gerileyen petrol, krizden sonra yaklaşık 3 kat artarak 147 $'a tırmanmıştır (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:207).

Emtia fiyatlarındaki artışın yanında dünya ticaretinde daralmaya neden olan kriz dünya ekonomilerinin küçülmesine neden oldu. Son yıllarda Dünya ticaret hacmine baktığımız zaman iki dönemde önemli yükseliş kaydettiği

görülmektedir. İlk olarak 2003 yılında 19 trilyon dolar olan dünya ticaret hacmi yakaladığı artış trendi ile birlikte 2008 yılına gelindiği zaman 40 trilyon dolar seviyelerine kadar artmıştır. 2008 yılındaki finans krizin ardından 2009 yılında bu rakam 32 trilyon dolara düşerken, 2009 yılından sonra artış trendine girerek 2012 yılına gelindiği zaman tekrar 45 trilyon dolar seviyelerine yükseldiği belirlenmiştir (Çelebi, 2013:38).

2.3.2. Küresel Finans(Mortgage) Krizi'nin Türkiye'ye Etkileri

2008 yılının son aylarında ortaya çıkan kriz, Dünya'nın birçok ülkesini olumsuz yönde etkileyen ekonomik ve finansal gelişmelerle ilgili bir krizdir. 1929 Dünya Ekonomik Bunalımıyla kıyaslanacak hatta onun etkisinden bile büyük etki yaptığı söylenen bu kriz, Eylül 2008 ayında gözle görülür hâle gelmiştir. ABD'deki taşınmaz mal piyasasının ani değer kaybı ve kişisel iflasların artmasının bu krizi tetiklediği ileri sürülen en önemli görüşlerdendir.

2007'de başlayan Mortgage kredi krizi hızlı bir şekilde tüm ABD finansal sistemini etkilemeye başlamıştır. Kriz ilk olarak güvenilir finansman aracı olan mevduatlar yerine kısa dönemli borçları çevirme üzerine kurulu yatırım bankalarını ve taahhütlerini yerine getiremeyen aktörler nedeniyle büyük yükümlülük altına giren sigorta şirketlerini vurmuştur (T.C. Chicago Başkonsolosluğu, 2008:9). 12 Mart 2007 tarihinde ABD'de ülkenin en büyük ikinci ipotekli kredi kuruluşu olan New Century Financial Corporation'ın iflas isteminde bulunması krizin ilk habercisi olarak göze çarpmaktadır. Bunun yanında Temmuz 2007'de ipotekli kredi şirketi Bear Stearns'ın subprime kredi yatırımları yapan yatırım fonu çökmüş ve bu çöküşten sonra şirket ABD'nin en büyük bankalardan biri olan JP Morgan'a satılmıştır. Haziran 2008 gelindiği vakit, ABD finans sektörünün en önemli 12 büyük finansal kuruluşun zararı 153,6 milyar dolar seviyelerine kadar yükseldiği bilinmektedir (Kutlu ve Demirci, 2011:125).

Bu büyüklükte meydana gelen zararlar sonucu bazı bankalar batmış bazıları ise ABD yönetimi tarafından kurtarma paketleri ile düzlüğe çıkarılmaya çalışılmış bazıları ise kamulaştırılmıştı. Bu sonuçların ardından krizin küresel özelliği ortaya çıkmış ve krizin etkisi diğer ülkelere yayılmaya başlamıştı. Bunda finansal sistemin birbirine entegre olmasının yanı sıra ABD'nin diğer ülkelerden

yaptığı ihracat miktarının azalmasının da önemli etkisi vardı. Aslında krizin etkisinin bu denli büyük olacağı tahmin edilememişti ki Lehman Brothers'ı batırmaya karar verdiler. Lehman Brother'ın batırılmasının ardından bu batış birbirine eklemlenmiş olan finansal piyasalarda özellikle türev piyasalarda domino etkisine neden olarak bu işin ne kadar trajik bir iş olduğu anlaşılmış oldu ve diğer finansal kurumların batırılmadan kurtarılmasına karar verildi.

Her ne kadar finansal kurumları kurtarma yoluna gidilmiş olsa da artık ok yaydan çıkmış kriz başta AB ülkeleri olmak üzere tüm dünyaya yayılmış ve etkisini de göstermeye başlamıştı.

Fakat Türkiye'de ABD'de mortgage kredileri nedeniyle başlayan krizinin Türkiye'de mevcut olmayışı gayrimenkul piyasasında ABD'deki gibi bir krizin ortaya çıkmasını önlemiş olmakla beraber ABD'de ortaya çıkan küresel finans krizinin Türkiye'ye etkisinin olmadığını söylemek yanlış olur (Apak ve Aytaç, 2009:218).

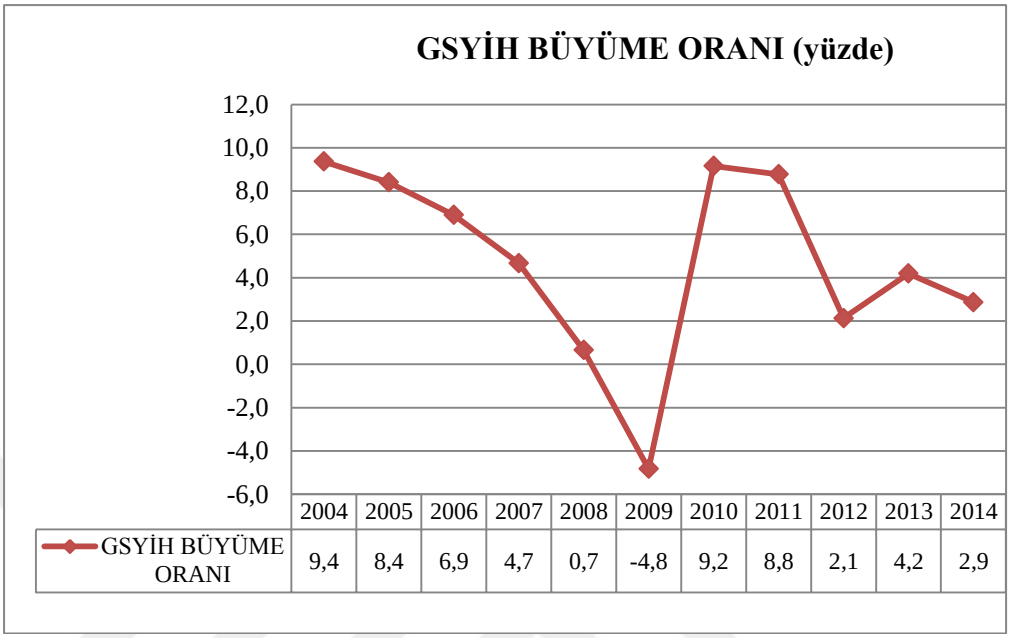
2.3.2.1. Krizin GSYİH'ya Etkisi

Yaşanan küresel finansal krizin neden olduğu belirsizlik ortamının küresel ölçekte zorlaşan finansal koşulların yanı sıra yatırım ve tüketim harcamalarının da azalmasına neden olduğu ve kriz algısı nedeniyle ortaya çıkan artan tasarruf eğiliminin de etkisiyle iç talepte önemli oranda daralmaya yol açmıştır. Bunun yanında krizden kaynaklanan finansal ve ekonomik sıkıntılar nedeniyle başta ABD olmak üzere AB ülkeleri ve diğer krizden etkilenen ülkelerin ihracat miktarları önemli ölçüde azalmıştır. Bu durum Türkiye ekonomisinin özellikle toplam ihracat oranlarındaki payı yaklaşık %60 olan AB ülkelerine olan ihracatını önemli oranda etkilemiştir. Bunun sonucu olarak da ihracattan elde edilen gelir azalmıştır.

Dünya ekonomisinde artarak devam eden bu sorunlar nedeniyle, Türkiye'nin GSYİH büyüme oranları, 2008 yılının ikinci çeyreğinden itibaren gözle görünür bir şekilde azalmaya başlamıştır. Özellikle 2008 yılının son çeyreği ile 2009 yılının ilk çeyreğinde ekonomik faaliyette oldukça sert bir gerileme

yaşanmıştır. Bunda ihracat gelirlerinin azalmasının önemli payı olmuştur. Krizin dolaylı olarak Türkiye'yi etkilediği ortaya çıkmıştır.

Şekil 2. 2: GSYİH Büyüme Oranı (Yüzde)



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GSYİH BÜYÜME ORANI	9,4	8,4	6,9	4,7	0,7	-4,8	9,2	8,8	2,1	4,2	2,9

Kaynak: TÜİK

Grafikte de görüldüğü üzere, büyümedeki düşüş trendinin 2009 yılı boyunca sürmesi muhtemel görünmektedir.

Yukarıda da bahsedildiği gibi 2008 yılının son çeyreği ve 2009 yılında meydana gelen ekonomik daralmanın en önemli sebebi ihracata dayalı üretim yapan sanayi sektörünün dış dünyaya ihraç ettiği mal ve mamüllerin miktarında meydana gelen azalma nedeniyle ortaya çıktığı söylenebilir.

Bunun sonucu olarak ihracattaki azalmanın ekonomideki bozulmayı arttırdığı ve işgücüne katılım oranındaki belirgin artışında etkisiyle işsizlik oranlarında çok büyük bir oranda yükselişin ortaya çıkmasına neden olduğu anlaşılmaktadır. 2008 yılında yılın ikinci yarısı ile 2009 yılının ilk yarısında iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamanın artması ile birlikte işgücü piyasasına ilişkin olumsuz durumun bir önceki döneme göre daha kötü bir şekilde devam ettiği ve işsizlik oranında sert ve ani yükselişlerin yaşandığı görülmektedir. İlk çeyrekte yıllık yüzde 4.2 puan yükselerek toplam yüzde 16.1 oranında gerçekleşen işsizlik oranı yıllık bazda ise yüzde 14 seviyelerine yükselmiştir. İşsizlik oranında

meydana gelen artışın 1.8 puanı istihdamdaki gerileme, 2.4 puanı ise işgücüne katılım oranındaki artıştan kaynaklandığı belirlenmiştir (TCMB, 2009b).

Uluslararası piyasadaki küresel sorunların getirdiği talep belirsizliği nedeniyle firmalar üretim yapma konusunda ihtiyatlı bir tavır izleme yolunu mecburi olarak seçmiştir.

ABD'deki Mortgage krizinden sonra dünyaya bulaşan ve daha sonra gelişmiş ülkelerdeki piyasalarda ortaya çıkan küresel finansal kriz,2008 yılının son çeyreğinden itibaren derinleşerek küresel finans sisteminin tamamını etkisi altına almış ve bu nedenle gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde yüksek oranda artışlar gözlenmiştir. Ülkelere şöyle bir bakıldığı zaman, risk primlerindeki bu bozulmanın, düşük kredi notuna sahip ülkelerde daha belirgin olduğu görülmektedir. Olaya Türkiye açısından bakıldığı zaman bunun tam tersi bir durumun söz konusu olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü Türkiye'nin o zaman ki mevcut kredi risk primi bu krizden fazla etkilenmemiştir. Küresel krizin derinleştiği dönemde risk primlerindeki artısın göreli olarak düşük kaldığı ülkeler daha yüksek miktarda faiz indirimlerine gidebilmişlerdir.

Bu kriz dönemi içerisinde gelişmekte olan çoğu ülkeden farklı olarak Türkiye'de hane halkının döviz borçluluğunun düşük seviyede olması, sağlam bir finansal yapı ve buna bağlı olarak küresel kriz sürecinde risk primindeki bozulmanın göreli olarak sınırlı kalması Merkez Bankası'nın da yüksek oranda faiz indirimlerine gidebilmesine imkan sağlamıştır. TCMB, bu süreçte, gelişmekte olan ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasında politika faizlerini en fazla düşüren merkez bankası olmuştur. Böylece, 2008 yılı Kasım ayından 2009 yılı Ağustos ayına kadar ki süreçte politika faiz oranları toplam 900 baz puan indirilmiştir(Yılmaz, 2009). Faiz oranları Kasım 2008'deki yüzde 16.25 düzeyinden Ağustos 2009'a gelindiğinde yüzde 7.75 düzeyine indirilmiştir (TCMB).

Bu kritik dönemde MB'nin faiz oranlarını en çok düşüren ülkelerden olması krizin Türkiye'yi çok fazla etkilemediği izlemini doğursa da durum böyle değildir. Diğer verileri de dikkate alarak yorumlama yaptığımız zaman

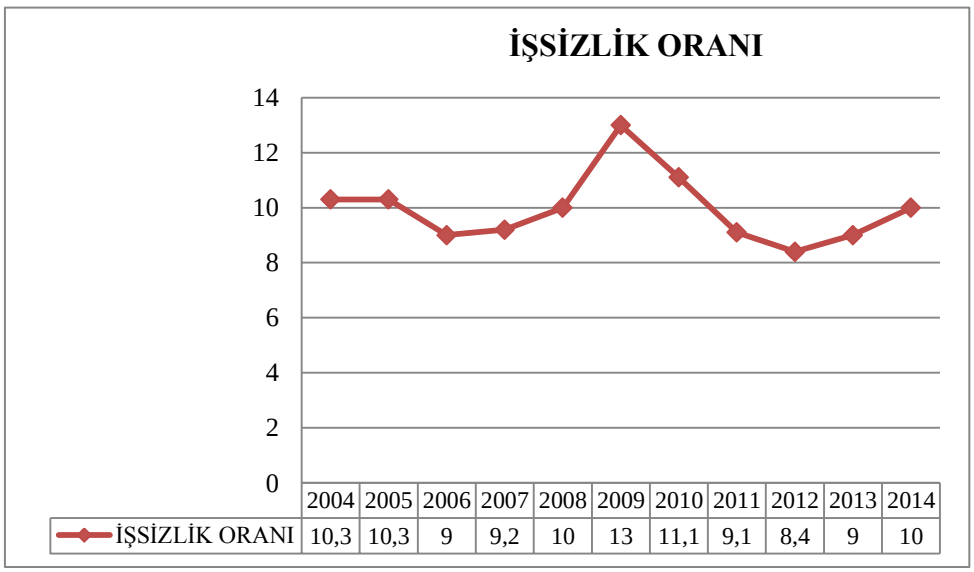
Türkiye'nin krizden etkilendiği açıkça görülmektedir. Fakat bir ABD ve AB büyüklüğünde kriz Türkiye'de meydana gelmemiştir. Bunda 2001 krizi sonrası bankacılık sektöründe uygulamaya konulan yapısal düzenlemelerin etkisi büyüktür.

Bu süreçte MB'nin durumuna bakılacak olunursa, 2007 yılında Merkez Bankası döviz rezervleri, yaklaşık 68 milyar Amerikan doları seviyesinde iken 2008 yılının eylül ayına kadar Merkez Bankası döviz rezervleri, 76 milyar Amerikan doları seviyelerine yükseldi. Daha sonra krizin olumsuz etkileri Türkiye'de daha fazla hissedilmeye başladığı zaman, bu olumsuz durum Merkez Bankası'na da yansıdı ve aralık ayında MB'nin rezervleri, 70 milyar ABD Doları seviyelerine kadar düştü. 2009 yılı sonunda ise 60 milyar ABD dolarına kadar geriledi. 2010 yılı itibari ile Merkez Bankası'nın döviz rezervleri tekrar artmaya başladı (TCMB).

2.3.2.2. Krizin İstihdam Üzerindeki Etkisi

Küresel kriz istihdam noktasında da Türkiye'yi önemli oranda etkilediği anlaşılmakla birlikte bu etkinin dolaylı yollardan ortaya çıktığı da söylenebilir. Krizin Türkiye'yi olumsuz etkilediği önemli alanlardan biri olan işsizlik oranlarında ortaya çıkan hızlı artışlar, ekonomik düzenin içerisinde önemli olmanın yanı sıra toplumda sosyal etkileri de olan bir özellik taşımaktadır.

Şekil 2. 3: 2004-2014 Yıllarında İşsizlik Oranları



	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
İŞSİZLİK ORANI	10,3	10,3	9	9,2	10	13	11,1	9,1	8,4	9	10

Kaynak: TÜİK

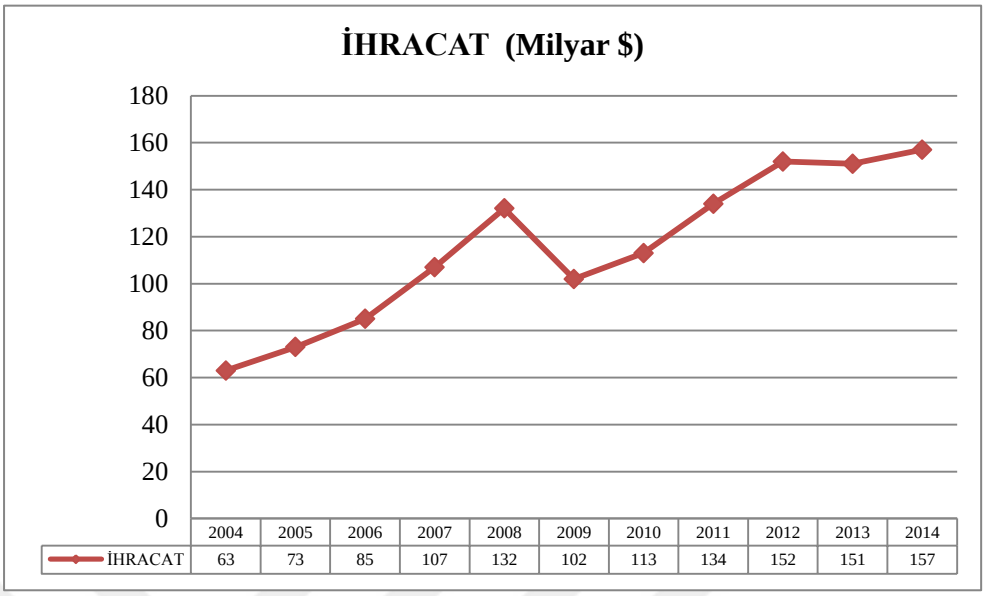
Şekil2.2'de görüldüğü gibi krizin başladığı 2007 yılında işsizlik oranı % 9,2 seviyelerinde iken 2008 yılının ilk aylarından itibaren işsizlik rakamları çift haneye ulaşmış ve bu devam etmiştir. İşsizlik rakamları 2008 yılında % 10 seviyelerine kadar yükselmiş olup 2009 yılında zirve yaparak % 13 seviyelerine kadar çıkmıştır. 2009 yılı, işsizlik oranları için önemli bir yıl olarak göze çarpmaktadır. Çünkü 2008 krizinin etkisiyle artan işsizlik oranları dönemsel düşüşler olmasına rağmen 2009 yılından sonra tekrar eski seviyelerine inmekte zorlanmış, toparlanma ve eski seviyelere dönüş 2012 yılında sağlanmıştır.

2.3.2.3. Krizin Dış Ticaret Dengesi Üzerindeki Etkisi

Türkiye'de 2006 yılından ve 2008 yılına kadar ihracat rakamlarında önemli yükselişler oldu. Şekil 2.3'te görüldüğü gibi belirtilen dönemlerde ihracatta yıllık ortalama 20 milyar ABD doları artış oldu. O dönemlerde toplam ihracatın % 65'i, 2008 krizinin ağır bir şekilde hissedildiği Avrupa ülkelerine yapılıyordu. Amerika Kıtası ile yapılan ihracatın toplam ihracat içindeki payı yaklaşık % 6 idi. 2008 küresel krizinin dünya ülkelerini etkilemeye başlaması ile birçok ülkenin dış talebinde yavaşlama veya daralma izlendi. Bunun sonucunda, Türkiye'nin bazı ülkelere olan ihracat artış hızı yavaşladı. Türkiye'nin toplam ihracatında Avrupa'nın ve Amerika'nın payı, sırasıyla, % 50'ler ve % 4-5'ler seviyesine indi.

Son yıllarda hızla artış gösteren ihracat gelirleri ülkenin büyümesini ve ekonomik yapısını güçlendirmede önemli bir işlev görmüştür. Fakat 2008 yılında ABD'de başlayan Küresel Finans Krizi Türkiye'nin ihracat pazarlarını önemli ölçüde etkilediği için 2009 yılında grafikten de anlaşılacağı üzere Türkiye'nin ihracat gelirlerinde önemli azalmalar oluştur. Sonraki yıllarda ihracat gelirlerinin eski seviyelerini yakalaması zor olmuştur. Bu da krizin etkisinin ne denli büyük ve uzun olduğunu göstermesi açısından önemlidir.

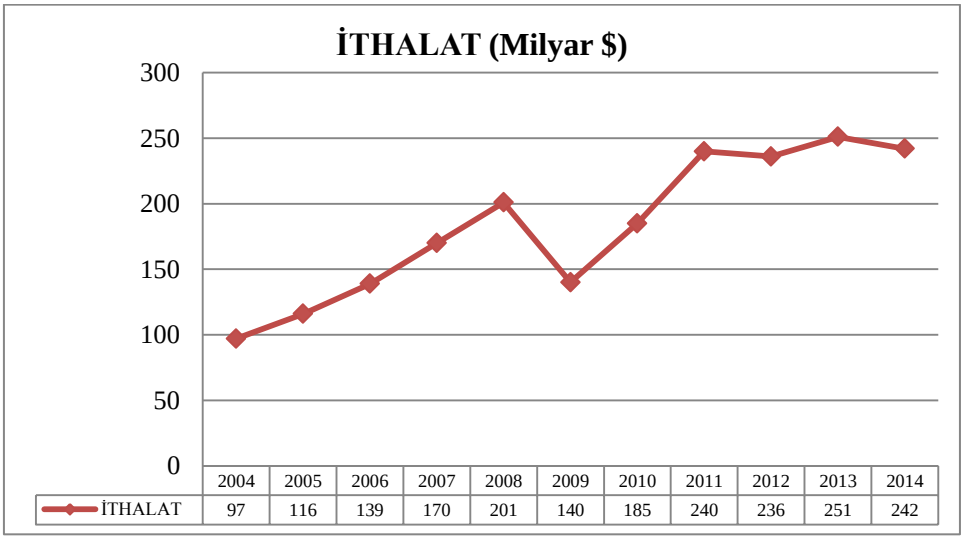
Şekil 2. 4: İhracattaki Değişim Tutarı (Milyar $)



Kaynak: TÜİK

Aşağıdaki grafikte ithalat giderlerine bakıldığı zaman ihracat gelirlerine benzer bir grafik göze çarpmaktadır. İthalat giderleri de tıpkı ihracattaki gibi 2009 yılında önemli bir düşüş yaşamıştır. Yaklaşık 60 milyar dolar seviyelerindeki bu düşüş, Türkiye'nin yapmış olduğu ihracatın 2014 yılı itibari ile %55 oranında ithalata bağımlı olmasından kaynaklanmaktadır (Atik, 2015). İhracatın ithalata bağımlı olması nedeniyle ihtacatta meydana gelen düşüş ithalatı direkt olarak etkilemektedir.

Şekil 2. 5: İthalat Tutarı (Milyar $)



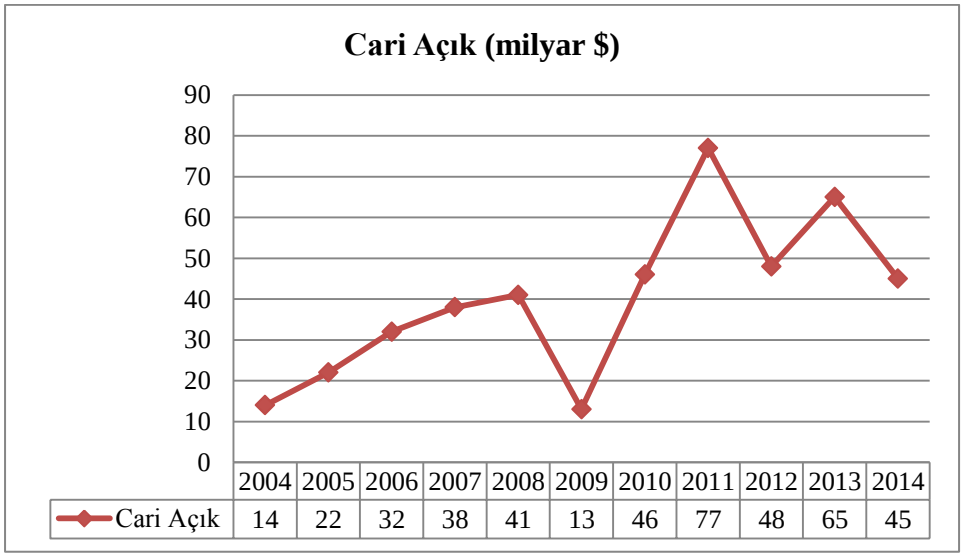
Kaynak: TÜİK

2012 yılından itibraren ihracat artmış olmasına rağmen 2013 yılında ithalatta öenmli bir düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşün nedeni de petrolun varil fiyatlarında meydana gelen düşüştür. Türkiye'nin ithalat giderleri petrolun varil fiyatının 50 dolar seviyelerine düşmeden önce enerji açığından ötürü 60 milyar dolar seviyelerindeydi (Rusya'nın Sesi). Petrol fiyatlarının düşmesi ile Türkiye'nin enerji maliyeti azalmıştır. 2011 yılından itibaren ihracat gelirleri artmasına rağmen ithalat gelirlerinde azalma ve durağanlık göze çarpmaktadır.

Aşağıda yer alan şekil incelendiği zaman 2009 yılında cari açıkta ortaya çıkan düşüş net bir şekilde görülebilmektedir. Kriz dönemlerinde Türkiye ekonomisinin cari açığında kısmı de olsa düşüşler ortaya çıkmaktadır. Bu düşüşü de bu şekilde yorumlamak mümkün.

Kriz dönemlerinde olduğu gibi son küresel krizde de cari açık miktarı azalmıştır. 2008 de 41 milyar dolar olan cari açık, 2009 senesinde 13 milyar dolar seviyelerine kadar düşmüştür. 2010 yılında artmaya başlayan cari açık 2011 yılında 77 milyar dolar gibi yüksek seviyelere ulaşmıştır.

Şekil 2. 6: Cari Açık



Kaynak: TCMB

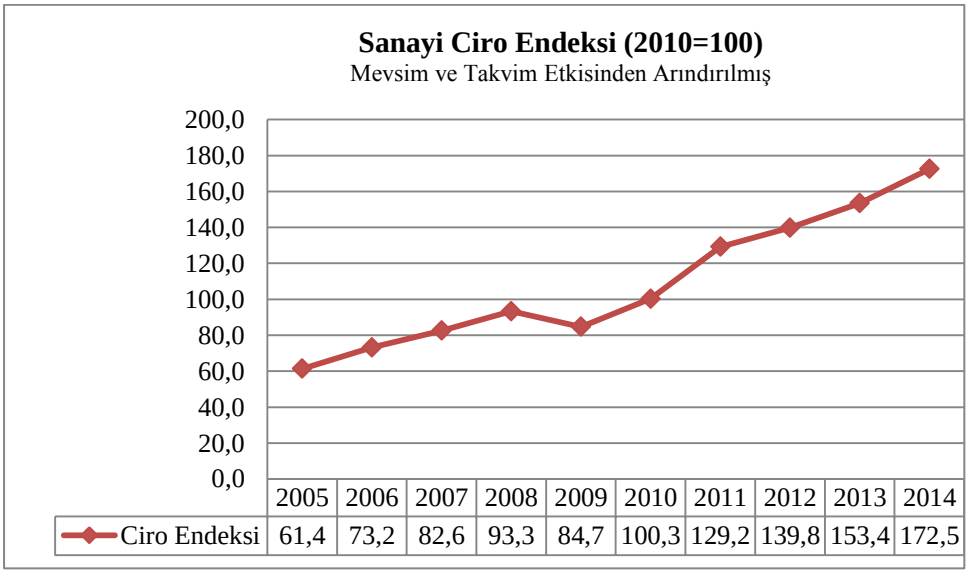
2008 krizinin ortaya çıktığı yılın ertesi yılı bu düşüşün ortaya çıkması ihracat miktarının azalmasına bağlı olarak ortaya çıkmıştır. İhracatın ithalata dayalı olması nedeniyle krize giren ülkelerde meydana gelen ekonomik daralma bize ihracatın dolayısıyla da ithalatın azalmasına neden olmuş bu durum da sonuç olarak cari açığın azalmasına ortam oluşturmuştur.

2.3.2.4. Krizin Reel Kesim Üzerindeki Etkisi

Yaşanan küresel mali krizin yol açtığı belirsizlik ortamının küresel ölçekte sıkılaşan finansal koşulların yanı sıra yatırım ve tüketim harcamalarının da azalmasına neden olduğu ve artan tasarruf eğiliminin de etkisiyle iç talepte sert bir daralmaya yol açtığı grafikte yer alan sanayi ciro endeksinden anlaşılmaktadır. Küresel ekonomide artan bu sorunlar nedeniyle, Türkiye dolaylı olarak bu krizden önemli denilebilecek seviyede etkilenmiştir.

Aşağıdaki grafikte Türkiye'nin önceki yıllara göre sanayi ciro endeksi verilerini incelediğimiz zaman kriz döneminde hızlı ve ani bir düşüş olduğu görülmektedir. 2005 yılından beri artan sanayi ciro endeksi 2009 yılında yaklaşık olarak yüzde 10 azalarak küçülmüştür. Sanayi ciro endeksi 2009 yılından sonraki yıl toparlanma başlamış 2010 yılından sonra tekrar azalmaya başlamıştır.

Şekil 2. 7: Sanayi Ciro Endeksi



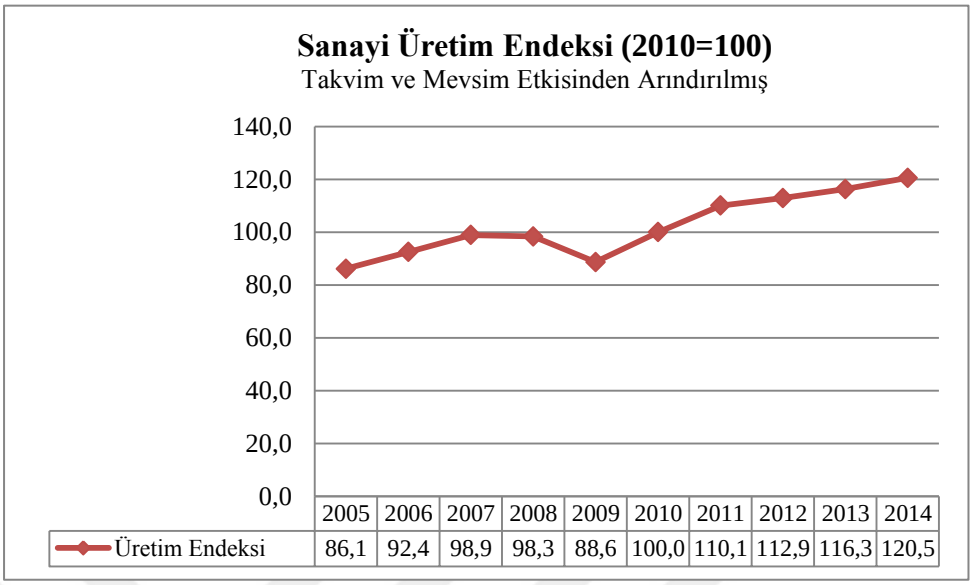
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ciro Endeksi	61,4	73,2	82,6	93,3	84,7	100,3	129,2	139,8	153,4	172,5

Kaynak: TÜİK

Şekil 2.6'da görüldüğü gibi kriz döneminde satışların azalması ile firmaların satışları azalmış bunun sonucu olarak da ciroları azalmıştır. Burada göze çarpan nokta krizin Şubat 2008'de çıkmış olmasına rağmen Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerine etkisinin 2009 yılında ortaya çıkmış olmasıdır. ABD başlayan Mortgage Krizi olarak da adlandırılan krizin emlak piyasasından başlayarak bankacılık ve türev piyasalara yayılmasından sonra bir domino taşı gibi etki yapması ve gelişmekte olan ülkelere ulaşması zaman almış ve bu nedenle etkileri 2009 yılında belirgin hale gelmiştir.

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi 2006 yılında önceki yıla göre bir artış varken, 2007 ve 2008 yılında bu oran azalmış hatta eksilere kadar düşmüştür. 2009 yılında ise %10 azalarak krizin yıkıcı etkisini gözler önüne sermiştir. 2010 yılında toparlanan sanayi üretimi 2011 yılında yükselmeye devam etmiştir. Bu da ekonominin toparlandığının bir göstergesidir. 2012 yılında tekrar azalan sanayi üretim endeksi 2014 yılına kadar azda olsa artmaya devam etmiştir. Aşağıda grafikte yer verilen takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeks verileri incelendiği zaman sanayi ciro endeks verileri ile benzerlik gösterdiği göze çarpmaktadır. İki grafik arasında bir fark göze çarpmakta ki o da; sanayi ciro endeksi değişim oranı 2007 yılında azalmış iken sanayi üretim endeksinin 2007 yılında artması ve sonraki 2008 ve 2009 senelerinde azalmaya başlamasıdır. Bu iki grafikten yola çıkılacak olunursa kriz öncesi durumu sanayi ciro endeksinin daha erken yansıtmaya başladığı söylenebilir.

Şekil 2. 8: Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak: TÜİK

Yukarıdaki grafik ve yorumlardan da anlaşılacağı üzere, elde edilen verilere göre krizin BİST'te yer alan endekslerin bir çoğunu etkilediği açıkça görülmektedir. Gelişmiş ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde krize neden olan faktörlerden daha çok, krizin etkileyeceği alanları kontrol etmeye çalışmanın daha önemli olduğu söylenebilir. Finans sistemi ile reel kesim arasındaki bağların kuvveti ve karmaşıklığı ile bağlantılı olarak krizin ortaya çıkardığı riskler ekonomik yapının düzeni içinde büyüyerek sistemin düzenli çalışmasını bozabilir. Bu nedenle, krizin sebep olacağı etkinin boyutu reel kesim ve finans sistemi arasındaki kredi ilişkilerinin seyrine bağlı olarak belirlenecektir.Türkiye2009 krizine 2001 krizinden ders alarak yapısal reformlarını tamamlamış ve Maastricht Kriterleri'ni sağlamış olarak girmiş olması nedeniyle krizden finansal sektörde batıklara yol açacak şekilde etkilenmemiştir.

Türkiye'de gerekli şartları ve düzenlemeleri sağlamış olan finans sektörünün banka bilançolarında krize neden olacak bir sıkıntı ortaya çıkmamıştır. Bütün bunlar 2001 krizinden sonra yapılan yasal düzenlemelerin, Türkiye'nin bankacılık sistemini eskisine göre daha sağlam bir yapıda olduğunu göstermektedir.2008 Krizi'nin Türkiye'yi etkileyebileceği en önemli alanlardan birisi olan kredi alanı Türkiye'yi krizin küresel çaptaki etkisi ölçüsünde etkilememiştir. Krizin patlak vermesinin ardından Türkiye bankalarında herhangi

bir yapısal sorunun ortaya çıkmaması 2009 krizini 2001 krizinden ayıran en önemli noktaların başında yer almaktadır. Fakat 2009 krizi dışardan kaynaklanan nedenlerden ötürü ortaya çıktığı ve bu nedenle bankaların dışarıdan elde ettiği fonlardaki azalmanın önüne geçemeyeceğinden dolayı, yabancılardan alınan sendikasyon kredilerinde ve döviz cinsinden borçlanmada zorluklar ortaya çıkmıştır.

Türkiye'de hem finans sektörü hem de reel sektör, krizden önemli derecede etkilenen gelişmiş ülkelerin finans kuruluşlarından kredi kullanmıştır. Kredi kanallarının daralması, şirketleri ve bankaları bilanço yapılarında daha sınırlı olmaya sevk ettiği göze çarpmaktadır. Ekonomik yapı içerisinde faaliyette bulunan büyük ölçekli şirketlerin aldıkları kredi tutarlarının düşmesi, bu şirketlerin ekonomik yapı içerisinde yer alan tedarik zincirlerini dalga dalga etkilemiştir. Bunun yanında yine bu tedarik zinciri içerisinde yer alan ve Türkiye ekonomisi açısından büyük öneme sahip olan küçük ölçekli işletmeler(KOBİ) üzerinde ortaya çıkan değişimler tüm ekonomiyi etkilemiştir. Çünkü kredilerde meydana gelen daralma, KOBİ'leri, esnafı ve dolaylı olarak da çalışanları etkilemiştir. Tüm bu faktörlerin sonucu olarak GSYİH önemli oranda düşmüş ve milli gelirde azalmalar görülmüştür. 2009 krizinin bu etkileri sonucu olarak, şirketlerin zor duruma düşmesi ortaya çıkmıştır. Bu sonuç da doğal olarak şirketlerin öz sermaye kârlılıklarına yansımış ve şirketlerin bilanço kârlılıklarında önemli oranda azalmalar ortaya çıkmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. 2008 FİNANSAL KRİZİNİN ÖZ SERMAYE KÂRLILIKLARINA ETKİSİNİN BELİRLENMESİ

3.1. Araştırmanın Amacı

Bu bölüme kadar krizler, kriz türleri ve 2008 Küresel Finans Krizi'nin Türkiye'ye etkileri hakkında geniş bilgi verilmiş, araştırma değişkenlerinin neler olduğu belirtilmiştir. Bu açıklamalar, tez konusunun ve öneminin daha iyi ve daha kolay bir şekilde anlaşılmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Bu bölümde yapılan araştırmanın amacı, 2008 Küresel Finans Krizi'nin BİST'te işlem gören şirketlerin DuPont Yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarına etkisinin olup olmadığını belirlemektir. Bunun yanında eğer şirketlerin öz sermaye kârlılıkları üzerinde bir etki belirlenmişse; bu etkinin DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığını oluşturan faktörlerin (net kâr marjı, aktif devir hızı ve öz sermaye çarpanı) hangisi ya da hangileri tarafından da etkilendiğini ortaya koymaktır.

3.2.Krizlerin Borsadaki İşletmelere Etkilerinin Belirlenmesinde Finansal Oranlar Kullanılarak Yapılmış Çalışmalar

Krizlerin, şirketlerin finansal yapılarına etkileri, araştırmacıların dikkatini çekmiş ve konuyu araştırma gereği hissetmişlerdir. Finansal oranlar kullanılarak yapılan çalışmaları şu şekilde özetlemek mümkündür.

Aşıkoğlu ve Ögel (2006), 2001 Küresel Finans Krizinin İMKB'de 7 sektörde işlem gören 72imalat işletmesinin finansal yapısı üzerindeki etkilerini 1997-2003 yılları finansal oranları ile incelemiş ve şu bulguları elde etmiştir: Nakit oranı hariç şirketlerin bütün likidite oranlarında 2001 yılında kötüleşme olduğu tespit edilmiş. Ayrıca varlık finansmanında yabancı kaynak miktarının artmış olduğu, yabancı kaynak içinde de kısa vadeli kaynakların yoğun olarak kullanılmış olduğu belirlenmiştir. Şirketlerin stok ve alacak devir hızı artmış, satışların artmasından daha çok öz sermayedeki kayıpların artışından dolayı öz

sermaye devir hızının da yükseldiği tespit edilmiştir. Bunun sonucunda öz sermaye kârlılığı % -6,7'ye düşmüş, toplam varlık kârlılığı da% -11 olarak gerçekleşmiştir.

Uyar (2009), 2008 küresel krizinin İMKB'de işlem gören taş-toprak, tekstil ve ticaret sektörlerinin nakit dönüşüm sürelerine etkilerini incelediği çalışmasında; krizin genel anlamda şirketlerin nakit dönüşüm sürelerini, özellikle çalışmaya konu olan taş-toprak ve tekstil sektörlerini olumsuz etkilediğini belirlemiştir. Ayrıca elde ettiği verilerden tekstil sektörünün müşterilerinden alacaklarını tahsil etmekte güçlük çektiği anlaşılmış ve bununla birlikte ticaret sektörünün, kriz döneminde de nakit dönüşüm süresini kısaltmayı başardığı görülmüştür.

Tanrıöven ve Aksoy (2009), İMKB'de 1996-2009 döneminde faaliyet gösteren10 sektöre ait 113 işletmenin üçer aylık verilerini kullanarak krizlerin reel sektör üzerine etkilerini sektörel olarak araştırmıştır. Bu araştırmaya göre, haberleşme en iyi, ticaret sektörü en düşük kârlılık ortalamasına sahiptir. Ancak ticaret sektörü diğer kâr marjı açısından sektörler arasında en yüksek oran ortalamasına sahip olduğu belirlenmiş ve sermaye yapısı açısından haberleşme, kimya ve taş toprak sektörleri daha iyiyken, büyüme ve büyüklük açısından haberleşme, teknoloji, kimya ve metal eşya sektörleri daha iyi oranlara sahip olduğu tespit edilmiştir. Çalışmanın bütününe bakıldığı zaman kriz dönemlerinde haberleşme, teknoloji, gıda, ticaret ve tekstil sektörleri en fazla değişikliğin olduğu sektörler olarak belirlenmiştir.

Uyar ve Okumuş (2010), araştırmalarında finansal oranları kullanarak 2008 küresel krizinin üretim şirketlerine etkilerini İMKB'de 7 sektörde faaliyet gösteren 124 işletme kullanmışlardır. Araştırmadan elde edilen sonuçlara göre: 2008'de önceki yıllara göre işletmelerin likidite oranlarında düşme gözlemlenmiş, kriz döneminde stok ve alacak devir hızlarında önceki dönemlere göre anlamlı bir fark bulunmamış, ancak varlık devir hızları düşmüştür. Bunun sonucunda kriz döneminde varlıklar yeterince gelir üretememiştir. Kârlılık oranlarının negatif çıkması, kriz döneminde şirketlerin kârlılıklarının düştüğünü ortaya koymuştur. Kriz nedeniyle işletmelerin borçluluk oranları artmış, borçların durumu da uzun

vadeli borçların azalması ve kısa vadeli borçların artması olarak değiştiği görülmüştür.

Işık (2011), araştırmasında, ABD'de ortaya çıkan ve küresel bir boyut kazanarak tüm ülkelerde etkisini gösteren 2008 küresel finansal krizin sonucunda, İMKB'deki üretim işletmelerinde, kriz öncesi ve kriz sonrası üç yıllık dönem karşılaştırmasında, çalışma sermayesinin yeterliliğini gösteren likidite oranlarının değişmediğini, buna karşın çalışma sermayesinin verimli kullanılıp kullanılmadığını ölçen faaliyet oranlarının azaldığı ve bunun sonucunda da brüt kâr oranlarının azaldığı saptamıştır. 2007-2008 yılları karşılaştırmasında ise, likidite ve faaliyet oranlarının 2008 yılında 2007 yılına göre düştüğü, brüt kâr oranının azaldığı saptanmıştır. Ayrıca, negatif çalışma sermayesine sahip şirket sayısında her iki karşılaştırmada da artış görülmüştür. Araştırma yöntemi olarak çalışma sermayesiyle ilgili finansal oranların kriz öncesi ve kriz sonrası karşılaştırmasına olanak sağlayan istatistiksel testlerden yararlanılmıştır.

Kesimli ve Günay (2011), küresel krizin çalışma sermayesi üzerindeki etkilerini belirlemek amacıyla İMKB'deki 45 üretim işletmesi üzerinde yaptıkları çalışmada, birinci durum olarak 2004-2007 yılları finansal oran ortalamalarını kriz öncesi, 2008-2009 yıllarını finansal oran ortalamalarını da kriz sonrası olmak üzere iki döneme ayırmışlar ve bağımlı örneklem t testi ile test etmişlerdir. Benzer şekilde ikinci durum olarak 2004 yılının ilk çeyreğinden 2007 yılının ikinci çeyreğine kadar olan 14 çeyreklik dönemi kriz öncesi, 2007 yılının 3. çeyreğinden 2009 yılının üçüncü çeyreğine kadar olan 9 çeyreklik dönemi kriz sonrası olmak üzere iki döneme ayırarak test etmişlerdir. Araştırma sonucunda krizden en çok etkilenen oranın birinci durumda alacak devir hızı olduğunu tespit etmişlerdir. İşletmelerin kriz sonrası alacak devir hızı15,18'den 5,04'e düşmüştür. Bu düşüşün işletmelerin satışlarındaki azalmadan kaynaklanmış olabileceği ifade edilmiştir.

Karaozak (2012), çalışmasında, kriz yıllarında işletmelerin finansal oralarında azalmalar ortaya çıktığını fakat bu azalmaların istatistiksel olarak çok anlamlı olmadığını; Aşıkoğlu ve Ögel (2006) yaptıkları çalışmada, 2001 krizinin işletmelerin alacak ve stok devir hızlarını artırdığını; Uyarve Okumuş (2010) çalışmalarında 2008 krizinin işletmelerin alacak ve stok devir hızlarını

etkilemediğini ancak varlık devir hızlarını düşürdüğünü; Aydeniz (2008) 1994 krizinin işletmelerin faaliyet oranlarını düşürdüğünü; Kesimli ve Günay (2011) da 2008 krizinin işletmelerin alacak devir hızlarını düşürdüğünü tespit etmişlerdir. Buna göre kriz dönemlerinde faaliyet oranlarında farklı sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

Karaozak(2012),çalışmasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (BİST) işlem gören imalat sanayi işletmelerinin, 2008 finansal krizinin şirketlerin finansal oranları üzerinde etkisi olup olmadığını tespit etmek ve istatistiksel olarak anlamlı bir etki olup olmadığını belirlemeye çalışmaktır. Çalışmada 2007-2011 dönemleri arasında kesintisiz olarak varlığını sürdürmüş ve sağlıklı verisine ulaşılabilen 158 İMKB imalat sanayi işletmesinin literatür ışığında belirlenmiş çeşitli finansal oranları ile bir birleşik oran yöntemi olan Altman modeli Z-Skor değeri çeyrek frekanslık dönemler halinde hesaplanmıştır. Bu oranlar ve Altman Z-Skor değerleri kriz döneminde farklılık gösterip göstermediği anlamak için farklı yıllardaki aynı frekanslar için incelenmiş ve ilişkili ölçümler için tek faktörlü varyans analizi yöntemi ile test edilmiştir. Bunun neticesinde öncelikle kriz dönemlerinde işletmelerin kısa vadeli borç yüklerinin arttığı, sermayelerinin toplam kaynaklar içerisindeki payının azaldığı ve dolayısıyla kaynaklarının içinde borçların oranının arttığı anlaşılmıştır. Genel olarak alacak devir hızlarının kriz yıllarında ve daha sonraki yıllarda azaldığı, öz sermaye kârlılığı ve aktif kârlılığının kriz yılı ve sonrasında azaldığı tespit edilmiştir. Genelde kriz yılında likidite oranlarında bir azalma görülmekle birlikte bu azalışın istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

Yapılan bu araştırmalara göre kriz dönemlerinde işletmelerin toplam varlıklarının finansmanında kullandıkları yabancı kaynak miktarının arttığı belirlenmiş olup yabancı kaynak içinde de kısa vadeli kaynakların daha fazla kullanıldığı ortaya çıkmıştır. Fakat Aydeniz (2008) yaptığı çalışmada, 1994 krizinde krizin etkisi ile borçluluk oranlarının düştüğünü tespit etmiştir. Tüm bunların yanında bütün çalışmaların sonuçlarından anlaşılan kârlılık oranlarının kriz dönemlerinde azaldığıdır.

3.3. Araştırmada Kullanılan Veriler, Kapsam ve Araştırmanın Değişkenleri

3.3.1.Araştırmada Kullanılan Veriler ve Araştırmanın Kapsamı

Öz sermaye kârlılığı açısından düşünüldüğünde şirketlerin daha çok yatırımcı, şirket ortakları ve ekonomi yönetimi tarafından aylık, dört dönemlik ve yıllık olarak incelendiği bilinmektedir. Bununla birlikte bu oranların çoğunlukla BİST'te işlem gören şirketler için daha önemli olduğu bilinmektedir.

Sermaye piyasalarının, kaynakların etkin dağılımını üstlenen önemli bir mekanizma olarak, bu piyasada işlem gören şirketlere ait tüm bilgileri doğru bir şekilde yansıtan etkin piyasalar olması gerekmektedir. Bu nedenle, araştırma alanı Borsa İstanbul olarak belirlenmiştir.

Çalışmada BİST'te işlem gören şirketlerin 2004-2014 dönemi içerisindeki yıllık bilanço verilerinden net kâr, net satışlar, toplam aktifler, öz sermaye kalemleri alınarak şirketlerin öz sermaye kârlılıkları DuPont yöntemi ile hesaplanmıştır.

Bu veriler hesaplanırken şirketler BİST'te yer alan sınıflandırmaya göre sınıflandırılmıştır. Tablo 3.1'de görüleceği üzere 4 ana sektörün altında yer alan endeksler araştırmanın konusuna dahil edilmiştir. Bu ana sektörler ve alt sektörler aşağıdaki gibi sınıflandırılmıştır.

Tablo 3. 1: BİST Sektör ve Alt Sektör Endeksleri

SINAİ ENDEKSİ	HİZMETLER ENDEKSİ	MALİ ENDEKS	TEKNOLOJİ ENDEKSİ
GIDA, İÇECEK	ELEKTRİK	BANKA	BİLİŞİM
TEKSTİL, DERİ	ULAŞTIRMA	SİGORTA	
ORMAN, KAĞIT	TURİZM	FAKTÖRİNG	
KİMYA, PETROL	TİCARET	HOLDİNG ve YATIRIM	
TAŞ, TOPRAK	İLETİŞİM	GAYRİMENKUL Y.O.	
METAL ANA	SPOR		
METAL AŞYA	İNŞAAT		
MADENCİLİK			

Kaynak: BİST

* Banka, Sigorta, Faktöring, GYO verileri hesaplanmamıştır.

Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endekslerinde işlem görenler hariç olmak üzere, Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinin, sektör ve alt sektörlere göre gruplandırılması suretiyle oluşmaktadır. Sınai, hizmetler, mali ve teknoloji olmak üzere 4 sektör endeksi ve 20 alt sektör endeksi hesaplanmaktadır (BİST).

Bu 4 ana endeks altında işlem gören 17 alt endeksin araştırma dönemi boyunca elde ettiği DuPont ortalaması ayrı ayrı incelenmiştir. Şirketlerin 11 yıllık bilanço ve gelir tablolarından yararlanılarak hesaplanan toplam 4 adet veri kullanılmıştır. Toplam 257 adet şirketin 11 yıllık verileri ve 4 adet veri (net kâr, net satışlar, toplam aktifler, öz sermaye) ile yapılan analizde Gıda-İçecek, Deri-Tekstil, Kağıt-Orman, Petrol-Kimya, Taş-Toprak, Metal-Ana, Metal Eşya-Makina, Madencilik endeksleri ve bu 8 endeksin oluşturduğu Sınai endeksi, elektrik, ulaştırma, turizm, ticaret, iletişim, spor, inşaat ve bu 7 endeksin oluşturduğu Hizmetler Endeksi, Holding ve Yatırım Endeksi ile bilişim endeksi olmak üzere 17 alt endeks incelenmiştir.

Mali Endeks altında yer alan Banka, Sigorta, Faktöring ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ise bu endeksler içerisinde yer alan şirketlerin kâr oluşturan gelirleri, net satış gelirleri kalemi üzerine kaydedilmediği için DuPont oranı ile hesaplanması sonucunda yanlış sonuçlara meydan vereceğinden dolayı bu alt endeksler araştırma kapsamının dışında tutulmuştur.

Aşağıdaki tabloda ise araştırma dönemi boyunca BİST alt endekslerde işlem gören şirket sayıları verilmiştir.

Tablo 3. 2: BİST Alt Endekslerde Yer Alan Şirket Sayıları

	2004	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
GIDA İÇECEK	17	17	17	17	18	19	19	20	20	20	20
TEKSTİL DERİ	10	11	11	12	12	14	16	16	16	16	16
ORMAN KAĞIT	10	10	10	11	13	13	13	13	13	13	13
KİMYA PETROL	18	18	18	18	20	21	24	24	24	25	25
TAŞ TOPRAK	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
METAL ANA	13	13	13	13	14	14	14	15	15	15	15
METAL EŞYA	23	23	23	24	25	26	26	27	27	27	27
MADEN	5	5	6	6	6	7	8	8	8	9	9
ELEKTRİK	4	4	4	5	5	5	5	6	6	6	6
ULAŞTIRMA	4	4	4	5	5	5	6	6	6	6	5
TURİZM	4	4	4	5	5	5	5	5	5	5	4
TİCARET	10	10	12	15	19	20	22	22	22	22	26
İLETİŞİM	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
SPOR	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
İNŞAAT	3	3	5	4	7	9	10	11	11	12	12
HOLDİNG ve YATIRIM	25	26	27	29	31	33	35	35	35	36	36
BİLİŞİM	11	11	10	12	12	12	12	12	12	12	12
TOPLAM	**188**	**190**	**193**	**207**	**223**	**234**	**246**	**251**	**251**	**254**	**257**

3.2.2. Araştırmanın Değişkenleri

Bu çalışmada değişken olarak DuPont Oranını (öz sermaye çarpanı) oluşturan oranlar kullanılmıştır. DuPont analizi (öz sermaye kârlılık analizi) yapılırken, net kâr marjı (net kâr / net satışlar), aktif devir hızı (net satışlar / aktif toplamı) ve öz sermaye çarpanı (aktif toplamı / öz sermaye toplamı) olmak üzere üç değişken kullanılarak yapılmaktadır. Öz sermaye kârlılık oranı, yatırılan sermaye karşılığında elde edilen kârın oranının ölçülmesinde kullanılan ve ortak ve hissedarların yüksek olmasını beklediği bir orandır.

DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye çarpanı oranı ise; net kâr, net satışlar, toplam aktifler, öz sermaye ile hesaplanmaktadır. Bu yöntem ile hesaplanan öz sermaye çarpanını aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Aydın, Başar ve Çoşkun, 2010:129).

$$\text{DuPont Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satış}} \times \frac{\text{Net Satış}}{\text{Toplam Aktifler}} \times \frac{\text{Toplam Aktifler}}{\text{Özsermaye}}$$

Araştırmanın değişkenleri finansal analizde kullanılan oranlardır. Bağımsız değişkenler Tablo 3.3'de gösterilmiştir.

Tablo 3. 3: Finansal oranlar

FİNANSAL ORANLAR		
1	Net kâr marjı	NKM
2	Aktif devir hızı	ADH
3	Öz sermaye çarpanı	ÖSÇ
4	Öz sermaye karlılığı (DuPont)	ÖSK

3.4.Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada verilerin değerlendirilmesinde kullanılan DuPont analiz yöntemi, ilk olarak 1918 yılında Nemours&Co (Du-Pont) işletmesinin oranlarına dayanılarak geliştirilen ve işletmeler tarafından yapılan yatırımların daha kârlı hale gelmesini amaç edinen bir finansal analiz yöntemidir (Almarazi, 2012). Nemours&Co işletmesi ilk olarak finansal oranlar arasındaki ilişkileri kullanarak bu analizi gerçekleştirdiği için bu yönteme DuPont analiz yöntemi veya sistemi adı verilmiştir (Moyer, McGuigan ve Rao, 2007). DuPont analizi, işletmelerin finansal olarak yatırım performansını ölçen iki temel ölçüt olan aktif kârlılık ve öz sermaye kârlılığının yanı sıra diğer bir oran olan satış kârlılığı üzerinde durmakta ve bu yöntemle yatırım kârlılığının performansı analiz edilebilmektedir (Aydın, Başar ve Çoşkun, 2010).

DuPont yöntemi ile öz sermaye kârlılık analizi yapabilmek için oranlar arasındaki ilişkilerden yararlanmak gerekmektedir. Öz sermaye kârlılık analizi yapılırken, net kâr marjı (net kâr / net satışlar), aktif devir hızı (net satışlar / aktif toplamı) ve öz sermaye çarpanı (aktif toplamı / öz sermaye toplamı) olmak üzere üç değişken kullanılmaktadır. Bu formülde net satışlar ve aktif toplamı sadeleştirilerek öz sermaye kârlılık oranına (net kâr / öz sermaye toplamı) ulaşılabilmektedir. Öz sermaye kârlılık oranı, yatırılan sermaye karşılığında elde edilen kârın yeterliliğinin ölçülmesinde kullanılan bir orandır. Ortaklar veya yatırımcılar bu oranın yüksek olmasını beklerler (Karapınar ve Zaif, 2012).

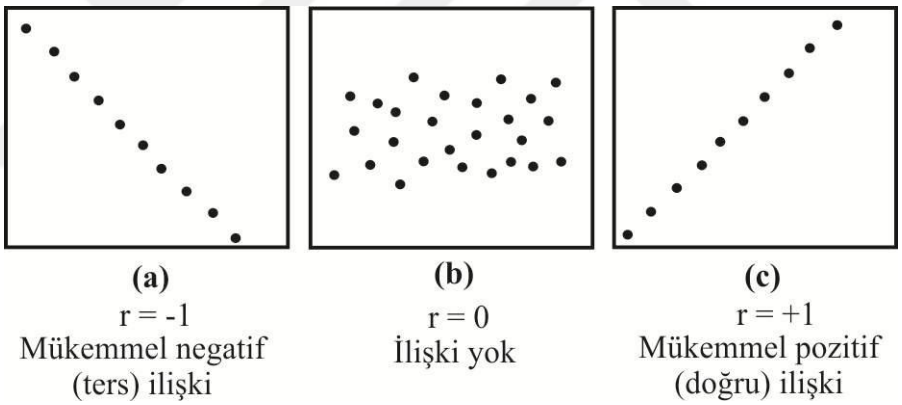
Bu çalışma da, DuPont yöntemini kullanarak, 2008 Küresel Finans Krizi'nin BİST'te işlem gören firmaların öz sermaye çarpanı üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bu amaçla; dört ana endeks altında yer alan 17 alt endeks ayrı ayrı incelenmiştir. 2004-2011 yıllarında incelenen bu endekslerin kendi içinde tüm endekslerin ortalaması alınarak analiz yapılmıştır. Daha sonra eğer 2008 krizi işletmelerin öz sermaye kârlılıklarını etkilediğine dair veriler elde edilmişse bu etkiye neden olan faktörün hangisi olduğu saptanmaya çalışılmıştır. Bunu anlamak için işletmelerin DuPont oranı (öz sermaye çarpanı) ile diğer faktörler

arasındaki korelasyon (r) ilişkisi incelenmiş ve bu düşüşü en çok etkileyen faktör belirlenmeye çalışılmıştır.

Korelasyon katsayısı pozitif ise 0 ile +1, negatif ise 0 ile -1 değerleri arasında yer alır. Korelasyon katsayısının 0 olması durumunda iki değişken arasında herhangi bir ilişkinin olmadığı anlaşılır. +1'e yaklaşan korelasyon katsayısı ilişkinin doğru yönlü olarak kuvvetlendiğini, -1'e yaklaşması ise ilişkinin ters yönlü olarak kuvvetlendiğini ortaya koyar (Köseoğlu ve Yamak, 2004:244).

Bu ilişkiyi saçılım grafikleri ile de gösterebiliriz. Saçılım (scatterplot) grafikleri iki değişken arasındaki ilişki hakkında genel bir bilgi edinmemizi sağlar. Ancak, ilişkinin miktarı konusunda yorum yapabilmek için korelasyon katsayısının hesaplanması gerekmektedir.

Şekil 3. 1: Korelasyon Saçılım Grafikleri



Yukarıdaki saçılım grafikleri ;

(a) değişkenlerden birisinin artmasına bağlı olarak diğerinde azalma oluyorsa doğrusal ilişki olduğu,

(b) iki değişken arasında ilişki olmadığını,

(c) değişkenlerden birindeki artışa bağlı olarak diğerinde de artış oluyorsa doğrusal ilişki olduğu şeklinde açıklanır (Köseoğlu ve Yamak, 2004:246).

Korelasyonun katsayısının gücü ile ilgili olarak aşağıdaki yorumlamalar yapılmıştır (Köse, 2007:2)

0.00 - 0.25 Çok zayıf ilişki

0.26 - 0.49 Zayıf ilişki

0.50 - 0.69 Orta ilişki

0.70 - 0.89 Yüksek ilişki

0.90 - 1.0 Çok yüksek ilişki

2004-2014 yıllarında 17 alt endeksin her biri için korelasyon analizi uygulanmıştır. DuPont oranını ile diğer üç faktör (net kâr marjı, aktif devir hızı, öz sermaye çarpanı) arasındaki korelasyon ilişkisi ayrı ayrı hesaplanmış ve DuPont oranını en fazla etkileyen faktör bulunmaya çalışılmıştır. Bu amaçla DuPont oranı ile net kâr marjı, aktif devir hızı ve öz sermaye çarpanı arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiştir.

3.5. Bulgular

BİST'te yer alan endekslerin yıllar itibari ile DuPont (öz sermaye kârlılığı) oranları aşağıda yer alan tablo 3.4'te görüldüğü gibi hesaplanmıştır.

Tablo 3. 4: Kriz Öncesi ve Sonrası Hesaplanan Ortalama ÖSK Oranları (%)

	ENDEKSLER	2008 Öncesi Ortalama	2008 ve Sonrası Ortalama	Değişim
SINAİ ENDEKSİ	**Gıda İçecek**	-5,05	-0,26	4,79
	Tekstil Deri	5,44	0,99	**-4,45**
	Kağıt Orman	4,88	-3,02	**-7,9**
	Kimya Petrol	6,21	6,88	0,67
	Taş Toprak	16,09	10,27	**-5,82**
	Metal Ana	13,41	5,29	**-8,12**
	Metal Eşya	12,34	9,45	**-2,89**
	Madencilik	15,02	28,75	13,73
	Elektrik	-0,98	23,19	24,17
HİZMET ENDEKSİ	**Ulaştırma**	12,88	13,87	0,99
	Turizm	2,54	-5,67	**-8,21**
	Ticaret	14,38	2,15	**-12,23**
	İletişim	25,18	24,56	**-0,62**
	Spor	24,79	96,31	71,52
	İnşaat	-2,10	-0,51	1,59
MALİ ENDEKS	**Holding ve Yatırım**	11,60	7,32	**-4,28**
BİLİŞİM ENDEKSİ	**Bilişim**	11,72	7,08	**-4,64**

Tablo 3.4'te endekslerin kriz öncesinde ve kriz sonrasında araştırmaya konu olan yıllarda ortalama öz sermaye kârlılıkları verilmiştir. Bu oranlar incelendiğinde, Sınai Ana Endeksi altında işlem gören Kağıt Orman Endeksi işletmelerinin krizden önce pozitif olan öz sermaye kârlılığının krizden sonraki dönemde azaldığı ve -3,02 ile negatif hale geldiği görülmektedir.

Krizden sonraki dönemde yine Sınai Endeksi altında yer alan Metal Ana Endeksinin -8,12, Taş Toprak Endeksinin -5,82, Tekstil Deri Endeksinin -4,45, ve Metal Eşya Endeksinin -2,89 oranında krizden önceki döneme göre azalmış olduğu görülmektedir. Buna göre burada bahsedilen endekslerin kriz öncesi dönemin ortalamasına kıyasla kriz sonrasındaki dönemde krizden etkilendiği söylenebilir. Fakat bu etki sonucunda endekslerin öz sermaye kârlılıklarının negatif hale gelmediği yani krizin bu endeksleri ciddi şekilde etkilemediği şeklinde yorumlanabilir. Bunun yanında bu düşüşlerin sektörlerin kendi özellikleri ve sektörlerde meydana gelen değişikliklerden kaynaklı olabileceği de göz ardı edilmemelidir.

Hizmet Ana Endeksi içerisinde yer alan sektörlerden Turizm endeksinin kriz öncesi dönemde pozitif olan öz sermaye kârlılığı, krizin ardından 8,21% azalarak negatif hale gelmiş ve -5,67% oranına düşmüştür. Bu düşüşte krizin ardından Ortadoğu'da ortaya çıkan karışıklık ve çatışma ortamının Türkiye'ye yansımasının da etkisinin olduğu yorumu yapılabilir. Sonuç olarak Turizm Endeksi içerisinde yer alan işletmelerin krizden etkilendiği söylenebilir. Ticaret endeksine bakılacak olunursa, kriz öncesi dönemde 14% olan öz sermaye kârlılığının, 12% azalarak kriz sonrası dönemde 2%'lere kadar düştüğü fakat negatif hale gelmediği anlaşılmaktadır. Bu durumda ticaret endeksinin de krizden etkilendiği söylenebilir. Ticaret endeksinin öz sermaye kârlılık oranının bu denli azalmasında küresel krizinin tüm dünyada likidite sıkışıklığına neden olmuş olmasının da önemli etkisinin olduğu söylenebilir. İletişim Endeksi krizden sonraki dönemde 0,62% oranında azalmış olmasına rağmen 24,56% oranıyla yüksek öz sermaye kârlılık oranlarını korumuştur. Spor Endeksinde krizden sonra ortaya çıkan 71,52% oran dikkat çekici olmasına rağmen endeks içerisinde dört adet şirketin yer almasının sektörü temsil kabiliyeti çok sınırlı olduğundan endeks yorumlanmamıştır.

Mali ve Bilişim Endekslerinin ise kriz sonrası öz sermaye kârlılıkları, kriz öncesi öz sermaye kârlılıklarına göre 4,5% azalmış olmasına rağmen pozitif kalmaya devam etmiştir. Bu nedenle krizden etkilendiğini söylemekle birlikte sektörün içinde olduğu koşullar nedeniyle de bu etkinin ortaya çıktığı söylenebilir.

Hizmet endeksi içerisinde yer alan alt endekslerden sadece ticaret ve inşaat endeksi içerisindeki şirket sayısı yüksek olduğundan sektörü temsil açısından yorumlanmasının daha doğru olacağı düşünülmektedir. Diğer endeksler içerisinde işlem gören işletme sayısı altı ve daha az sayıdan oluştuğundan sektörleri temsil etme kabiliyetleri oldukça düşüktür.

Ekonominin gelişim döneminde bazı sektörler itici güce sahiptir. Burada kriz öncesine göre kriz sonrasında öz sermaye kârlılıklarında artış görülen endekslerin Türkiye'nin büyümesini destekleyen şirketler olmasının yanı sıra, teknolojinin ve küreselleşmenin daha önemli olduğu sektörler olduğu dikkat çekmektedir. Bunlara İnşaat, Madencilik, Elektrik (Enerji), Gıda, Kimya Petrol endeksleri örnek olarak gösterilebilir.

Sonuç olarak Sınai Endeksi'nin küresel krizden, Maden, Elektrik, Kimya-Petrol ve Gıda-İçecek Endeksi hariç etkilendiği görülmektedir. Ayrıca krizin Kağıt-Orman Endeksi'nin öz sermaye kârlılığını kriz sonrasında negatif hale dönüşecek şekilde etkilediği görülmektedir.

Mali ve Bilişim endekslerine bakıldığında ise kriz sonrasındaki öz sermaye kârlılıklarının kriz öncesine göre yaklaşık olarak 4,5% daha düşük olduğu belirlenmiştir. Bu nedenle Yatırım-Holding ve Bilişim Endekslerinin de krizden etkilendiği söylenebilir.

Tablo 3. 5: DuPont Analizine Göre Endekslerin Sıralanması (En Yüksekten En Düşüğe Doğru)

ENDEKSLER	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	Metal Ana	Ticaret	Madencilik	Madencilik	Spor	Spor	Spor	Madencilik	Spor	Spor	Spor
2	Holding ve Yatırım	Spor	Gıda İçecek	İletişim	Elektrik	Madencilik	Madencilik	İletişim	Elektrik	Madencilik	Madencilik
3	Spor	İletişim	İletişim	Spor	İletişim	İletişim	İletişim	Elektrik	Madencilik	İletişim	İletişim
4	İletişim	Taş Toprak	Spor	Taş Toprak	Ulaştırma	İnşaat	Ulaştırma	Spor	Holding ve Yatırım	Metal Eşya	Ulaştırma
5	Turizm	Bilişim	Taş Toprak	Metal Eşya	Ticaret	Elektrik	Ticaret	Taş Toprak	Ulaştırma	Taş Toprak	Taş Toprak
6	Ulaştırma	Ulaştırma	Metal Ana	Ticaret	Madencilik	Ulaştırma	Kimya Petrol	Metal Eşya	İletişim	Ulaştırma	Metal Eşya
7	Taş Toprak	Metal Eşya	Metal Eşya	Holding ve Yatırım	Metal Ana	Ticaret	Taş Toprak	Metal Ana	Metal Eşya	Kimya Petrol	Bilişim
8	Elektrik	Holding ve Yatırım	Kağıt Orman	Ulaştırma	Taş Toprak	Bilişim	Metal Eşya	Ticaret	Bilişim	Gıda İçecek	Kimya Petrol
9	Bilişim	Kağıt Orman	Bilişim	Metal Ana	Bilişim	Turizm	Holding ve Yatırım	Holding ve Yatırım	Kimya Petrol	Holding ve Yatırım	Metal Ana
10	Tekstil Deri	Kimya Petrol	Ulaştırma	Kimya Petrol	Kimya Petrol	Holding ve Yatırım	Turizm	Tekstil Deri	Kağıt Orman	Metal Ana	Tekstil Deri
11	İnşaat	Metal Ana	Tekstil Deri	Bilişim	Metal Eşya	Taş Toprak	Bilişim	Kimya Petrol	Taş Toprak	Bilişim	Turizm
12	Kağıt Orman	Tekstil Deri	Ticaret	Turizm	Holding ve Yatırım	Gıda İçecek	Gıda İçecek	Turizm	İnşaat	Tekstil Deri	İnşaat
13	Kimya Petrol	Turizm	Kimya Petrol	Tekstil Deri	Tekstil Deri	Metal Eşya	Tekstil Deri	Ulaştırma	Metal Ana	İnşaat	Gıda İçecek
14	Metal Eşya	Madencilik	Holding ve Yatırım	Elektrik	Kağıt Orman	Kimya Petrol	Metal Ana	Gıda İçecek	Gıda İçecek	Elektrik	Ticaret
15	Gıda İçecek	Elektrik	İnşaat	İnşaat	İnşaat	Kağıt Orman	Kağıt Orman	Kağıt Orman	Ticaret	Kağıt Orman	Holding ve Yatırım
16	Ticaret	İnşaat	Elektrik	Kağıt Orman	Gıda İçecek	Metal Ana	Elektrik	Bilişim	Tekstil Deri	Turizm	Kağıt Orman
17	Madencilik	Gıda İçecek	Turizm	Gıda İçecek	Turizm	Tekstil Deri	İnşaat	İnşaat	Turizm	Ticaret	Elektrik

Tablo 3.5'teki veriler endekslerin dolayısıyla işletmelerin kârlılıklarının ne kadar değişken olabileceğini ortaya koymaktadır. Değişkenlik şirketlerin faaliyette bulundukları sektörlere, kapasitelerine, ülkenin ekonomik şartlarına ve daha birçok değişkene bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Bu değişkenliğin sonucu olarak işletmelerin kâr marjları da oynaklık göstermektedir. İşletmeler her ne kadar finansman, verimlilik, pazarlama, satış, planlama, şeffaflık, kurumsal yönetim gibi konulara dikkat etse de bu oynaklığın önüne geçememektedir.

Bu değişkenlik yatırımcı açısından da büyük önem arz etmektedir. Özellikle BİST'te işlem gören pay senetlerine yatırım yapan yatırımcının işletmeler tarafından yayınlanan üç aylık, yarım dönemlik ve yıllık verileri baz alarak yaptıkları yatırımlar açısından önemlidir.

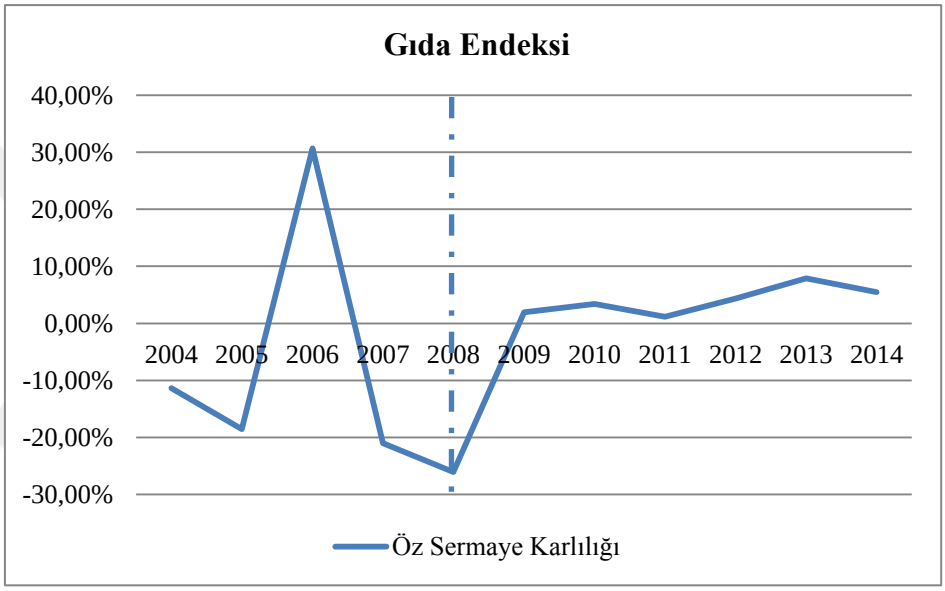
Tablo 3.5'te görüldüğü üzere her yıl endekslerin DuPont (öz sermaye kârlılığı) oranı sıralaması değişiklik göstermektedir. Bununla beraber bazı endekslerin genellikle ilk sıralarda yer aldığı görülebilmektedir. Burada dikkat çeken durum, krizden önce yukarılarda yer alan Sınai Alt Endeksi şirketlerinden bazılarının krizde ve krizden sonra aşağı sıralara düşmüş olmalarıdır. Yine krizden önce aşağı sıralarda yer alan bazı Hizmet Alt Endeksi şirketlerinin krizde ve krizden sonra yukarı sıralarda yer alması 2008 küresel finans krizinin sınai işletmelerini direkt olarak etkilediğini hizmet sektörünü ise daha az etkilediği yorumlarının yapılabilmesine imkân sağlamıştır. Bu durumun, ikinci bölümde de değinildiği gibi dünya ihracat ve ithalat rakamlarının azalması ile ülkemizin de ihracat ithalat rakamlarının azalmasına neden olduğu ve üretim odaklı sektör olan sınai endeksini direk olarak etkilemesi sonucunun ortaya çıktığı söylenebilir.

3.6. DuPont Oranı İle Diğer Oranlar Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

3.6.1.Gıda Endeksi

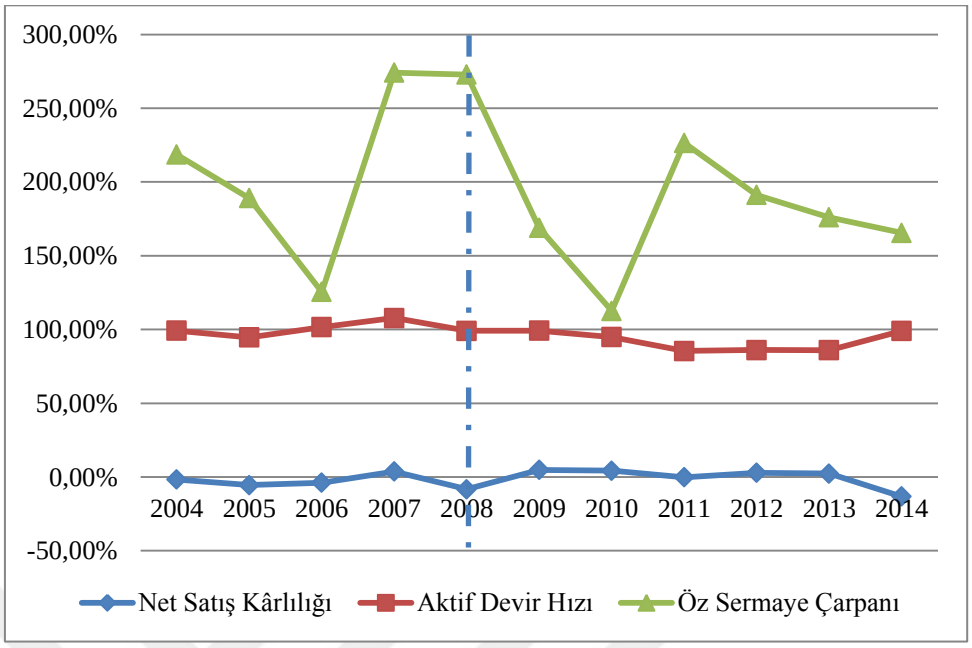
2008 Küresel Finans Krizi'nde BİST'te Gıda Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile şekil 3.1'de gösterilmektedir. Şekil 3.2'de DuPont oranını oluşturan üç oran gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.6'da DuPont oranını oluşturan üç oran ile bu oranlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

Şekil 3. 2: Gıda Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Gıda Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin krizden önce öz sermaye kârlılıkları 2004, 2005 yıllarında negatifken 2006'da pozitif hale gelerek 30% seviyelerine yükseldiği görülmektedir. 2007 yılında ise hızlı bir düşüşle -21% seviyelerine kadar inmiştir. 2008 yılında daha da düşerek -25% seviyelerine yaklaşmıştır. 2008 yılının ardından tekrar pozitif hale gelen öz sermaye kârlılık oranı sonraki yıllarda daha istikrarlı bir şekilde devam etmiştir. Bu durum, krizin olduğu yılda Gıda Endeksi içerisinde yer alan firmaların öz sermaye kârlılıklarının krizden etkilendiğini fakat krizden sonra her ne kadar kriz öncesi seviyelerde olmasa da tekrar pozitif hale gelerek istikrarlı bir eğilime girdiği görülmektedir.

Şekil 3. 3: Gıda Endeksi Oranları



DuPont oranını oluşturan unsurlar Şekil 3.2'deverilmiştir. Buna göre yıllar itibari ile net kâr marjı ve aktif devir hızında önemli bir değişiklik olmadığı görülmektedir. Öz sermaye çarpanı krizden önce azalmış ardından tekrar yükselmiştir. 2008 yılından itibaren krizin de etkisiyle tekrar azalmaya başlayan bu süreç 2010 yılına kadar devam etmiş ardından tekrar yükselmiştir. Aynı dönem içerisinde net kâr marjında dikkate değer bir değişme olmazken 2008 yılındaki düşüş dikkat çekmektedir. Krizden önce 100% seviyelerinde olan aktif devir hızında krizde ve sonrasında önemli bir değişiklik görülmemektedir. Buradan, krizin gıda firmalarının finansman politikalarını etkilediği ortaya çıkmaktadır. Krizin ardındaki istikrarın ise varlıkların verimli kullanılması ve satış karlılığından ortaya çıktığı söylenebilir

Gıda Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığı ve öz sermaye kârlılığını oluşturan faktörler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiş ve Tablo 3.6'daki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 3. 6: Gıda Endeksi Korelasyon Katsayıları (r)

	Öz sermaye-Net kâr Marjı Korelasyon Katsayısı (r)	Öz sermaye-Aktif devir hızı Korelasyon Katsayısı (r)	Öz sermaye- Öz sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı (r)
2004	0,39	-0,06	-0,06
2005	0,48	0,07	-0,37
2006	0,31	0,15	-0,76 *
2007	0,81 *	0,28	-0,70 *
2008	0,47 *	0,11	-0,92 *
2009	0,11	-0,18	0,95 *
2010	0,67 *	-0,21	0,55 *
2011	0,66 *	0,05	-0,67 *
2012	0,82 *	0,08	0,10
2013	0,20	-0,09	-0,91 *
2014	0,58 *	0,39	-0,44 *

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 3.6'ya göre verilerin DuPont oranı ile arasındaki ilişkiyi ifade eden korelasyon katsayıları yıllar itibari ile değişiklik göstermektedir. Öz sermaye çarpanı açısından 2004, 2005 ve 2012 yılları hariç ilişki yüksek ve anlamlı çıkmıştır. Bu ilişkinin yönü ise 2009 ve 2010 yılları hariç negatif olarak belirlenmiştir. Bu ilişkinin negatif yönlü olması, DuPont oranı azalırken Gıda Endeksi içerisinde yer alan firmaların öz sermaye çarpanının artıyor olmasını ifade etmektedir. Fakat 2009 ve 2010 yıllarında öz sermaye çarpanı negatiften pozitife dönmesi Şekil 3.2'de görüleceği üzere öz sermaye çarpanının azalmasından kaynaklanmaktadır.

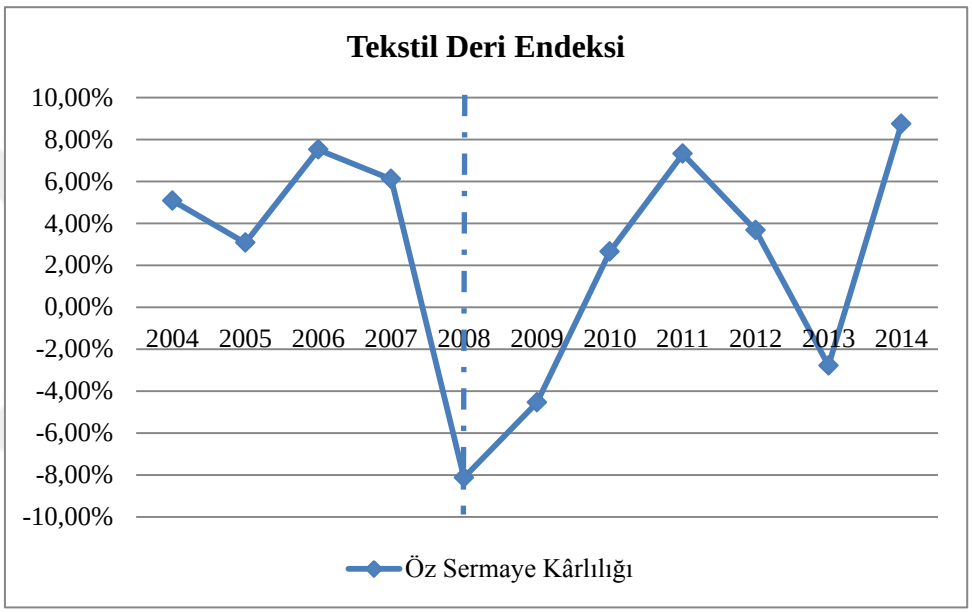
Bu üç unsura bakıldığında krizin öncesi ve sonrasında, aktif devir hızının etkisinin olmadığı anlaşılmıştır. Net kâr marjının, krizin ardından kriz öncesine göre daha etkili olduğu anlaşılmıştır. Ayrıca Gıda Endeksi açısından krizden önce güçlü ve anlamlı etkisi olmayan net kâr marjının krizin ardından daha önemli ve anlamlı bir hal aldığı görülmektedir.

Bu veriler ışığında Gıda Endeksi içerisinde yer alan firmaların öz sermaye kârlılığı üzerinde daha çok öz sermaye çarpanının ve bunu takiben de net kâr marjının belirleyici olduğu ortaya çıkmaktadır.

3.6.2. Tekstil Deri Endeksi

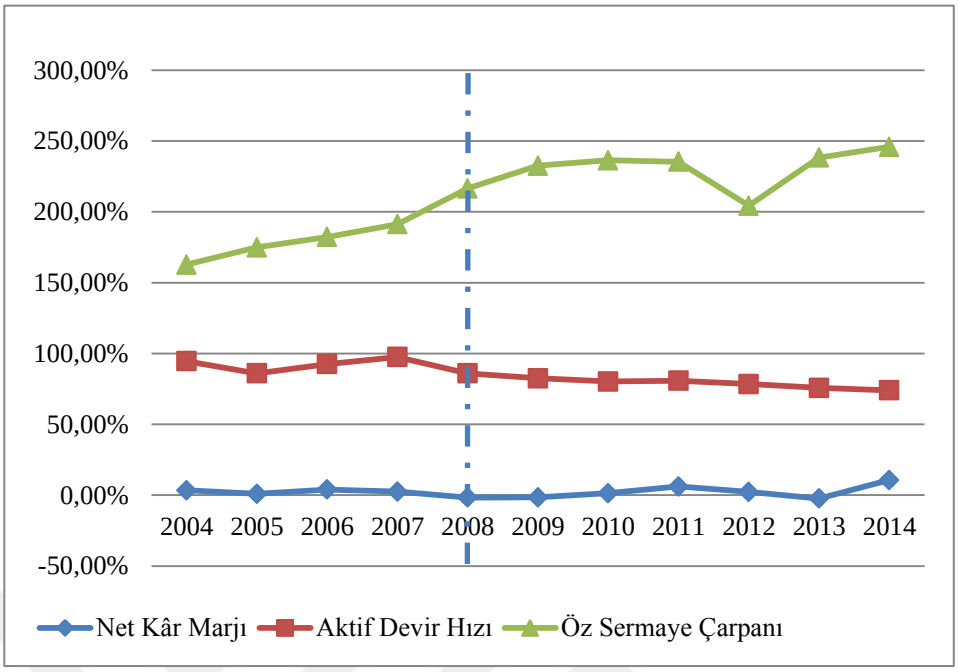
2008 Küresel Finans Krizi'nde BİST'te Tekstil Deri Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile şekil 3.4'te gösterilmektedir. Şekil 3.5'te DuPont oranını oluşturan üç unsur gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.7'de DuPont yöntemiyle hesaplanan öz sermaye kârlılığını oluşturan üç unsur ile bu unsurlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

Şekil 3. 4: Tekstil Deri Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Tekstil Deri Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin krizden önce öz sermaye kârlılığı 6% seviyelerindeyken 2008 yılında rekor bir düşüşle -8,13% seviyelerine kadar düştüğü görülmektedir. Bu oran araştırmaya konu olan 11 yılın bile en düşük seviyesi olarak ortaya çıkmıştır. Krizin ardından sektörün öz sermaye kârlılığı 2011 yılına kadar artmıştır. 2011 yılının ardından 2013 yılına kadar tekrar azalmış 2014 yılında ise tekrar yükselmiştir. Bu şekilden anlaşıldığına göre Tekstil Deri Endeksi içerisinde yer alan işletmelerin 2008 yılında krizden etkilendiği fakat krizin ardından iniş çıkışlara rağmen bu etkinin kaybolduğu görülmektedir.

Şekil 3. 5: Tekstil Deri Endeksi Oranları



Şekil 3.5'te DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığını oluşturan unsurlar yıllar itibari ile gösterilmektedir. Bu şekilden görüldüğü üzere aktif devir hızı ve net kâr marjında kriz sonrasında, kriz öncesine göre önemli bir değişiklik görülmezken aktif devir hızında az da olsa bir düşüş olduğu görülmektedir. Öz sermaye çarpanı ise krizden önce 170% seviyelerindeyken krizin ardından %250 seviyelerine yaklaşmıştır. Bu verilerden, krizin tekstil işletmelerinin finansman politikalarını etkilediği söylenebilir. Bu etkinin endeks içerisindeki işletmelere olumlu yansıdığı ve krizin ardından öz sermaye kârlılıklarının artmasına ortam sağladığı anlaşılmaktadır.

Tablo 3.7'de Tekstil Deri Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığı ve öz sermaye kârlılığını oluşturan faktörler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlar bulunmuştur.

Tablo 3. 7: Tekstil Deri Endeksi Korelasyon Katsayıları (r)

	Öz sermaye-Net kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye-Aktif devir hızı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye- Öz sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı
2004	0,94*	-0,24	-0,41
2005	0,83*	0,79 *	-0,06
2006	0,66*	0,83 *	0,34
2007	0,87*	0,69 *	0,33
2008	0,82*	-0,23	-0,37
2009	0,93*	-0,02	-0,30
2010	0,78*	0,43	0,20
2011	0,77*	0,05	-0,12
2012	0,93*	0,38	-0,09
2013	0,95*	0,43	-0,20
2014	0,74*	0,06	-0,64 *

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

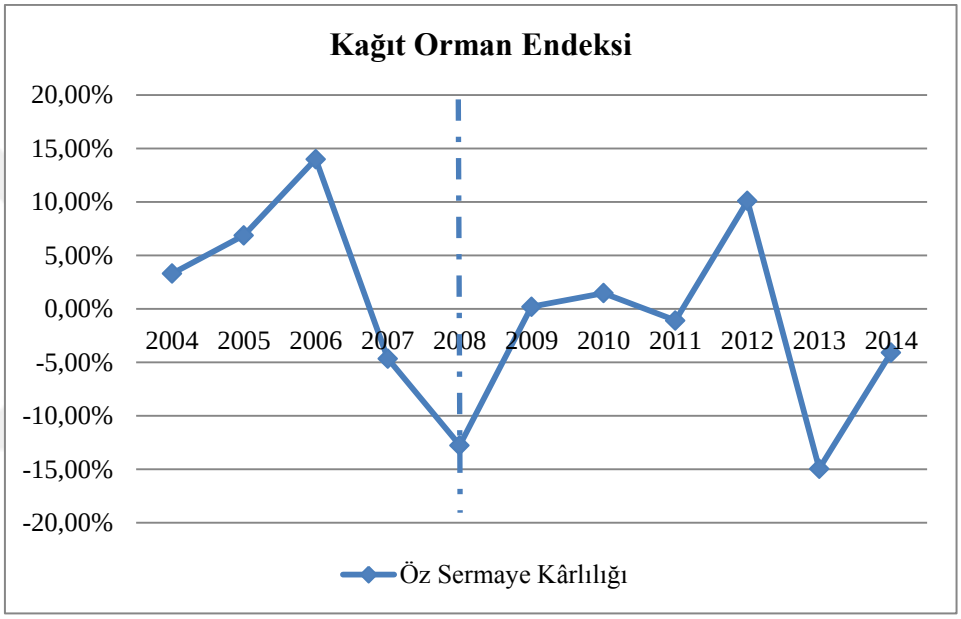
Yukarıdaki tabloda yer alan ve diğer faktörlerin DuPont oranı ile arasındaki ilişkiyi ifade eden korelasyon katsayıları yıllar itibari ile değişiklik göstermektedir. DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığını 2004-2014 yıllarında ve kriz yılında en güçlü ve anlamlı şekilde etkileyen faktörün net kâr marjı olduğu anlaşılmaktadır. Net kâr marjı kriz öncesinde olduğu gibi kriz sonrasında da öz sermaye kârlılığı üzerindeki etkisini devam ettirmiştir. Aktif devir hızı ise krizden önce 2005, 2006 ve 2007 yıllarındaki güçlü ve anlamlı ilişkisini 2007'den itibaren kaybetmiştir. Öz sermaye çarpanının ise araştırmaya konu olan yıllar itibarda öz sermaye kârlılığı ile güçlü ve anlamlı bir etkide bulunmadığı anlaşılmıştır.

Bu veriler ışığında her ne kadar Şekil 3.5'te krizin ardından öz sermaye çarpanında artış olduğu görülse de Tablo 3.7'de görüldüğü üzere öz sermaye kârlılığının üzerinde güçlü ve anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Tablo 3.7'den öz sermaye kârlılığı üzerinde daha etkili olan unsurun net kâr marjı olduğu görülmektedir.

3.6.3. Kağıt Orman Endeksi

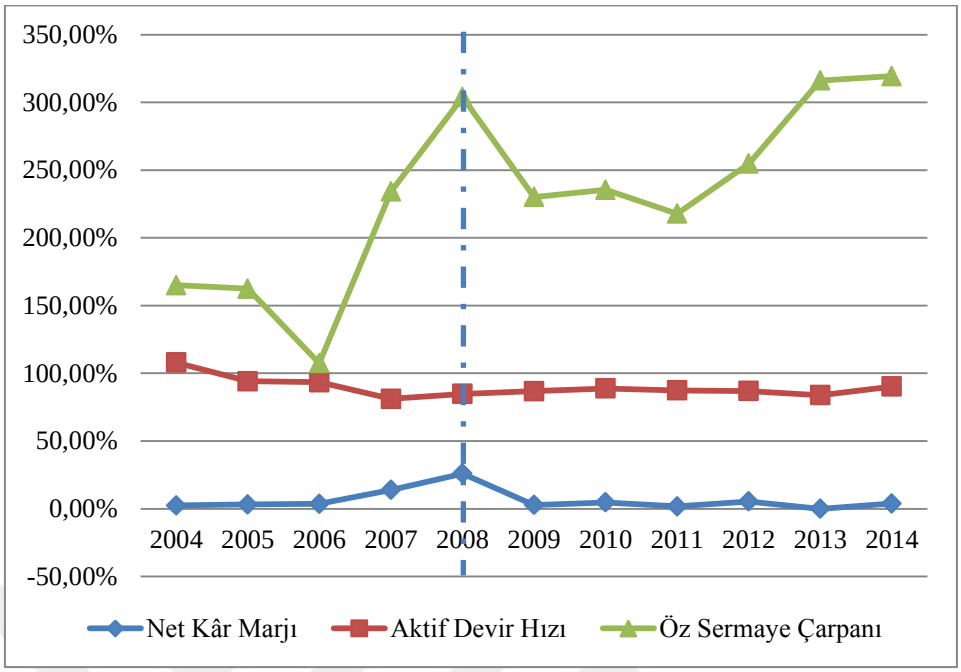
2008 Küresel Finans Krizi'nde BİST'te Kağıt Orman Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.6'da gösterilmektedir. Şekil 3.7'de DuPont oranını oluşturan üç unsur gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.8'de DuPont yöntemiyle hesaplanan öz sermaye kârlılığını oluşturan üç unsur ile bu unsurlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

Şekil 3. 6: Kağıt Orman Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Kağıt Orman Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin krizden önce öz sermaye kârlılık oranı pozitif ve yüksek iken krizin ortaya çıktığı 2008 yılında ani bir düşüşle -13% seviyelerine kadar inmiştir. Krizin ardından tekrar yükselen öz sermaye kârlılığı 2009 yılından 2012 yılına kadar pozitif kalmış 2013 yılında tekrar negatif hale dönüşmüştür. Öz sermaye kârlılığında kriz öncesinde görülen değişken seyrin, krizin ardından da devam ettiği Şekil 3.6'dan anlaşılmaktadır. Bu verilere dayanarak 2008 Küresel Finans Krizinin Kağıt Orman Endeksi içerisinde yer alan firmaların öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş olduğu görülebilmektedir.

Şekil 3. 7: Kağıt Orman Endeksi Oranları



DuPont yöntemine göre öz sermaye kârlılığını oluşturan unsurlar Şekil 3.6'de görülmektedir. Kriz dönemi hariç krizden önce ve sonra net kâr marjı ve aktif devir hızında önemli bir değişiklik olmadığı görünmektedir. 2008 yılında net kâr marjında artış dikkat çekmekle beraber öz sermaye çarpanının kat kat artışı daha önemli görünmektedir. Öz sermaye çarpanının ise krizden önce 160% seviyelerinde iken krizde ve sonrasında artarak 250% seviyelerine ulaştığı görülmektedir. Buradan anlaşılacağı üzere kriz işletmelerin krizdeki ve sonrasındaki finansman politikalarını etkilemiştir. 2008 yılında net kâr marjı artmasına rağmen finansal nedenlerle bunun öz sermaye çarpanına yansımadığı yorumu yapılabilir. Buradan öz sermaye kârlılığındaki oynaklığın öz sermaye çarpanından kaynaklandı da anlaşılmaktadır.

Tablo 3.8'de Kağıt Orman Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığı ve öz sermaye kârlılığını oluşturan faktörler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 3. 8: Kağıt Orman Endeksi Korelasyon Katsayıları (r)

	Öz sermaye -Net kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Aktif devir hızı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye - Öz sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı
2004	0,04	-0,23	-0,93 *
2005	0,01	0,55	-0,86 *
2006	-0,23	0,09	-0,98 *
2007	0,12	-0,39	-0,87 *
2008	0,31	-0,44	-0,75 *
2009	0,87 *	-0,09	-0,64 *
2010	0,81 *	0,00	-0,56 *
2011	0,92 *	-0,45	-0,47
2012	0,71 *	0,21	0,15
2013	0,88 *	0,17	-0,79 *
2014	0,72 *	0,03	-0,52 *

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

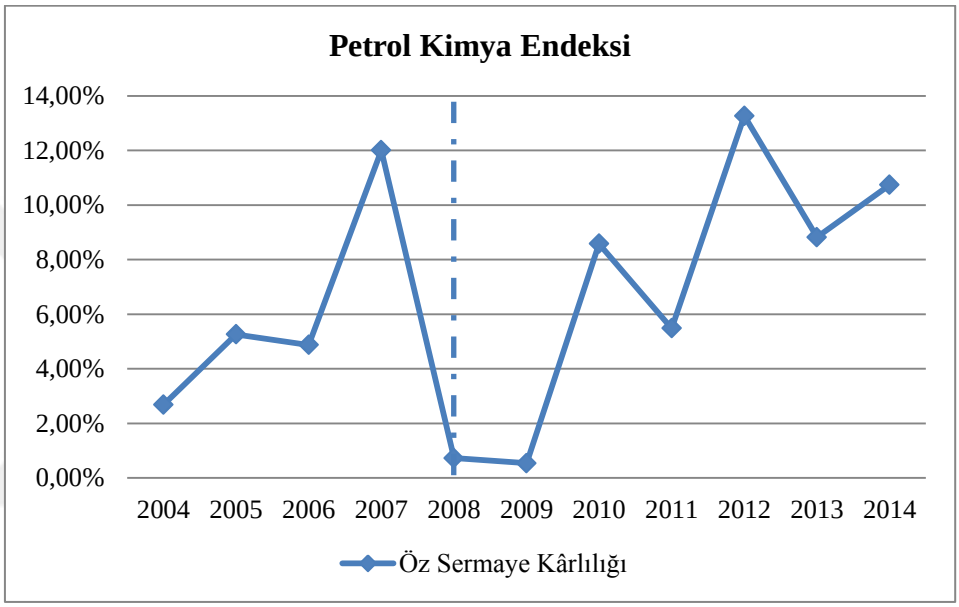
DuPont yöntemine göre hesaplanan ve öz sermaye kârlılığı ile diğer faktörlerin ilişkisini gösteren katsayılar değişim göstermekle beraber öz sermaye çarpanının kriz öncesinde ve sonrasında öz sermaye kârlılığı ile negatif yönlü, güçlü ve anlamlı bir ilişki içerisinde olduğu anlaşılmaktadır. Net kâr marjının krizden önce güçlü ve anlamlı bir ilişkisi yokken krizin ardından ilişki güçlü ve anlamlı bir hal almıştır. Net kâr marjı krizden sonra öz sermaye kârlılığı üzerinde daha etkili olurken ile öz sermaye çarpanının 2011 ve 2012 yıllarında anlamlı etkisinin olmadığı söylenebilir. Aktif devir hızı oranı ile DuPont oranı arasında ise krizden önce ve sonra güçlü bir ilişki olmadığı anlaşılmıştır.

Bu veriler ile öz sermaye kârlılığı üzerinde öz sermaye çarpanının araştırmaya konu olan yıllar boyunca etkili olduğu söylenebilir. Öz sermaye çarpanının ise krizin ardından güçlü etkisinin ortaya çıktığı dikkat çekmektedir. Bu nedenle krizin Kağıt Orman Endeksi işletmelerinin öz sermaye kârlılığı üzerinde öz sermaye çarpanının, krizin ardından ise net kâr marjının belirleyici olduğu anlaşılmaktadır.

3.6.4. Petrol Kimya Endeksi

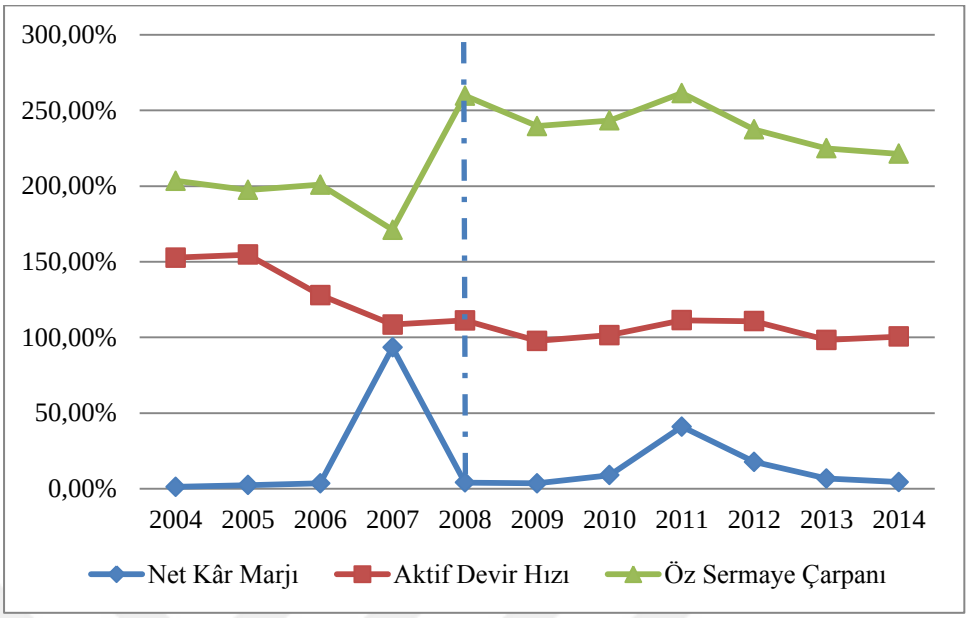
2008 Küresel Finans Krizi'nde BİST'te Petrol Kimya Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.8'de gösterilmektedir. Şekil 3.9'da DuPont oranını oluşturan üç unsur gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.9'da DuPont oranını oluşturan üç unsur ile bu unsurlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

Şekil 3. 8: Petrol Kimya Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Petrol Kimya Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin krizden önce öz sermaye kârlılık oranları pozitif ve 6% seviyelerinde iken krizden önceki yıl 12% seviyelerine yükselmiş krizde ve sonraki yıl 1%'e düşmüştür. Krizin ardından tekrar yükselmiş ve 2012 yılında 13% seviyelerine ulaşmıştır. Bu durum 2008 Küresel Finans Krizinin Petrol Kimya Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş olduğunu açık bir şekilde göstermektedir. Fakat krizin ardından istikrarlı olmasa bile öz sermaye kârlılığı kriz öncesi döneme göre daha yüksek oranları yakalamıştır.

Şekil 3. 9:Petrol Kimya Endeksi Oranları



Petrol Kimya Endeksi oranlarına bakıldığında her birinin diğer endekslere göre daha değişken olduğu göze çarpmaktadır. Öz sermaye çarpanı kriz öncesi dönemde 200% seviyelerindeyken krizde yükselmiş, kriz sonrasında ise kriz öncesine göre yüksek seviyeleri sürdürmeye devam etmiştir. Aktif devir hızı ise krizden önce 150% seviyelerinden krizde ve sonrasında azalarak 100% seviyelerine gerilemiştir. Net kâr marjına bakıldığında, krizden önce 2007 yılında önemli bir artış olduğu, krizden sonra da 2011 yılında önemli bir artış olduğu göze çarpmaktadır. Bu verilerden yola çıkarak işletmelerin finansman politikasının krizden sonra değiştiği ve finansman maliyetinin arttığı, varlıkları verimli kullanma oranının ise azaldığı söylenebilir. Krizin ardından öz sermaye kârlılığında meydana gelen oynaklığın da bahsedilen üç unsurdaki değişimlerden etkilendiği yorumu yapılabilir.

Tablo 3.9'te Petrol Kimya Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıkları ve öz sermaye kârlılıklarını oluşturan faktörler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiştir.

Tablo 3. 9: Petrol Kimya Endeksi Korelasyon Katsayıları (r)

	Öz sermaye -Net kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Aktif devir hızı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Öz Sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı
2004	0,92 *	0,25	-0,30
2005	0,83 *	0,36	-0,58 *
2006	0,81 *	0,51*	-0,80 *
2007	0,15	0,54*	-0,47 *
2008	**0,35**	**0,07**	**-0,22**
2009	0,44	0,54 *	-0,51*
2010	0,26	-0,22	-0,02
2011	0,10	0,21	-0,64 *
2012	0,03	0,14	-0,53*
2013	0,40	0,16	0,23
2014	0,70 *	0,21	0,29

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

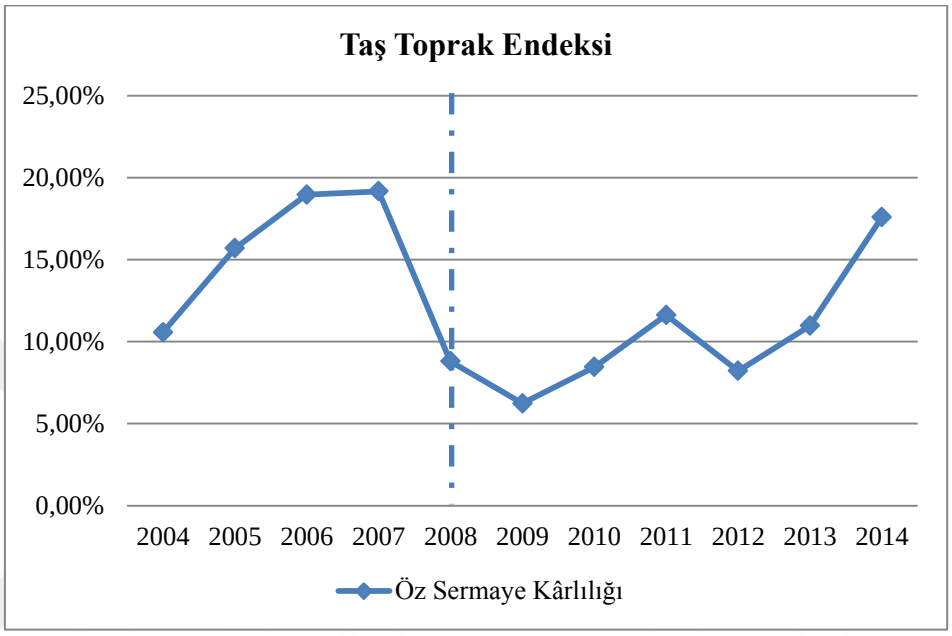
Yukarıdaki tabloda yer alan ve diğer faktörlerin DuPont oranı ile arasındaki ilişkiyi ifade eden korelasyon katsayıları yıllar itibari ile değişiklik göstermektedir. Kriz öncesi net kar marjının öz sermaye kârlılığı ile arasındaki güçlü ve anlamlı ilişkinin, krizde ve krizden sonra 2014 yılı hariç ortaya çıkmadığı görülmektedir. Aktif devir hızının krizden önce 2007 ve 2008 yıllarında, krizden sonra ise 2009 yılında öz sermaye kârlılığı ile güçlü ve anlamlı ilişki içinde olduğu belirlenmiştir. Öz sermaye çarpanı ise krizden önce 2004 yılı hariç negatif şekilde öz sermaye kârlılığını etkilemiştir. Krizin ardından 2013 yılından itibaren etkileşim pozitife dönmüş fakat anlamlı ve güçlü olduğu tespit edilmemiştir. Yani öz sermaye çarpanı pozitif olarak arttıkça öz sermaye kârlılığı da artma eğilimi göstermiştir.

Bu veriler ışığında araştırmanın ilk yıllarında net kâr marjının, kriz döneminde kriz yılı hariç aktif devir hızının etkili olduğu anlaşılmıştır. Öz sermaye çarpanı ise krizin öncesinde ve sonrasında negatif, güçlü ve anlamlı bir şekilde öz sermaye kârlılığını etkilediği söylenebilir.

3.6.5. Taş Toprak Endeksi

2008 Küresel Finans Krizi'nde BİST'te Taş Toprak Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı Şekil 3.10'da yıllar itibari ile gösterilmektedir.

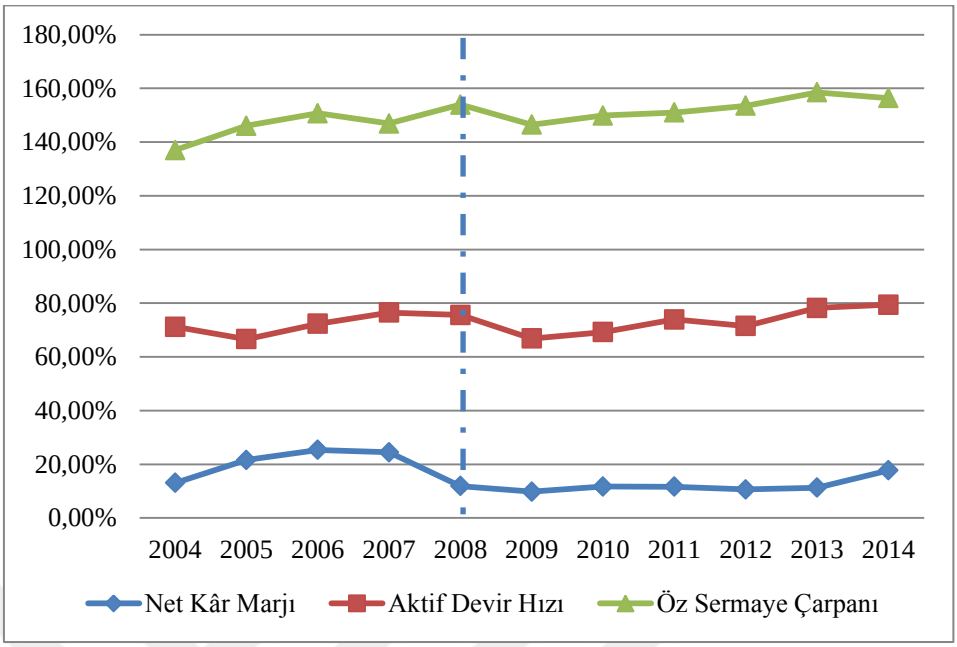
Şekil 3. 10: Taş Toprak Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Şekil 3.10'a bakıldığı zaman 2008 Küresel Finans Krizinin BİST'te işlem gören ve Taş Toprak Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş olduğu açık bir şekilde görülebilmektedir. Krizden önce 18% seviyelerinde olan öz sermaye kârlılık oranı, krizin ortaya çıktığı 2008 yılında ani bir düşüşle 19,16% seviyelerinden 8,80% seviyelerine kadar inmiş, 2009 yılında ise 4% seviyelerine kadar düşmüştür. Bu oranlar araştırmaya konu olan 11 yılın en düşük iki seviyesi olarak ortaya çıkmıştır. Krizden önce yüksek olan öz sermaye kârlılık oranı krizin ardından her ne kadar artma eğilimi gösterse de kriz öncesi seviyelerine ulaşamamıştır.

2008 Küresel Finans Krizinin etkilerinin diğer ülke ekonomilerine ilk olarak 2009 yılında yansımış olduğu söyleminin, incelenen önceki endeksler gibi Taş Toprak Endeksi açısından da pek doğru olmadığı anlaşılmaktadır.

Şekil 3. 11: Taş Toprak Endeksi Oranları



Şekil 3.11'de verilen ve öz sermaye kârlılığını oluşturan oranlara bakıldığında, kriz öncesi dönemde üç faktörde de genel olarak bir artış eğilimi olduğu görülmektedir. Endeks içerisinde yer alan işletmelerin, 200%-250% arasına olması beklenilen ve finansman oranını ifade eden öz sermaye çapanının düşük olduğu göze çarpmaktadır. Kriz öncesinde net kâr marjı 20%'lerin üzerindeyken krizden sonraki süreçte azalmış ve bu şekilde devam etmiştir. Öz sermaye çarpanı ise kriz öncesine göre, krizden sonra az da olsa artma eğilimi göstermiştir. Aktif devir hızı ise kriz öncesi dönemde olduğu gibi, kriz sonrasında da 60%-80% arasında bir seyir izlemiştir.

Buradan anlaşıldığına göre kriz, Taş Toprak Endeksi içerisinde işlem gören firmaların finansman politikalarını ve satış kârlılıklarını etkilemiştir. Aktif devir hızının kriz öncesindeki istikrarlı gidişinin kriz sonrasında devam etmesinden, varlıkların kullanımındaki verimliliğin fazla değişmediği de anlaşılmaktadır.

Tablo 3. 10: Taş Toprak Endeksi Korelasyon Katsayıları (r)

	Öz sermaye -Net Kâr Marjı Korelasyon Katsayısı (r)	Öz sermaye -Aktif Devir Hızı Korelasyon Katsayısı (r)	Öz sermaye -Öz Sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı (r)
2004	0,66 *	-0,05	0,29
2005	0,81 *	-0,14	-0,47 *
2006	0,79 *	-0,11	-0,69 *
2007	0,82 *	-0,20	-0,43 *
2008	0,89 *	-0,14	-0,62 *
2009	0,90 *	-0,14	-0,50 *
2010	0,82 *	-0,29	-0,46 *
2011	0,68 *	0,59 *	-0,10
2012	0,84 *	-0,11	-0,36
2013	0,84 *	0,14	-0,61 *
2014	0,67 *	0,09	-0,64 *

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

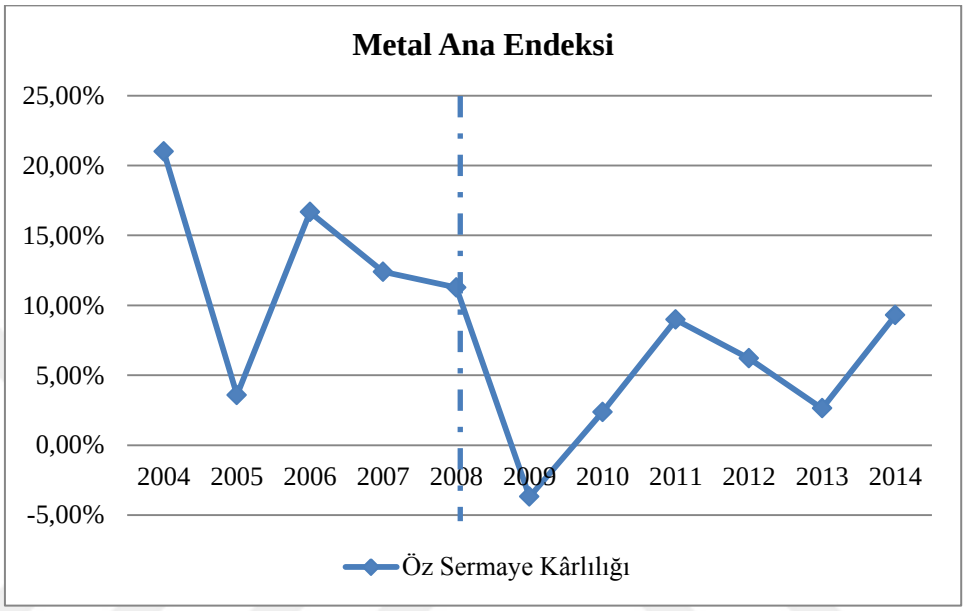
Tablo 3.10'te yer alan DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığını krizden önce ve sonra en yüksek oranda ve pozitif yönde etkileyen unsurun net kâr marjı olduğu anlaşılmaktadır. Öz sermaye çarpanı net kâr marjı kadar etkili olmasa bile krizden önce ve sonra güçlü ve anlamlı ilişki içerisinde olmuştur. Öz sermaye çarpanının 2004, 2011 ve 2012 yıllarında güçlü ve anlamlı olmadığı görülmektedir. Aktif devir hızı ise sadece 2011 yılında öz sermaye kârlılığı ile etkili bir ilişki içinde olduğu anlaşılmıştır. Burada öz sermaye çarpanının negatif olması öz sermaye kârlılığı ile ters yönlü bir ilişki içerisinde olduğunu ifade etmektedir.

Bu üç unsura bakıldığında öz sermaye kârlılığı üzerinde net kâr marjının daha etkili olduğu, bunun ardından ise öz sermaye çarpanının etkili olduğu ortaya çıkmaktadır. Aktif devir hızının ise kriz öncesinde ve sonrasında öz sermaye kârlılığı üzerinde belirleyici etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır.

3.6.6. Metal Ana Endeksi

BİST'te Metal Ana Endeksi altında işlem gören işletmelerin 2008 Küresel Finans Krizi'nde, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.12'de gösterilmektedir.

Şekil 3. 12: Metal Ana Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı

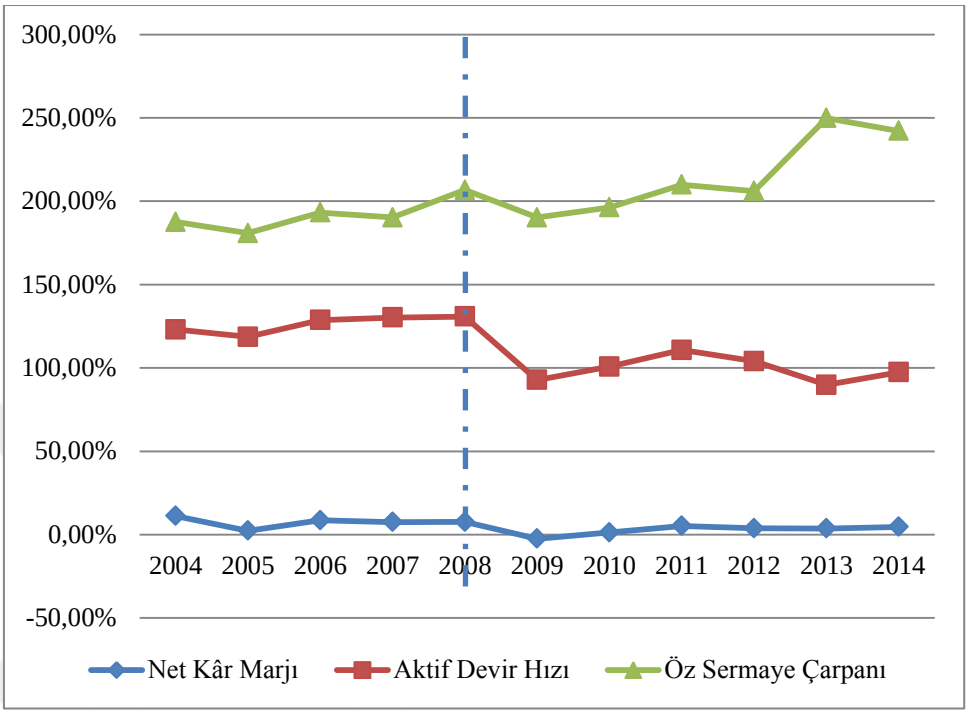


Şekil 3.12'e bakıldığında, 2008 Küresel Finans Krizinin BİST'te işlem gören ve Metal Ana Endeksi içerisinde ağırlıklı demir çelik sektörü firmalarından oluşan işletmelerin DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş olduğunu fakat bu etkinin diğer endekslerin genelinden ayrışarak 2009 yılında daha net bir şekilde ortaya çıktığı görülebilmektedir. Metal Ana Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin krizden önce öz sermaye kârlılığı 15% seviyelerindeyken, krizin ardından azaldığı, 6% seviyelerine düştüğü ve tekrar kriz öncesi seviyelere yükselmediği de görülmektedir.

Buna göre Metal Ana Endeksinin kriz öncesine göre krizden sonra öz sermaye kârlılığının düştüğü görülmektedir. Endeksin krizden etkilendiği ve bu etkinin krizin sonrasında da devam ettiği söylenebilir.

Aşağıdaki Şekil 3.13'te DuPont oranını oluşturan üç unsur gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.11'de DuPont oranını oluşturan üç unsur ile bu unsurlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

Şekil 3. 13: Metal Ana Endeksi Oranları



Metal Ana Endeksi öz sermaye çarpanı kriz sonrasında, kriz öncesine göre artış göstermiştir. Aktif devir hızı, krizden önce 130% seviyelerindeyken, krizin ardından azalmış ve 100% seviyelerinde seyir etmiştir. Aktif devir hızında 2009 yılında ortaya çıkan kırılma dikkat çekicidir. Net kâr marjı ise krizden sonra, kriz öncesine göre düşmüş, bir miktar artmasına rağmen krizden önceki seviyelerin altında seyir etmiştir. Bu verilerden yola çıkarak krizden sonra finansman politikasının değiştiği ve varlıkların daha az verimli kullanıldığı söylenebilir. Ayrıca krizden sonra satış kârlılığının da azaldığı bunun da öz sermaye kârlılığını azaltıcı etkide bulunduğu söylenebilir.

Metal Ana Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığı ve öz sermaye kârlılığını oluşturan faktörler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiş ve Tablo 3.11'deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 3. 11: Metal Ana Endeksi Korelasyon Katsayıları

	Öz sermaye -Net kâr Marjı Korelasyon Katsayısı (r)	Öz sermaye -Aktif devir hızı Korelasyon Katsayısı (r)	Öz sermaye -Öz sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı (r)
2004	0,91 *	0,91	-0,14
2005	0,92 *	0,10	-0,55 *
2006	0,74 *	0,22	-0,61 *
2007	0,85 *	-0,16	-0,52 *
2008	0,87 *	-0,16	-0,73 *
2009	0,88 *	0,36	-0,61 *
2010	0,95 *	0,26	-0,26
2011	0,91 *	0,08	-0,60 *
2012	0,93 *	0,02	-0,13
2013	0,70 *	0,13	-0,56
2014	0,85 *	0,09	-0,32

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

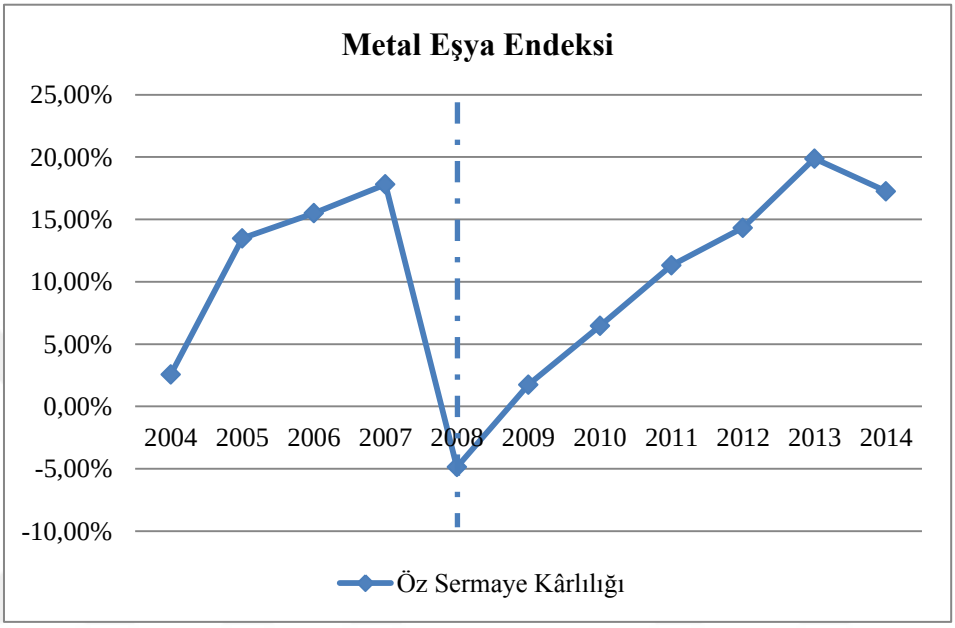
Yukarıdaki tablo incelendiğinde, ele alınan üç unsurdan öz sermaye kârlılığını en çok etkileyen faktörün çok yüksek bir ilişki düzeyinde ve anlamlı olarak net kâr marjı olduğu anlaşılmaktadır. İlişkinin yönü de pozitif olarak belirlenmiştir. Yani bu, öz sermaye kârlılığının net kâr marjı ile doğru orantılı olarak hareket ettiğini ifade etmektedir. Öz sermaye çarpanı ise bu yıllarda öz sermaye kârlılığı ile negatif bir ilişki içerisinde olmuştur. Fakat bu ilişki 2009 yılına kadar güçlü ve anlamlı etkisini sürdürmüştür. Aktif devir hızı ise araştırmaya konu olan yıllar boyunca öz sermaye kârlılığı ile güçlü ve anlamlı bir ilişki içerinde olmamıştır.

Sonuç olarak endeksin, 2008 krizinden etkilendiği anlaşılmaktadır. Öz sermaye kârlılığı üzerindeki bu etkinin ortaya çıkmasında en önemli faktörün ise net kâr marjı olduğu anlaşılmıştır. Bunun yanında öz sermaye çarpanının krizin ardından belirleyici olma özelliğini kaybettiği söylenebilir.

3.6.7. Metal Eşya Endeksi

2008 Küresel Finans Krizi'nde BİST'te Metal Eşya Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.14'te gösterilmektedir.

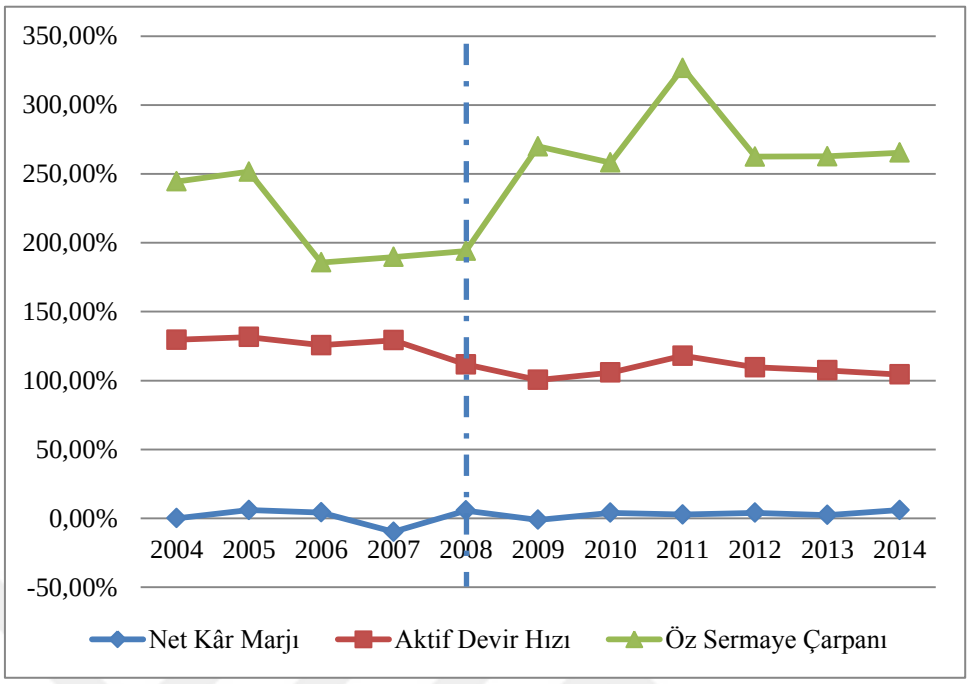
Şekil 3. 14: Metal Eşya Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Yukarıdaki grafik incelendiği zaman Metal Eşya Endeksi içerisinde yer alan firmaların krizden önce öz sermaye kârlılıkları 15% seviyelerindeyken krizin ortaya çıktığı 2008 yılında ani bir düşüşle -5% seviyelerine kadar inmiştir. Bu oran araştırmaya konu olan 11 yılın en düşük seviyesi olarak ortaya çıkmıştır. 2008 yılının ardından endeks bünyesinde yer alan şirketler hızlı bir toparlanma yaşamış olduğu ve bu durumun 2013 yılına kadar istikrarlı bir şekilde devam ettiği görülmektedir. Buna göre, krizin Metal Eşya Endeksi içerisinde yer alan firmaların öz sermaye kârlılıklarını etkilediği fakat krizden sonraki dönemde bu etkinin azaldığı ve öz sermaye kârlılığının kriz öncesi seviyelerin de üzerine çıktığı görülmektedir.

Aşağıda yer alan Şekil 3.15'te DuPont yöntemiyle hesaplanan öz sermaye kârlılığını oluşturan üç unsur gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.12'de DuPont oranını oluşturan üç oran ile bu oranlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

Şekil 3. 15: Metal Eşya Endeksi Oranları



Öz sermaye kârlılığını etkileyen oranların Metal Eşya endeksi içerisinde işlem gören işletmelere krizden önceki ve sonraki etkisi Şekil 3.15'te görüldüğü gibidir. Burada öz sermaye çarpanındaki değişim dikkat çekmektedir. Krizden önce 200% seviyelerinde olan öz sermaye çarpanı, krizden sonraki dönemde 270% seviyelerine kadar yükselmiştir. Net kâr marjında kriz öncesi ve sonrası kıyaslandığında önemli değişiklikler olduğu söylenemez fakat net kâr marjında 2007 yılında ortaya çıkan düşüş dikkat çekicidir. Aktif devir hızı krizden önce 130% seviyelerindeyken krizin ardından 110% seviyelerine inmiştir.

Buna göre 2008 Küresel Finans Krizinin endeks içerisinde yer alan işletmelerin finansman politikalarını etkilediği anlaşılmaktadır. Bu durumun kriz sonrasındaki öz sermaye kârlılığındaki istikrarlı artışa orta hazırladığı söylenebilir. Bunun yanında krizden sonra varlıkların daha az verimli kullanıldığı görülmektedir. Son olarak krizin ardından satış kârlılığının istikrara kavuştuğu söylenebilir.

Tablo 3. 12: Metal Eşya Endeksi Korelasyon Katsayıları

	Öz sermaye -Net Kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Aktif Devir Hızı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Öz Sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı
2004	0,97 *	0,62 *	-0,70 *
2005	0,60 *	-0,21	0,65 *
2006	-0,11	-0,13	-0,81 *
2007	-0,91 *	-0,03	-0,53 *
2008	0,39	-0,60*	-0,28
2009	0,59 *	0,12	0,51 *
2010	0,76 *	0,27	0,03
2011	0,22	0,13	0,69 *
2012	0,43 *	0,11	-0,19
2013	-0,54 *	-0,08	-0,82 *
2014	0,49 *	0,42 *	-0,45 *

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

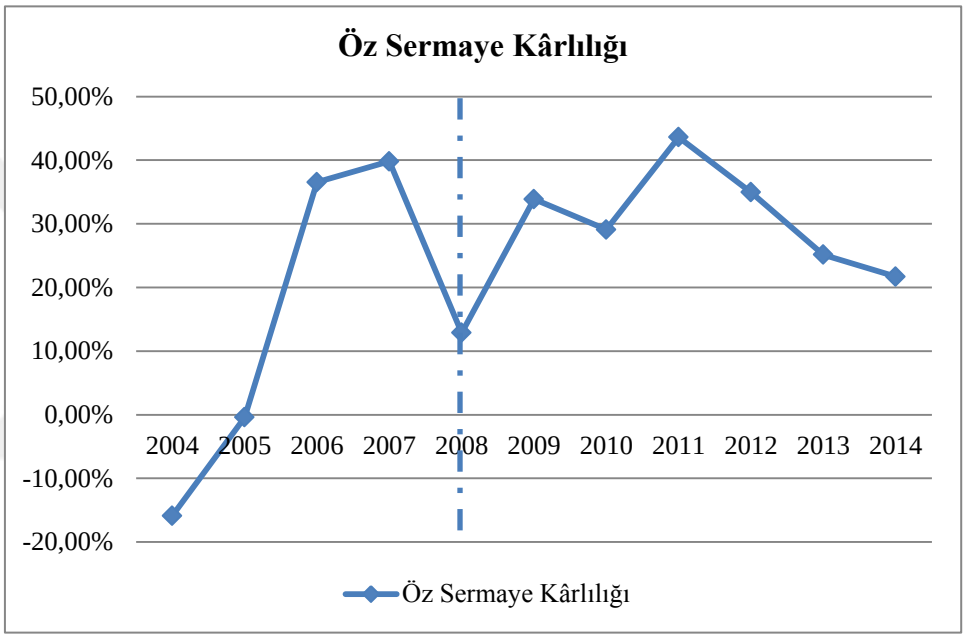
Tablo 3.12 incelendiğinde, DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye karlılığını etkileyen unsurlar arasındaki korelasyon katsayısının oldukça değişken olduğu anlaşılmaktadır. Bununla beraber öz sermaye kârlılığının kriz öncesinde ve kriz sonrasında en yüksek ilişki içerisinde olduğu öz sermaye çarpanı ile net kâr marjı olduğu da belirlenmiştir. Krizden önce öz sermaye çarpanı öz sermaye kârlılığı üzerinde daha etkiliyken, krizden sonra net kâr marjının daha etkili olduğu söylenebilir. Öz sermaye çarpanının krizden sonra 2009, 2010 ve 2011 yıllarında pozitif yönlü olduğu görülmektedir. Bu durum bu yıllarda öz sermaye çarpanı ile öz sermaye kârlılığının çok güçlü bir ilişki olmasa da doğru orantılı hareket ettiği anlamına gelmektedir. Aktif devir hızının ise krizden önce 2004 yılında, 2008 yılında ve 2014 yılındaki ilişkisinin belirleyici olduğu görülmektedir.

Buradan çıkan sonuca göre 2004-2014 yılları içerisinde BİST'te Metal Eşya Endeksi altında işlem gören şirketlerin öz sermaye kârlılıkları üzerinde, krizden önce olduğu gibi krizden sonra da öz sermaye çarpanı ile net kâr marjı oranlarının daha belirleyici oldukları anlaşılmıştır. Aktif devir hızının kriz yılı hariç belirleyici olmadığı anlaşılmıştır.

3.6.8. Madencilik Endeksi

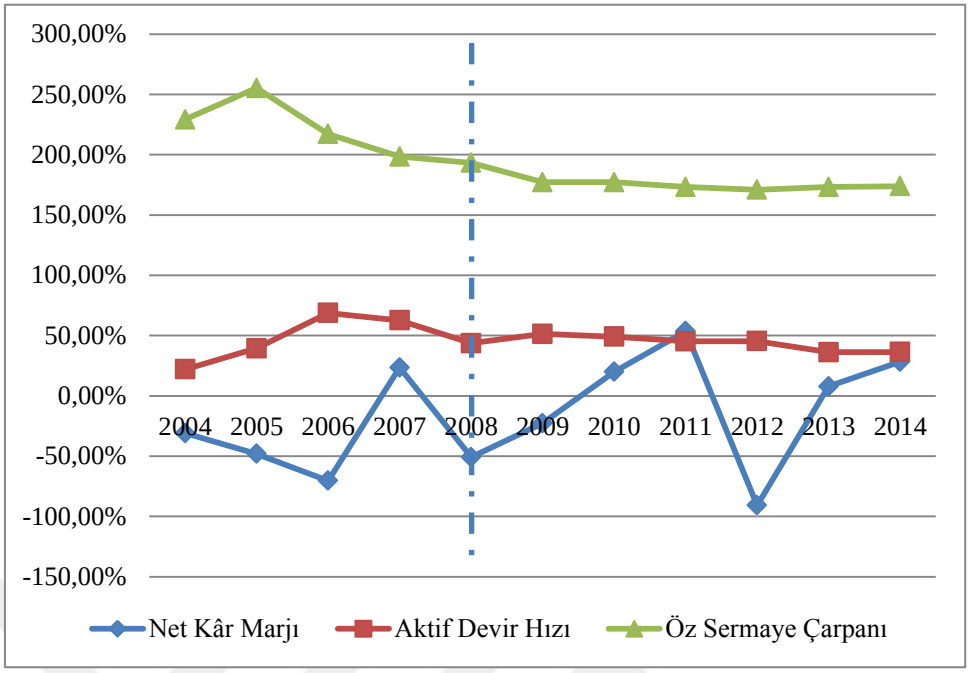
2008 Küresel Finans Krizi'nde BİST'te Madencilik Endeksi altında işlem gören işletmelerin, 11 yıllık dönemde DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.16'da gösterilmektedir. Şekil 3.17'de DuPont oranını oluşturan üç unsur gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.13'te DuPont oranını oluşturan üç unsur ile bu unsurlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

Şekil 3. 16: Madencilik Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Madencilik Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin krizden önce DuPont Yöntemi ile hesaplanan ortalama öz sermaye kârlılık oranı 35% iken krizin ortaya çıktığı 2008 yılında hızlı bir düşüşle 12,88% seviyelerine kadar inmiştir. Krizin ardından endeks bünyesinde yer alan şirketler bir toparlanma yaşamış ve 2011 yılında 43,61 ile en yüksek sevilerine ulaşmıştır. Kriz öncesi dönemde ise DuPont oranının ortalamanın altında olduğu söylenebilir. Buna göre Şekil 3.16'ya bakıldığı zaman 2008 Küresel Finans Krizinin Madencilik Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını kriz döneminde olumsuz yönde etkilemiş olduğu söylenebilir.

Şekil 3. 17: Madencilik Endeksi Oranları



Şekil 3.17'ye bakıldığı zaman diğer endekslere kıyasla net kâr marjındaki aşırı değişkenlik dikkat çekicidir. Net kâr marjında krizden önceki değişkenlik krizin ardından da devam etmiştir. Net kâr marjı 2006 yılında -60% seviyelerine inmiş, ardından yükselmiştir. Aynı durum 2012 yılında da ortaya çıkmıştır. Öz sermaye çarpanı krizden önce 200% seviyelerindeyken krizin ardından 160% seviyelerine inmiştir. Aktif devir hızının krizden sonra, krizden önceki seviyesinin çok altında olmadığı görülmektedir. Bu verilerden yola çıkarak, sektörün finansman politikasının krizden sonra değiştiği söylenebilir. Finansman politikasının değişmesinin yanı sıra krizden önce net kâr marjındaki değişkenliğin, krizin ardından da devam ettiği görünmektedir. Buradan çıkan sonuca göre net kâr marjındaki değişmenin öz sermaye kârlılığını etkilediği söylenebilir.

Madencilik Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığı ve öz sermaye kârlılığını oluşturan faktörler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiş ve Tablo 3.13'teki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 3. 13: Madencilik Endeksi Korelasyon Katsayıları

	Öz sermaye -Net kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Aktif devir hızı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Öz sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı
2004	0,90	0,74	-0,38
2005	0,95	0,85	0,09
2006	-0,84 *	0,93	-0,20
2007	0,82	0,87	0,39
2008	0,66	0,69	0,01
2009	0,58 *	0,93 *	0,67
2010	0,80	0,74	0,61
2011	0,72*	0,77	0,86
2012	0,83	0,78	0,76 *
2013	0,74	0,67	0,86 *
2014	0,76	0,45	0,87 *

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

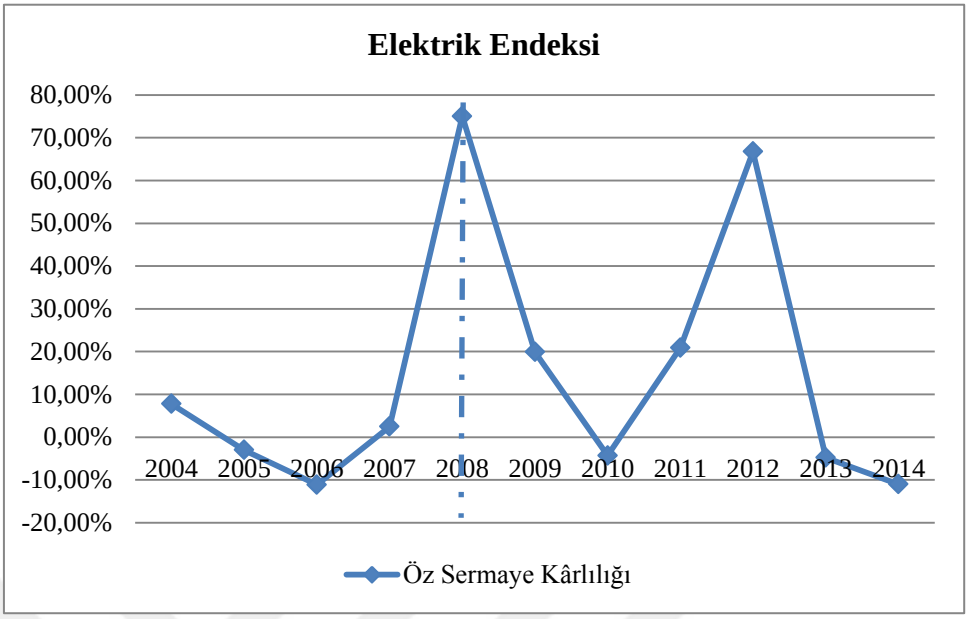
Tablo 3.13 incelendiğinde, DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığını 2004-2014 yıllarında en yüksek oranda etkileyen faktörün net kâr marjı olduğu anlaşılmakla beraber 2006, 2009 ve 2011 yılları hariç aralarında anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir. Öz sermaye çarpanı kriz öncesinde öz sermaye kârlılığı üzerinde etkili değilken krizin ardından etkili olduğu görülmektedir. Burada net kâr marjında 2006 yılında negatif, güçlü ve anlamlı bir etkinin olduğu görülmektedir. Bu net kâr marjı azalırken öz sermaye kârlılığının artma eğilimi gösterdiğine işaret etmektedir.

Bu verilerden yola çıkarak bu üç unsurun diğer endekslerin aksine öz sermaye kârlılığı üzerinde çok da etkili olmadığı anlaşılmıştır. Fakat net kâr marjının aşırı değişkenlik gösterdiği yıllarda ilişkinin güçlü olduğu görülmektedir.

3.6.9. Elektrik Endeksi

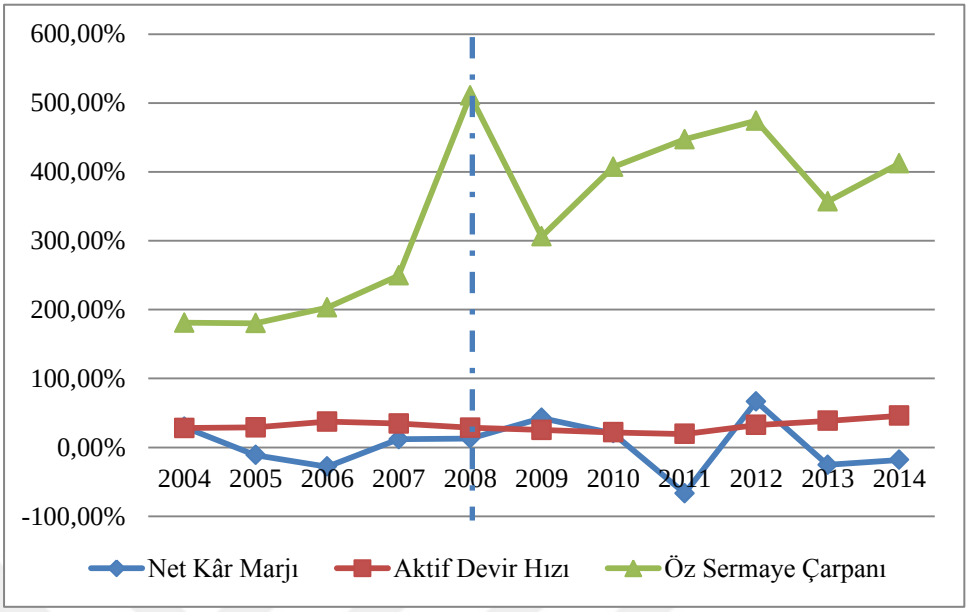
2008 Küresel Finans Krizi'nde Elektrik Endeksi altında işlem gören işletmelerin, 11 yıllık dönemde DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.18'da gösterilmektedir.

Şekil 3. 18: Elektrik Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Yukarıdaki grafik incelendiği zaman 2008 Küresel Finans Krizinin BİST'te işlem gören ve Elektrik Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş olmanın aksine 2008 yılında DuPont oranının yükseldiği görülmektedir. Elektrik Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin krizden önce DuPont yöntemi ile hesaplanan ortalama öz sermaye kârlılık oranı 14,40% iken krizin ortaya çıktığı 2008 yılında yükselerek 75,02% seviyelerine kadar çıkmıştır. Bu oran araştırmaya konu olan 11 yılın en yüksek seviyesi olarak belirlenmiştir. Krizin ardından endeks bünyesinde yer alan şirketler öz sermaye kârlılıklarında azalma meydana gelmiştir. 2010 yılının ardından tekrar yükselerek 70% seviyelerini görmüştür. Bu duruma bakarak, krizin olduğu yılda olmasa bile BİST'te işlem gören ve Elektrik Endeksi içerisinde yer alan firmaların öz sermaye kârlılıklarının krizden etkilendiğini söyleyebiliriz.

Şekil 3. 19: Elektrik Endeksi Oranları



Şekil 3.19'da aktif devir hızı kriz öncesinde olduğu gibi kriz sonrasında da 50% seviyelerinde kalmaya devam etmiştir. Net kâr marjı kriz öncesinde negatif iken krizin ardından önce pozitif sonra tekrar negatif ve pozitif hale dönüşmüştür. Öz sermaye çarpanı krizden önce 200% seviyelerindeyken krizin ardından 450% seviyelerine çıkmıştır.

Tablo 3. 14: Elektrik Endeksi Korelasyon Katsayıları

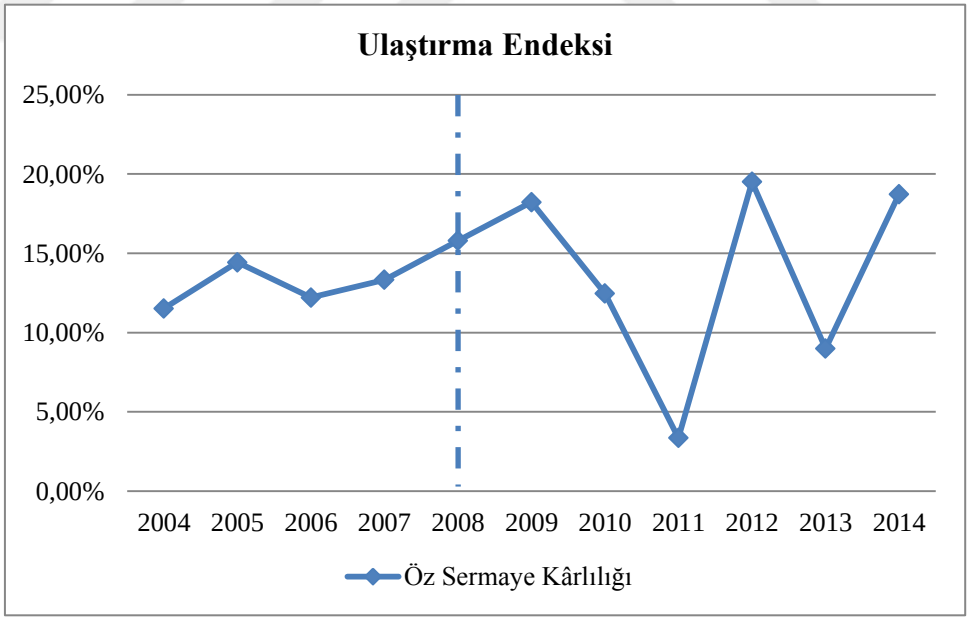
	Öz sermaye -Net Kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	**Öz sermaye -Aktif Devir Hızı Korelasyon Katsayısı**	**Öz sermaye -Öz Sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı**
2004	0,94 *	-0,39	0,49
2005	0,92*	-0,42	0,77
2006	0,49 *	-0,29	-0,69
2007	0,91 *	-0,48	0,28
2008	0,93 *	0,54	0,72 *
2009	0,93 *	-0,37	0,50 *
2010	0,98 *	-0,32	0,54 *
2011	0,92 *	-0,22	0,63 *
2012	0,83 *	-0,23	0,75 *
2013	0,44 *	-0,69	0,49 *
2014	0,94 *	-0,70	0,23

Tablo 3.14 incelendiğinde net kâr marjının kriz öncesinde ve sonrasında öz sermaye kârlılığı ile arasında çok güçlü ve anlamlı bir korelasyon ilişkisinin olduğu anlaşılmaktadır. Aktif devir hızında kriz öncesine göre az da olsa bir artış olduğu görülmektedir. Öz sermaye çarpanı ise krizden önce güçlü ve anlamlı değilken krizin ardından güçlü ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Buna göre net kâr marjı öz sermaye kârlılığı üzerinde araştırmaya konu olan yıllar boyunca devamlı olarak etkili olmuştur. Öz sermaye çarpanı ise krizin ardından öz sermaye üzerinde etkili olmaya başlamıştır. Buradan krizin ardından sektörün finansman politikasının değiştiği söylenebilir.

3.6.10. Ulaştırma Endeksi

2008 Küresel Finans Krizi'nde Ulaştırma Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.20'de gösterilmektedir.

Şekil 3. 20: Ulaştırma Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Yukarıdaki grafik incelendiği zaman 2008 Küresel Finans Krizinin BİST'te işlem gören ve Ulaştırma Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş olmanın aksine 2009 yılında kadar DuPont oranın yükseldiği görülmektedir. Endeks

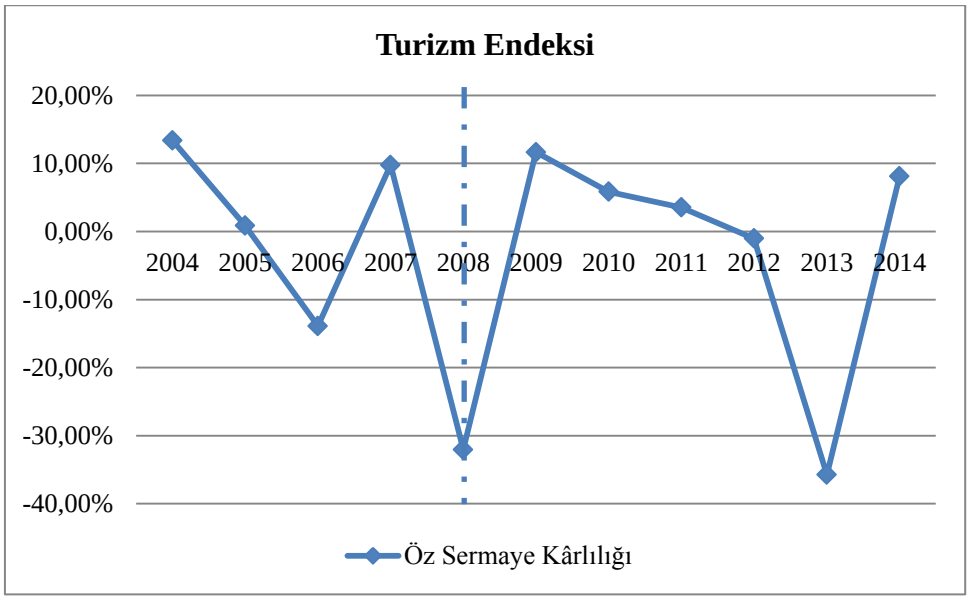
içerisinde işlem gören şirketlerin kriz öncesinde 12% civarında olan öz sermaye kârlılık oranı, krizin ardından daha değişken bir seyir izlemiştir. 2011 yılında 3% seviyelerine inen öz sermaye kârlılığının, 2012 yılında 19% seviyelerine kadar yükseldiği anlaşılmaktadır. Bu oran araştırmaya konu olan 11 yılın en yüksek seviyesinden birisi olarak belirlenmiştir. Bu veriler ışığında, krizin ortaya çıktığı yılda BİST'te işlem gören ve Elektrik Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont oranlarının 2011 yılındaki düşüş göz önüne alındığında krizden etkilendiği söylenebilir.

Endeks içerisinde yer alan şirket sayısı, araştırmaya konu olan son yılda bile 5 olarak tespit edilmiştir. Bu az sayıda şirketin sektörü temsil kabiliyetinin sınırlı olması ve az sayıda veri ile yapılacak korelasyon analizinin güvenilir sonuçlar vermeyecek olması nedeniyle analize burada son verilmiştir.

3.6.11. Turizm Endeksi

2008 Küresel Finans Krizi'nde BİST'te işlem gören endekslerin, krizin etkisi ile şirketlerin sektörel bazda özsermaye kârlılıklarına olumsuz etkisinin olup olmadığını görebilmek amacıyla Turizm Endeksi'nin DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı Şekil 3.21'deki gibi hesaplanmıştır.

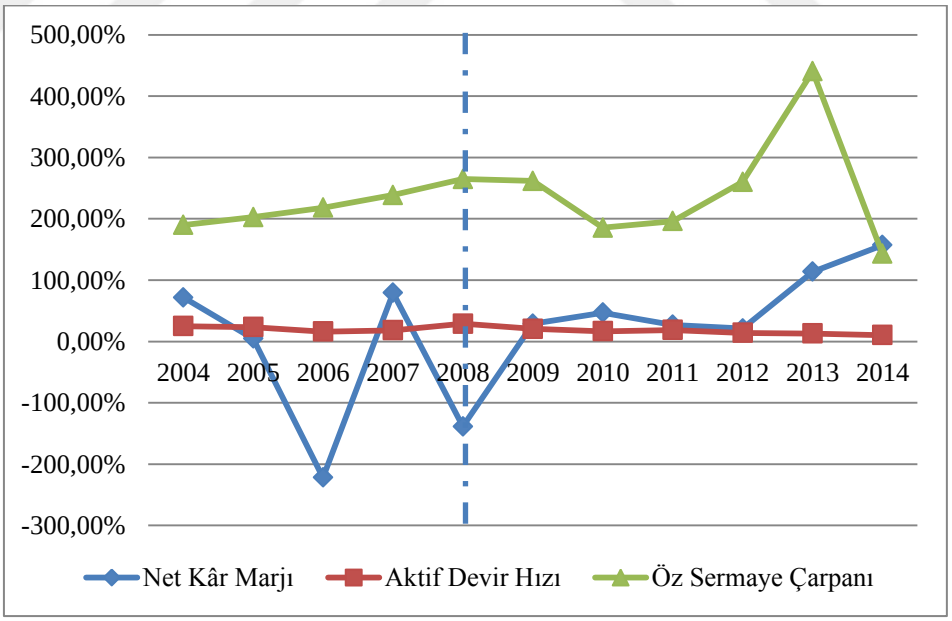
Şekil 3. 21: Turizm Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Turizm Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin öz sermaye kârlılık oranının krizden önce 2006 yılında negatif hale geldiği 2008 yılında krizinde etkisiyle -30% seviyelerinin altına indiği görülmüştür. Krizin ardından bir toparlanma olduğu, 2008 yılının ardından endeks bünyesinde yer alan şirketler hızlı bir toparlanma yaşamış ve 2009 yılında 11% ile en yüksek sevilerine ulaşmıştır. 2013 yılında ise tekrar -30% seviyelerinin altına indiği görülmektedir. Kriz öncesi ve sonrası kıyaslandığında ikisinde de değişkenliğin olduğu göze çarpmaktadır.

Krizin olduğu yılda BİST'te işlem gören ve Turizm Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont oranlarının krizden direkt olarak etkilendiğini göstermektedir. Yukarıdaki grafiğe bakıldığı zaman 2008 Küresel Finans Krizinin BİST'te işlem gören ve Turizm Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş olduğu açık bir şekilde görülebilmektedir.

Şekil 3. 22: Turizm Endeksi Oranları



Şekil 3.22'ye bakıldığında krizden önce net kâr marjının aşırı değişken olduğu, krizde azaldığı, krizden sonra ise daha istikrarlı bir seyir izlediği görülmektedir. Krizden sonra net kâr marjında ortaya çıkan bu toparlanma endeks içerisinde olan işletmelerin de öz sermaye kârlılığını Tablo 3.15'teki güçlü ve

anlamlı ilişkinin de desteklediği gibi artırmıştır. Öz sermaye çarpanı krizden önce 210% seviyelerindeyken, krizin ardından aşağı sonra tekrar yukarı yönlü hareket etmiştir. Krizin ardında endeks içerisindeki şirketlerin finansman politikalarının değiştiği satış kârlılıklarının daha istikrarlı olduğu söylenebilir. Sektörün hizmet sektöründe yer alması dolayısıyla varlık verimliliğinin krizden önce ve sonra düşük olması dikkat çekicidir.

Aşağıda Turizm Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığı ve öz sermaye kârlılığını oluşturan faktörler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiş ve Tablo 3.15'teki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 3. 15: Turizm Endeksi Korelasyon Katsayıları

	Öz sermaye -Net kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Aktif devir hızı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Öz sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı
2004	0,99 *	-0,99	0,99 *
2005	0,99 *	-0,92 *	0,77
2006	0,49 *	-0,29	-0,69
2007	0,95 *	-0,88 *	0,28
2008	0,99 *	0,54	0,02
2009	0,93 *	-0,37	0,40
2010	0,98 *	-0,32	-0,44
2011	0,92 *	-0,22	-0,63
2012	0,83 *	-0,23	-0,75
2013	0,44 *	-0,69 *	-0,99 *
2014	0,99 *	-0,70	-0,23

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

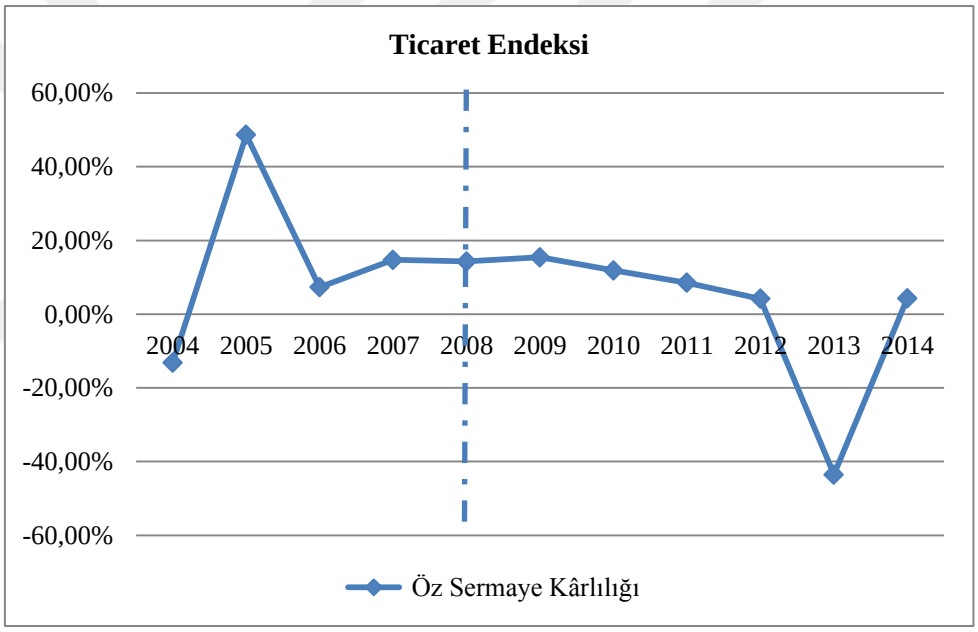
Yukarıdaki tabloda yer alan ve diğer faktörlerin DuPont oranı ile arasındaki ilişkiyi ifade eden korelasyon katsayıları yıllar itibari ile değişiklik göstermekle birlikte, DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığını krizden önce, krizde ve krizin ardından en yüksek oranda etkileyen faktörün net kâr marjı olduğu anlaşılmaktadır. Aktif devir hızı ile olan ilişkinin yönü negatif olmakla beraber 2005, 2007 ve 2013 yıllarında öz sermaye kârlılığı ile güçlü ve anlamlı ilişkisinin olduğu ortaya çıkmıştır. Öz sermaye çarpanı ise 2004 yılında pozitif ve güçlü, 2013 yılında ise negatif ve güçlü ilişkinin olduğu diğer yıllarda ise anlamlı bir ilişkinin olmadığı ortaya çıkmıştır.

Buradan çıkan sonuca göre, 2008 Küresel Finans Krizi, Turizm Endeksi altında işlem gören şirketlerin DuPont yöntemine göre hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiştir. Bu etkinin ortaya çıkmasını en çok belirleyen faktörler ise net kâr marjı ve ardından öz sermaye çarpanı olmuştur.

3.6.12. Ticaret Endeksi

2008 Küresel Finans Krizi'nde BİST'te Ticaret Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.23'te gösterilmektedir.

Şekil 3. 23: Ticaret Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı

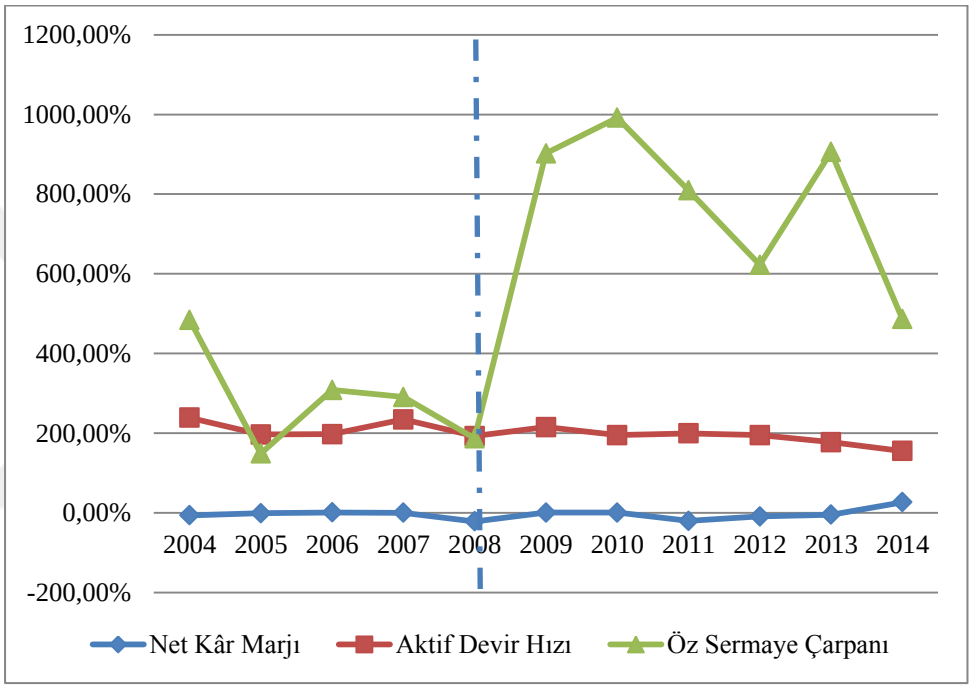


Yukarıdaki grafik incelendiğinde, 2008 Küresel Finans Krizinin BİST'te işlem gören ve Ticaret Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarının kriz sonrası dönemi, kriz öncesi döneme göre azaldığı Şekil 3.23'te görülmektedir. Ticaret Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin krizden önceki öz sermaye kârlılığı yüksekken krizin ardından azalmaya başlaması krizin etkisinin 2008 yılından sonra devam ettiğini göstermektedir. Bu veriler ışığında, krizin ortaya çıktığı yılda BİST'te işlem gören ve Ticaret Endeksi içerisinde yer alan firmaların öz sermaye kârlılıklarında önemli

bir değişiklik görülmemesine rağmen krizin ardından azalan bir seyir izlediği anlaşılmıştır.

Şekil 3.24'te DuPont oranını oluşturan üç unsur gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.16'da DuPont oranını oluşturan üç unsur ile bu unsurlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

Şekil 3. 24: Ticaret Endeksi Oranları



Ticaret Endeksi oranlarına bakıldığında, aktif devir hızında, kriz sonrasında kriz öncesine göre az da olsa bir azalma olduğu görülmektedir. Kriz öncesinde 200%'ün üzerinde olan oran krizin ardından 200%'ün altına inmiştir. Net kâr marjına bakıldığı zaman, kriz sonrasında kriz öncesine göre bir azalma olduğu anlaşılmaktadır. Öz sermaye çarpanına bakıldığında ise kriz öncesinde 200% seviyelerindeyken, krizin ardından bu oranın 600% seviyelerinde olduğu dikkat çekicidir.

Buradan anlaşıldığına göre kriz, endeks içerisinde yer alan şirketlerin finansman durumlarını ve maliyetlerini önemli derecede etkilemiştir. Varlıkları verimli kullanma oranının ise azaldığı söylenebilir. Krizin ardından öz sermaye

kârlılığında meydana azalmanın da bahsedilen öz sermaye çarpanındaki artıştan etkilendiği yorumu yapılabilir.

Tablo 3. 16: Ticaret Endeksi Korelasyon Katsayıları (r)

	Öz sermaye - Net kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye - Aktif devir hızı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye - Öz sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı
2004	0,04	-0,43	-0,83 *
2005	0,01	0,25	-0,89 *
2006	-0,23	0,09	-0,98 *
2007	0,12	-0,39	-0,85 *
2008	0,31	-0,44	-0,72 *
2009	0,74 *	-0,09	-0,64 *
2010	0,51	0,00	-0,76 *
2011	0,68 *	-0,45	-0,74 *
2012	0,43	0,21	-0,85 *
2013	0,62	0,17	-0,79 *
2014	0,32	0,03	-0,52 *

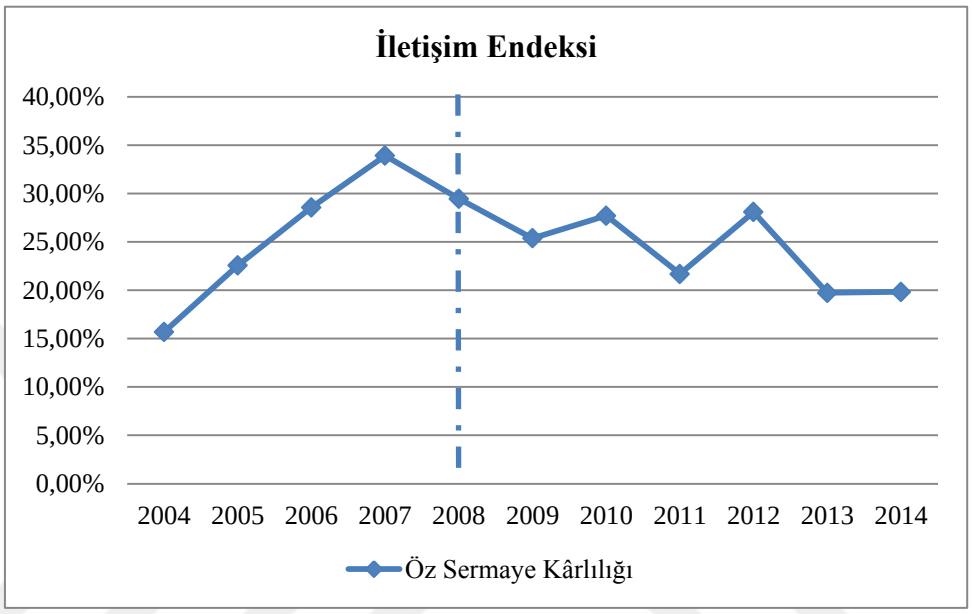
Yukarıdaki tabloda yer alan ve diğer faktörlerin DuPont oranı ile arasındaki ilişkiyi ifade eden korelasyon katsayıları yıllar itibari ile değişiklik göstermektedir. Kriz öncesi net kar marjının öz sermaye kârlılığı ile arasındaki güçlü ve anlamlı ilişkinin, krizde ve krizden sonra da devam ettiği görülmektedir. Öz sermaye çarpanı katsayısının kriz öncesi ve sonrasında negatif olarak öz sermaye kârlılığı ile ilişki içerisinde olduğu anlaşılmıştır. Net kâr marjının korelasyon katsayısının yıllar itibari ile düşük olduğu görülmüştür. Buradan 2009 ve 2011 yıllarında ise pozitif, güçlü ve anlamlı bir şekilde öz sermaye kârlılığı ile etkileşim içinde olduğu anlaşılmıştır. Aktif devir hızına bakıldığı zaman ne kriz öncesinde ne de krizden sonra öz sermaye kârlılığı ile arasında güçlü ve anlamlı bir ilişkinin olmadığı ortaya çıkmıştır.

Bu verilerle, krizden önce öz sermaye kârlılığı ile yüksek düzeyde ilişkili olan öz sermaye çarpanının, krizin ardından da belirleyici olma özelliğini koruduğu anlaşılmıştır.

3.6.13. İletişim Endeksi

İletişim Endeksi altında işlem gören işletmelerin 2008 Küresel Finans Krizi'nde, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.25'te gösterilmektedir.

Şekil 3. 25: İletişim Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



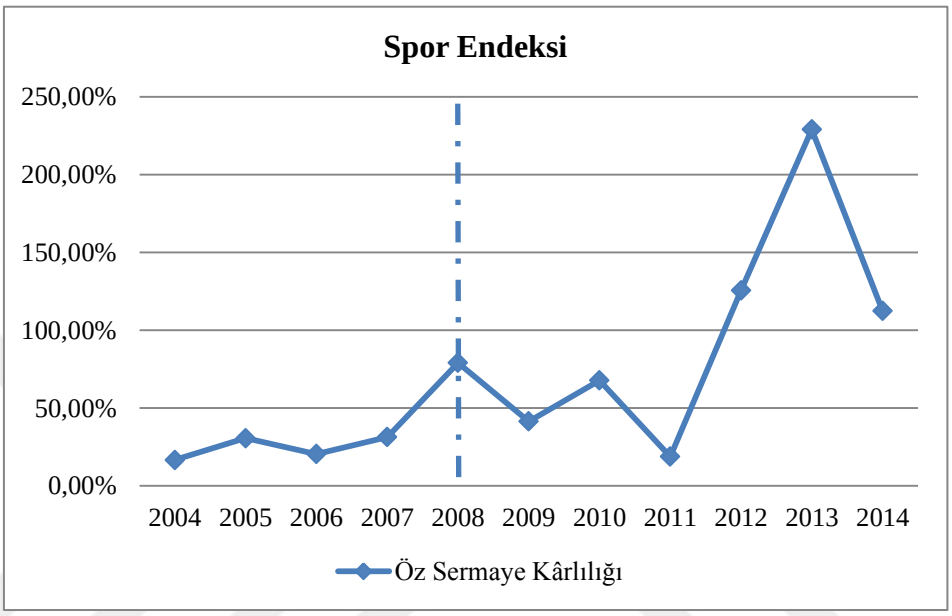
Küresel Finans Krizi BİST'te işlem gören ve İletişim Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş olduğuna dair önemli bir düşüş görülmemektedir. Krizden önce 15% seviyelerinden yukarıya doğru seyreden öz sermaye kârlılık oranı krizin ardından en düşük 20% seviyelerinde seyretmiştir.

Giriş kısmında Tablo 3.4'te hesaplandığı gibi, kriz sonrası öz sermaye kârlılığının, kriz öncesi öz sermaye kârlılığından 0,06% daha az olması ve endeks içerisinde yer alan şirket sayısı araştırmanın son yılı olan 2014 yılında 2 işletmeden oluşmaktadır. Bu iki şirketin sektörü temsil edemeyecek olması ve bu ili şirket verileri üzerinden yapılacak korelasyon analizinin de güvenilir sonuçlar veremeyeceğinden analize devam edilmemiştir.

3.6.14. Spor Endeksi

2008 Küresel Finans Krizi'nde, Spor Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.25'te gösterilmektedir.

Şekil 3. 26: Spor Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



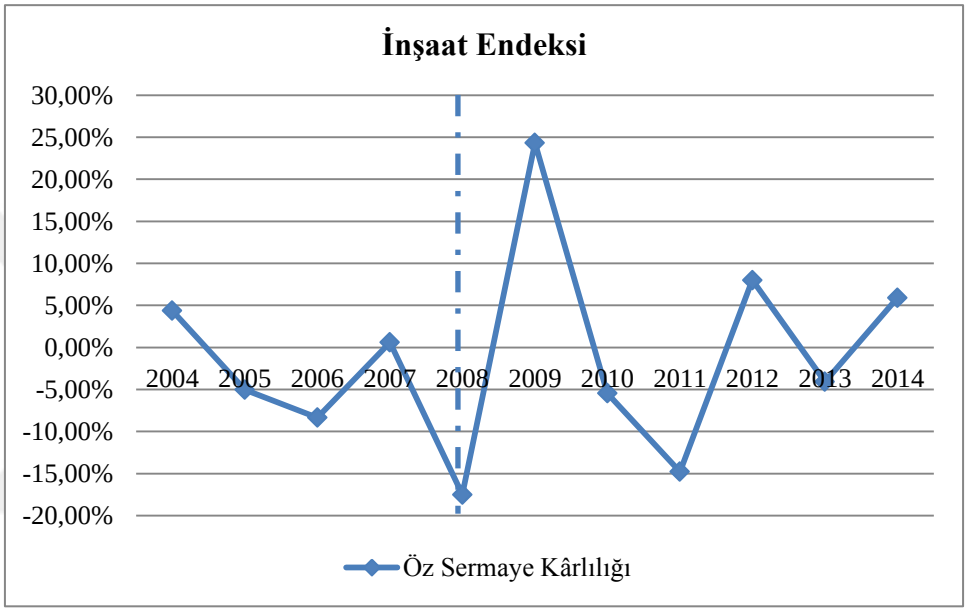
Şekil 3.26'da küresel finans krizinin BİST'te işlem gören ve İletişim Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş olduğuna dair bir düşüş görülmemektedir. Kriz öncesi dönemde 25% seviyelerinde olan öz sermaye kârlılık oranının, krizin ardından 2011 yılı hariç yükseliş içerisinde olduğu görülmektedir.

Bu verilerden yola çıkarak 2008 küresel finans krizinin BİST'te Spor Endeksi altında işlem gören şirketlerin DuPont oranlarını etkilediğini söylememiz mümkün görünmemektedir. Ayrıca araştırmanın son yılı olan 2014 yılında bile endeks içerisinde işlem gören 4 spor işletmesinin sektörü temsil etme kabiliyetinin sınırlı olması ve bu 4 şirket verileri üzerinden korelasyon analizi yapmanın güvenilir sonuçlar veremeyecek olması nedeniyle analize devam edilmemiştir.

3.6.15. İnşaat Endeksi

İnşaat Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.27'da gösterilmektedir. Ardından Şekil 3.28'de DuPont oranını oluşturan üç unsur gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.17'de DuPont oranını oluşturan üç unsur ile bu unsurlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

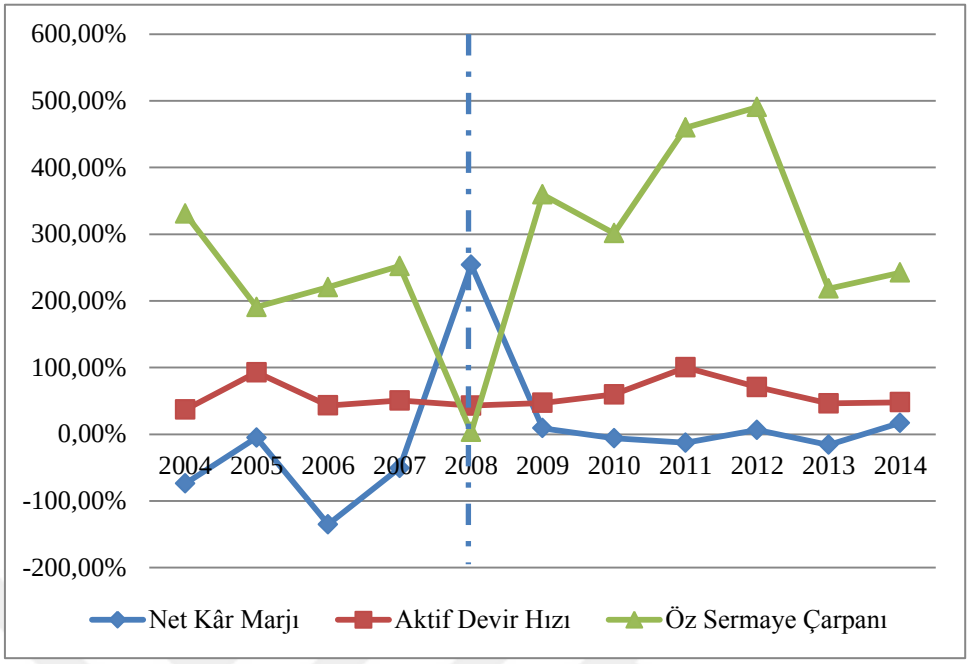
Şekil 3. 27: İnşaat Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



İnşaat Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin krizden önce DuPont yöntemi ile hesaplanan ortalama öz sermaye kârlılık oranı -4% seviyelerindeyken, krizin ardından istikrarlı bir şekilde devam etmese da pozitif hale gelmiştir. Kriz döneminde öz sermaye kârlılığı düşmüş fakat özellikle 2009 yılında bir toparlanmanın ortaya çıkmış olduğu görülmektedir. 2009 yılının ardından tekrar azalan öz sermaye kârlılık oranı sonraki yıllar tekrar yükselmeye başlamıştır.

Bu durum, krizin olduğu yılda İnşaat Endeksi içerisinde yer alan firmaların öz sermaye kârlılıklarının krizden etkilendiğini ve krizden sonra negatif hale düşmesine rağmen tekrar pozitif hale gelerek pozitif bir eğilime girdiği görülmektedir. Ayrıca endeksin öz sermaye kârlılığındaki değişkenliğin de krizin ardından giderek azalması dikkat çekicidir.

Şekil 3. 28: İnşaat Endeksi Oranları



Kriz öncesinde öz sermaye çarpanı 250% seviyelerindeyken krizde ciddi bir düşüş yaşamış olduğu ardından tekrar hızlı bir yükselme yaşadığı ve o şekilde devam ettiği görülmektedir. Diğer taraftan net kâr marjının krizden önce negatif ve istikrarsız olduğu görülmektedir. Net kâr marjının krizde yükseldiği, krizin ardından düşmesine rağmen istikrarlı bir döneme girdiği görülmektedir. Aktif devir hızında krizden sonra, krizden öncesine göre önemli bir değişiklik olmamıştır.

Bu veriler ile krizin ardından sektörün finansman politikasının değiştiği söylenebilir. Bunun yanında sektörde istikrarsız olan satış karlılıklarının krizden sonra istikrara kavuştuğu anlaşılmaktadır. Aktif devir hızına bakıldığında kriz öncesine göre bir artış içinde olduğu söylenebilir. Buna göre krizin ardından varlıkların daha verimli bir şekilde kullanılmaya başlandığı yorumu yapılabilir.

Aşağıda Tablo 3.17'de İnşaat Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıkları ve öz sermaye kârlılıklarını oluşturan faktörler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiştir.

Tablo 3. 17: İnşaat Endeksi Korelasyon Katsayıları

	Öz sermaye -Net kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Aktif devir hızı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Öz sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı
2004	0,73	0,31	-0,19
2005	0,89	-0,53	0,79
2006	0,48	0,64	0,85 *
2007	0,39	0,49	0,76
2008	-0,40	0,69	0,72 *
2009	0,95 *	-0,18	0,60
2010	0,89 *	0,07	0,31
2011	0,98 *	0,47	-0,70
2012	0,90 *	0,49	-0,60
2013	0,63 *	0,47 *	-0,64
2014	0,57 *	0,01	-0,80

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

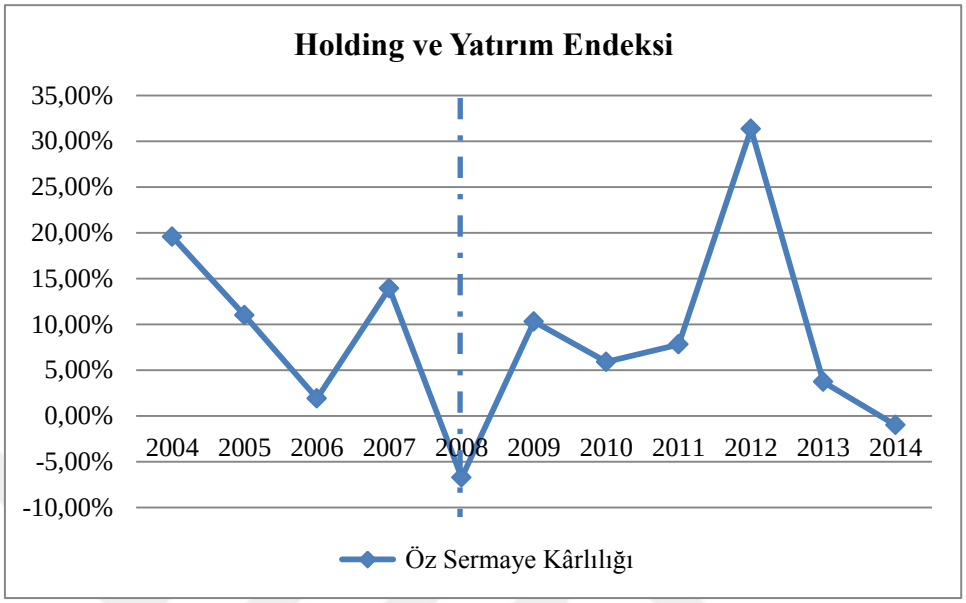
Tablo 3.17 incelendiği zaman DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığını 2008 yılında ortaya çıkan düşüşü en çok etkileyen faktörün 0,72 ilişki katsayısı ile net kâr marjı olduğu görülmektedir. Diğer endekslerin aksine ilişkinin yönü pozitif olarak ortaya çıkmıştır. 2006 yılında öz sermaye çarpanı hariç, krize kadar üç orandan hiçbirinin öz sermaye kârlılığı ile güçlü ve anlamlı bir ilişki içinde olmadığı belirlenmiştir. Krizin ardından ise sadece net kâr marjı, öz sermaye kârlılığı ile güçlü ve anlamlı bir ilişki içerinde olmuştur. Bu verilerle İnşaat Endeksinin öz sermaye kârlılığının kriz öncesine göre krizin ardından istikrara kavuştuğu söylenebilir. Öz sermaye kârlılığındaki bu istikrarın nedeni ise net kâr marjında ortaya çıkan pozitif gelişmeler olmuştur. Yani krizin ardından, inşaat sektöründe varlıkların daha verimli kullanıldığı, bunun da öz sermaye kârlılığındaki düzelmeyi olumlu etkilediği anlaşılabilir.

3.6.16. Holding ve Yatırım Endeksi

2008 Küresel Finans Krizi'nde BİST'te Holding ve Yatırım Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile Şekil 3.29'da gösterilmektedir. Şekil 3.30'da DuPont oranını oluşturan üç oran gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.18'de

DuPont oranını oluşturan üç oran ile bu oranlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

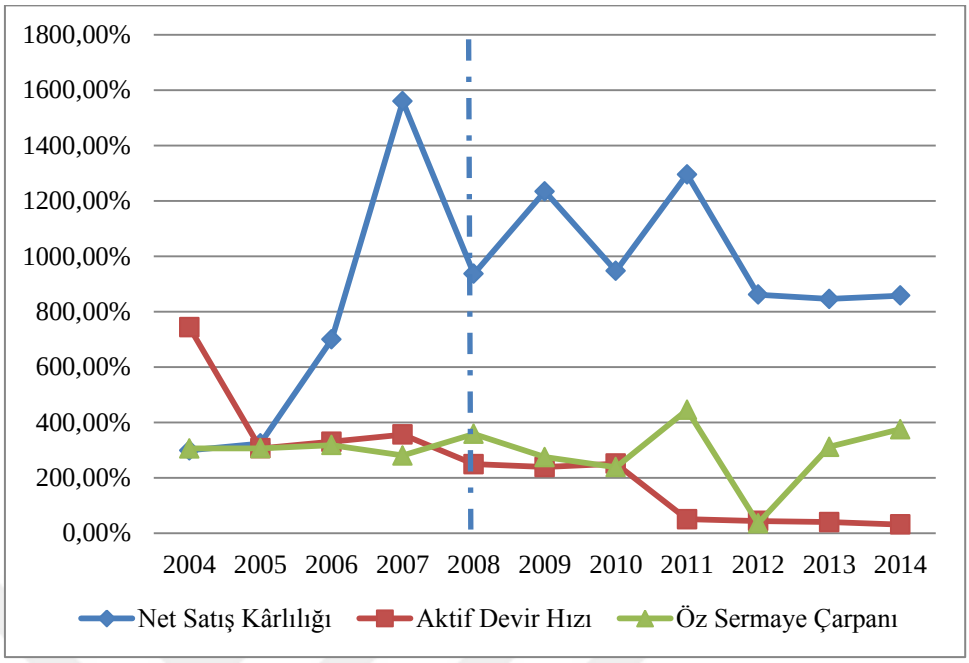
Şekil 3. 29: Holding ve Yatırım Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Yukarıdaki grafiğe bakıldığı zaman 2008 Küresel Finans Krizinin BİST'te işlem gören ve Holding ve Yatırım Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiş olduğu açık bir şekilde görülebilmektedir. Holding Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin krizden önce pozitif ve değişken olan öz sermaye kârlılık oranı, krizde -5% seviyelerinin altına inmiştir. Krizin ardından yükselen ve pozitif hale gelen öz sermaye kârlılık oranı 2012 yılında 30% seviyelerine kadar çıkmıştır. Bu durum, krizin olduğu yılda BİST'te işlem gören ve Holding ve Yatırım Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont oranlarının krizden etkilendiğini göstermekle beraber krizin ardından bu etkinin azaldığı 2012 yılında ise 30% seviyelerine kadar yükseldiği görülmektedir.

Buna göre Holding ve Yatırım Endeksi içerisinde yer alan işletmelerin krizden etkilenmesine rağmen krizden sonraki yıllarda öz sermaye kârlılık performanslarının krizden öncekine göre daha yüksek olduğu söylenebilir.

Şekil 3. 30: Holding ve Yatırım Endeksi Oranları



Holding ve Yatırım Endeksi içerisinde yer alan şirketlerin altında çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren firmalar olduğundan dolayı, Holding Endeksi net satış kârlılığının diğer endekslere göre oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Net satış kârlılığı özellikle 2007 yılında oldukça yükselmiş fakat bu yükselişin ardından küresel finans krizinin ortaya çıktığı 2008 yılında net kâr marjında önemli oranda düşüş olmuş ve bu düşüş Şekil 3.29'in de desteklediği şekilde öz sermaye kârlılıklarını düşürmüştür. Krizden önce daha düşük olan öz sermaye kârlılığı krizin ardından daha yüksek olmasına rağmen inişli çıkışlı bir seyir izlemiştir. Aktif devir hızının krizden önce, krizden sonrakine göre daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır.

Holding ve Yatırım Endeksi içerisinde yer alan firmaların DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılıkları ve öz sermaye kârlılıklarını oluşturan faktörler arasındaki korelasyon ilişkisi incelenmiştir.

Tablo 3. 18: Holding ve Yatırım Endeksi Korelasyon Katsayıları

	Öz sermaye - Net Kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye - Aktif Devir Hızı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye - Öz Sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı
2004	-0,04	-0,15	0,58 *
2005	-0,02	0,15	-0,06
2006	0,49	-0,11	0,16
2007	0,56 *	0,04	0,31
2008	0,64 *	-0,49	0,01
2009	0,52 *	0,31	0,45 *
2010	0,30	0,01	0,49 *
2011	0,21	0,06	0,92 *
2012	-0,13	0,05	-0,98 *
2013	0,14	0,04	-0,55 *
2014	0,05	-0,19	-0,84 *

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

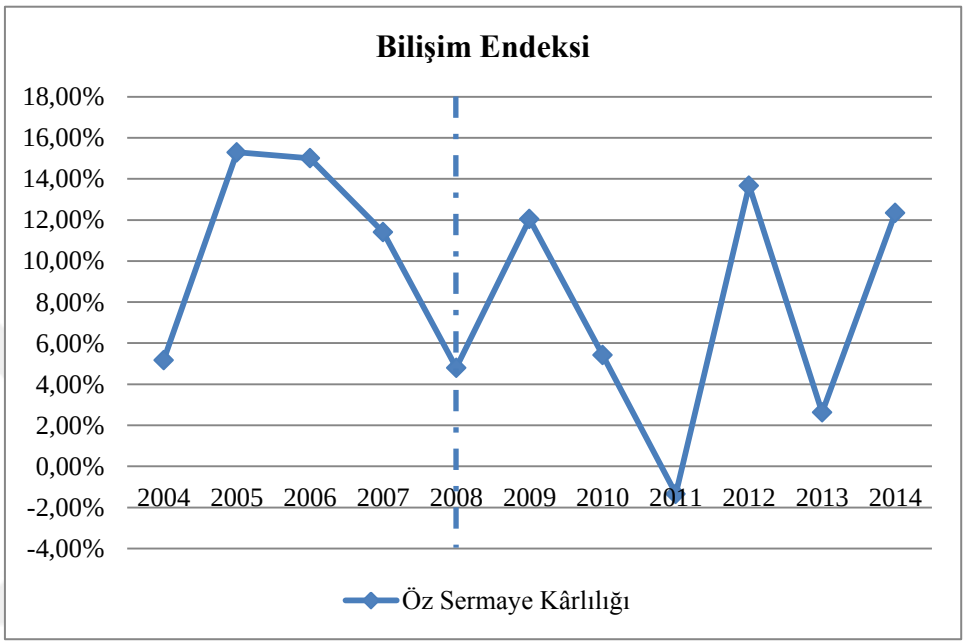
Tablo 3.18'de yer alan ve diğer faktörlerin DuPont oranı ile arasındaki ilişkiyi ifade eden korelasyon katsayıları yıllar itibari ile diğer endekslere oranla hem düşüktür hem de önemli oranda değişkenlik göstermektedir. Tablodaki verilere göre DuPont yöntemi ile hesaplanan öz sermaye kârlılığı krizden önce ve kriz döneminde 2007, 2008 ve 2009 yıllarında net kâr marjı ile pozitif ve anlamlı bir ilişki içerisinde olmuştur. Krizden sonra ise öz sermaye kârlılığının öz sermaye çarpanı ile güçlü ve anlamlı bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. Bu ilişki 2009, 2010 ve 2011 yıllarında pozitif yönlüyken; 2012, 2013 ve 2014 yıllarında negatif yönlü olarak belirlenmiştir. Bu durum, Şekil 3.29'da krizden sonra öz sermaye çarpanındaki değişmeyle Şekil 3.30'daki değişme tarafından da anlaşılmaktadır.

Buna göre, 2008 Küresel Finans Krizi, araştırmaya konu olan yıllar içerisinde, BİST'te Holding Endeksi altında işlem gören şirketlerin DuPont yöntemine göre hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiştir. Bu etkiyi kriz döneminde net kâr marjı etkilemiştir. Krizden sonraki dönemde ise öz sermaye çarpanının etkisi artmıştır. Buna göre kriz döneminde önemli olan varlıkların verimliliği kriz sonrasında azalmış, bunun yerine işletmelerin finansman politikaları önem kazanmıştır denebilir.

3.6.17. Bilişim Endeksi

Şekil 3.31'de 2008 Küresel Finans Krizi'nde Bilişim Endeksi altında işlem gören işletmelerin, DuPont yöntemi kullanılarak hesaplanan öz sermaye kârlılığı yıllar itibari ile gösterilmektedir.

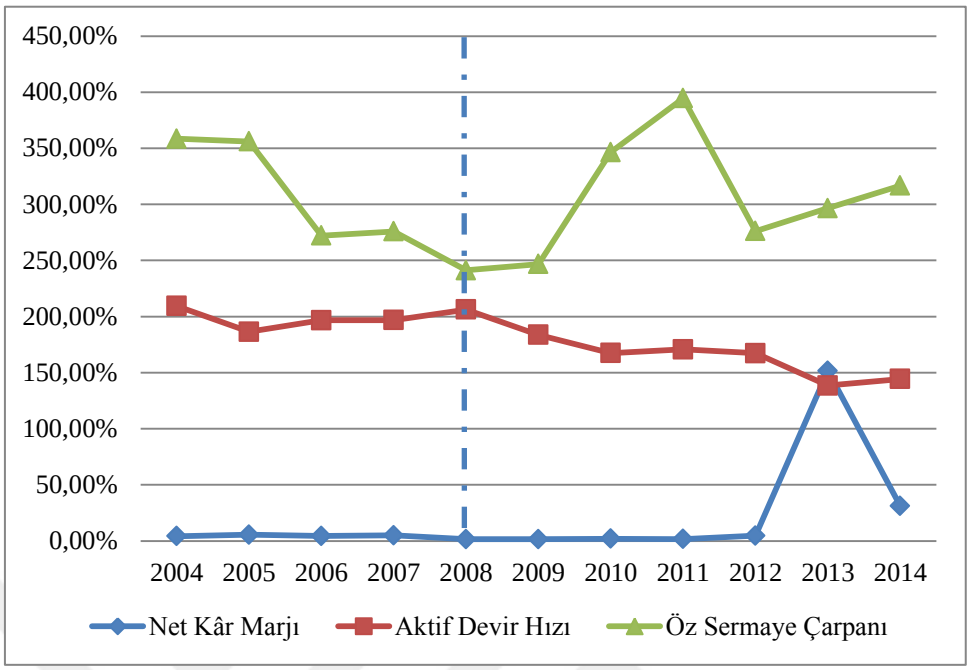
Şekil 3. 31: Bilişim Endeksi Öz Sermaye Kârlılık Oranı



Şekil 3.31'de görüldüğü gibi 2008 Küresel Finans Krizinde Bilişim Endeksi içerisinde yer alan firmaların öz sermaye kârlılıkları negatife düşmese de, krizden olumsuz yönde etkilenmiş olduğu görülebilmektedir. Krizden önce 15% seviyelerinde olan öz sermaye kârlılığı, krizde 5%, krizden sonra toparlamış ve 12%'lere çıkmış fakat 2011 yılında -1%'lere kadar düşmüştür. Endeksin krizden önce değişken olan öz sermaye kârlılık oranı krizin ardından da değişkenliğini sürdürmüş istikrarlı bir döneme girmemiştir.

Şekil 3.32'de DuPont oranını oluşturan üç oran gösterilmektedir. Son olarak Tablo 3.19'da DuPont oranını oluşturan üç oran ile bu oranlar arasındaki korelasyon ilişkisi verilmiştir.

Şekil 3. 32: Bilişim Endeksi Oranları



Şekil 3. 32 incelendiğinde, 2008 küresel finans krizine kadar öz sermaye çarpanın azaldığı, net kâr marjı ile aktif devir hızının ise sabit kaldığı görülmektedir. Krizin ardından öz sermaye çarpanının arttığı görülmektedir. Aktif devir hızı krizin ardından azalmıştır. Krizden önce 200% seviyelerinde olan aktif devir hızı, krizin ardından 150% seviyelerine düşmüştür. Net kâr marjı ise 2013 yılındaki hızlı yükselme hariç istikrarlı bir süreç izlemiştir. Buradan krizden sonraki dönemde öz sermaye çarpanı, yani işletmelerin finansman politikalarının değiştiği söylenebilir. Bununla beraber varlıkların verimli kullanılması azalmıştır. Satışların kârlılığı istikrarlı bir süreç izlemekle beraber son dönemde artmıştır.

Tablo 3. 19: Bilişim Endeksi Korelasyon Katsayıları

	Öz sermaye -Net Kâr Marjı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Aktif Devir hızı Korelasyon Katsayısı	Öz sermaye -Öz Sermaye Çarpanı Korelasyon Katsayısı
2004	0,50	0,37	-0,31
2005	0,01	0,78 *	0,40
2006	0,36	0,21	0,69 *
2007	0,29	0,55 *	0,43
2008	0,78 *	0,02	0,18
2009	0,63 *	0,75 *	0,18
2010	0,79 *	0,49	-0,61 *
2011	0,87 *	0,52	-0,89 *
2012	0,58 *	0,27	0,01
2013	0,54 *	0,10	-0,70 *
2014	-0,18	0,28	0,11

* Katsayı 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 3.19'a göre, verilerin DuPont oranı ile arasındaki ilişkiyi ifade eden korelasyon katsayıları yıllar itibari ile değişiklik göstermektedir. Krizden önce öz sermaye kârlılığı ile net kâr marjı arasında güçlü ve anlamlı bir ilişki yokken krizde ve krizin ardından net kâr marjı ile anlamlı ve güçlü bir ilişkinin ortaya çıktığı görünmektedir. Aktif devir hızı 2005, 2007 ve 2009 yıllarında öz sermaye kârlılığı ile güçlü ve anlamlı bir pozitif ilişki içerisinde olmuştur. Öz sermaye çarpanının ise krizden sonra 2010, 2011 ve 2013 yıllarında güçlü ve anlamlı bir pozitif ilişki içerisinde olmuştur.

Buna göre, 2008 Küresel Finans Krizi, 2004-2014 yılları içerisinde BİST'te Bilişim Endeksi altında işlem gören şirketlerin DuPont yöntemine göre hesaplanan öz sermaye kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiştir. Bu etkinin ortaya çıkmasını en çok belirleyen faktör ise krizden sonra net kâr marjı olmuştur. Krizden önce aktif devir hızı ve öz sermaye çarpanının belirleyici olduğu söylenebilir.

SONUÇ

1990'lı yıllardan bu yana finansal liberalizasyon ve artan teknolojik gelişmeler sayesinde küreselleşmenin hızı ve etkisi artmış görünmektedir. Hızla yayılan küreselleşmenin sonucu olarak finansal piyasalar birbirleri ile daha da içli dışlı ve bağımlı hale gelmiştir. Tüm bunlar neticesinde türev piyasalarda ürün çeşitliliği ve işlem hacmi de görülmedik seviyelerde artmış ve ülke ekonomilerini de artan oranda etkileyen bir dönem olmuştur.

2008 yılına gelindiği zaman ABD'de ortaya çıkan kriz, önce gelişmiş ülkelere daha sonra gelişmekte olan ülkelere hızla yayılarak neredeyse tüm dünyaya yayılma etkisi göstermiştir. Bu yayılmada türev piyasaların hızlı bir şekilde gelişmesi ve yeni türev araçların piyasalarda denetimsiz işlem görmesinin de büyük etkisi olmuştur.

Gelişmekte olan piyasa ekonomileri arasında yer alan Türkiye ekonomisinde son zamanlarda yaşanan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde, sektörde sarsıntılara yol açan belirli sorunlar ortaya çıkmıştır. Bu sorunlar çeşitli nedenlerden kaynaklanıyor olabilir. Bunlardan bazıları, ekonominin temel fiyat mekanizmaları olan enflasyon, kredi, faiz ve kur politikasının iyi yönetilememesi ve aşırı dalgalanma göstermesi, kamu maliyesinde disiplinsizlik, cari açığın yüksek olması, yurt içi tasarrufların yetersizliği ve dış kaynağa aşırı bağımlılık gibi makroekonomik sorunlardır. İkinci olarak, Türk finansal sektörünün yapısal sorunları ve yetersizliği sonucu yükün para piyasasında kalmasının yanında önemli bir etken ise denetim ve yapısal sorunların olmasıdır.

Son 2001 krizinden sonra yapılan yapısal reform ve etkili denetim sayesinde Türkiye ekonomisi ve finansal yapısı güçlenmiştir. 2008 krizi tamamen dışarıdan kaynaklı bir kriz olarak farklılaşmasına rağmen Türkiye'ye etkisi içeriden kaynaklı krizler kadar hasar verici ve yüksek olmamıştır.

Tüm bunlara rağmen küresel ekonomik krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisi ilk olarak finansal piyasalarda görülmeye başlanmıştır. İMKB bileşik fiyat endeksi 2008 yılı ocak ayında yaklaşık 43.000 iken aynı yılın eylül ayında

36.000'e, aralık ayı içerisinde de 27.000'e düşmüştür. Küresel ekonomik kriz önce borsada ortaya çıkmakta daha sonra da reel ekonomide kendini göstermektedir (İMKB).

Bu araştırmada, ABD'de ortaya çıkan ve küresel bir boyut kazanarak tüm ülkelerde etkisini gösteren 2008 küresel finansal krizinin BİST'te 4 ana endeks altında yer alan ve 17 alt endeks içerisinde işlem gören işletmelerinin krizden etkilenip etkilenmedikleri, işletmelerin öz sermaye kârlılıkları DuPont yöntemi ile analiz edilerek belirlenmeye çalışılmıştır. Kriz öncesine göre krizden etkilendiği tespit edilen endekslerin bu etkiye neden olan faktörler, korelasyon analizi yöntemi ile belirlenmiştir.

Tüm bu çalışmaların sonucunda, DuPont analizine göre öz sermaye kârlılıkları belirlenmiştir. Öz sermaye kârlılıkları, kriz öncesine göre krizden sonra daha düşük olan endekslerin krizden etkilendiği görülmüştür. Bu endeksler Tekstil Deri Endeksi, Kağıt Orman Endeksi, Taş Toprak Endeksi, Metal Ana Endeksi, Metal Eşya Endeksi, Turizm Endeksi, Ticaret Endeksi, İletişim Endeksi, Holding ve Yatırım Endeksi ve Bilişim Endeksi olarak tespit edilmiştir. Krizden sonra öz sermaye kârlılığı kriz öncesinden yüksek olmasına rağmen kriz döneminde etkilenen endeksler ise Kimya Petrol Endeksi, Elektrik Endeksi, Ulaştırma Endeksi olarak tespit edilmiştir. Gıda İçecek Endeksi, Madencilik Endeksi, Spor Endeksi, İnşaat Endeksinin ise kriz öncesine göre krizden olumsuz etkilenmediği belirlenmiştir.

Krizden etkilenen endekslerin DuPont oranı ile net kâr marjı, aktif devir hızı ve öz sermaye çarpanı arasındaki ilişki korelasyon analizine göre belirlenerek öz sermaye kârlılığının bu üç faktörden hangisi tarafından daha fazla etkilendiği tespit edilmeye çalışılmıştır.

Araştırmaya konu olan yıllar boyunca krizden önce ve sonra, öz sermaye kârlılığı üzerinde etkili olan faktörler endekslerin başlıkları altında belirtilmiştir. Genel olarak bahsedilecek olunursa, krizin ardından işletmelerin finansman politikalarının önemli ölçüde değiştiği, varlıkların verimli kullanılmasının azaldığı ve satışlardan elde edilen kârlılığın ise çoğu endekste arttığı görülmüştür. Fakat bu

unsurlardan öz sermaye çarpanının kriz sonrasında daha belirleyici olduğu, ardından net kâr marjının belirleyici olduğu belirlenmiştir. Aktif devir hızının kriz öncesi ya da sonrası dönemde istikrarlı bir etkisinin olmadığı bazı yıllar etkili olduğu da anlaşılmıştır.

Elde edilen bu veriler ışığında ve yapılan analizler sonucunda krizden sonraki dönemde sektörlerin verimliliklerini arttırıcı gelişme gösteremediği anlaşılmıştır. Satışlardan elde edilen kârlarda bazı sektörlerde artışlar olmasına rağmen yeterli olmadığı görülmüştür. Finansman politikalarında ise önemli değişiklikler olduğu görünmektedir. Buradan işletmelere öz sermaye kârlılıklarını artırmaları için varlık verimliliklerini ve satışlardan elde edilen kârlılıklarını arttırıcı önlemler almaları ve bu doğrultuda çeşitli reformlar yapmaları önerilmektedir.

KAYNAKÇA

Aalbers, M. (2009). "Geographies Of The Financial Crisis". *Royal Geographical Society (With The Institute Of British Geographers)*, sy. 41, ss. 34–42.

Agenor, R., Mc Dermott, C.J., Ucer, M.E. (1997). "Fiscal Imbalances, Capital Inflows And The Real Exchange Rate: The Case of Turkey". *IMF Working Paper*.

Akdiş, M. (1992). "Rasyonel Beklentiler Okulunun Enflasyon Yaklaşımı ve Türkiye'deki Faiz Oranları". *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, sy. 6-7, ss.61-65.

Akdiş, M. (2000). *Global finansal sistem ve finansal krizler ve Türkiye,* 1.Basım. İstanbul: Beta Yayınları.

Akgüç, Ö. (1989). *Yüz Soruda Türkiye'de Bankacılık*. İstanbul:Gerçek Yayınevi.

Akkemik, K. A. (2011). "Japonya (1991) ve ABD (2007-2009) Finans Krizlerinin Politik İktisat Perspektifinden Bir Değerlendirmesi". *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, sy. 12 (2), ss. 171-186.

Alatlı, A. (2001). *Kükreyen 20'ler*. http://www.alevalatli.com.tr/makale.asp?s=detay&ID=240 [25.03.2015]

Almazari, A. A. (2012). "Financial Performance Analysis Of The Jordanian Arab Bank by Using The DuPont System of Financial Analysis", *International Journal of Economicsand Finance*, sy. 4(4) ss. 86-94.

Alp, A. (2001). "Bankacılık krizleri ve krize karşı politika önerileri", *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, c.1, sy. 41, ss. 675-687.

Alp, A. (2002). *Uluslar arası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, Ankara:İMKB Yayınları.

Apak, S. ve Aytaç, A. (2009).*Küresel Krizler, Kronolojik Değerlendirme ve Analiz*, İstanbul:Avcıol Basım Yayın.

Asian Policy Forum (2000). *Policy Recommendations for Preventing Another Capital Account Crisis,* Asian Development Bank Institute.

ASO, (1999). "Küreselleşme". *Asomedya,* Ankara: Ankara Sanayi Odası Yayını ss. 26-40.

Aşıkoğlu, R. ve Ögel, S. (2006). "2001 Krizinin İMKB'de Hisse Senetleri İşlem Gören İmalat İşletmelerinin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkileri", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi,*c. 8, sy. 2.

Atik, H. (2015). "Ocak 2015 Dahilde İşleme Rejimi Verileri Ne Anlama Geliyor?" *Ankara Strateji Enstitüsü,* http://www.ankarastrateji.org/ko-e-yaz-s/ocak-2015-dahilde-i-leme-rejimi verileri-ne-anlama-geliyor/ [06.06.2015]

Ay, A. (2011). *Dünya Ekonomisinde Yaşanan Başlıca Ekonomik Krizlerin Analizi Ve Krizden Çıkış Politikaları* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aydın, N., Başar, M., Coşkun, M. (2010). *Finansal Yönetim,* Ankara:Detay Yayıncılık.

Aziz, J.,Caramazza, F. ve Salgado, R. (2000). "Currency Crises: In Search of Comman Elements", *IMF Workin gPaper*.

Balı, S., Büyükşalvarcı, A. (2011). *1630'dan 2010'a Finansal Krizler Tarihi,* Ed. Aslan Eyi. İstanbul:Çat Kitapları.

Bilge, O. (2009).*Ekonomik Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri*, Başbakanlık Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışma Genel Müdürlüğü Sosyal Yardım Uzmanlık Tezi.

Bilim Sanayi Ve Teknoloji Bakanlığı Sanayi Genel Müdürlüğü (2012). *Türkiye Kimya Sektörü Strateji Belgesi Ve Eylem Planı 2012-2016.*

Boran, G. A. (2006). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Krizleri ve Türkiye* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Boyacıoğlu, E.B. (2007). *Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Kalkınma Kriterleri Açısından Karşılaştırılması ve Türkiye İçin Öneriler* (Doktora Tezi), Trakya Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü.

Brunnermeier, M. (2008). "Bubbles", *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2. Ed.

Cansızlar, D. (2008). "Küresel Krizin Türkiye Ekonomisine ve Piyasalara Etkisi", *İşveren Dergisi*, 46(6), 34-37.

Cecchetti, G. S. (1998). "Understanding of Great Depression:Lesson for Current Poliscy" *The Economics of The Great Depression*.(Ed.) Mark Wheeler. Western Michigan University.

Celasun, M. (2002). " 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme", *ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi*, Ankara, 11- 14

Çakmur Yıldırtan, D. (2009). "Asimetrik Bilgi, Küresel Finans Krizinin Nedenleri ve Türkiye'ye Yansımaları", *7. Uluslararası Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi*, Yalova.

Çelebi, İ. (2013). *Global Krizin Emtia Piyasaları Üzerine Etkileri ve Gelişmeler*. Marmara Üniversitesi Açık Arşiv Sistemi. http://dspace.marmara.edu.tr/handle/18832014/813

Degrace, T. (2011). *Stock Market Crash Of 1929 Causes, Effects And Timeline*. http://www.Stockpickssystem.Com/1929-Stock-Market-Crash/ [26.04.2015]

Delice, G. (2003). "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, sy. 20, ss. 57- 81.

Demir, O. (Ocak 2003). "Türkiye Ekonomisi Sorunlar, Hatalar ve Krizler", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 202, 84-100.

Doğan, D. (2005). *Türkiye'de Yaşanan 2001 Yılı Finansal Krizi Ve Firmalar Üzerine Etkileri: İMKB'de Bir Uygulama* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Doğan, S. (2005). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Ekonomik İstikrar Programlarının Bankacılık Sektörü Üzerindeki Etkileri ve Finansal Krizler* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Eğilmez, M. (1996). *Uluslararası Para Fonu (IMF),* Dünya Bankası Grubu ve Türkiye. Dünya Bankası Yayınları No: 2.

Eğilmez, M. (2001). *Kasım 2000 Krizi Üzerine.* http://www.mahfiegilmez.com [11.09.2014]

Eğilmez, M. (2009). *Küresel Finans Krizi*, 5. Basım, Ankara: Remzi Yayıncılık.

Eğilmez, M. (2012d). *Kapitalizm ve Üç Büyük Krizi* http://www.mahfiegilmez.com/search?q=1929[27.03.2015]

Erdoğan, N. (2002). "Dünya ve Türkiye'de Finansal Krizler", *Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Uygulamaları Kamu Bankaları Deneyimi*, Ankara:Yaklaşım Yayınları.

Ertekin, M. ve Baştürk F. (2005). "Türkiye'de 1990 Sonrası Yaşanan Ekonomik Krizlerin Sigorta Sektörünün Fon Yaratma Fonksiyonu Üzerine Etkileri". http://www.mevzuatdergisi.com/2005/01a/02.htm [12.04.2015]

Ertürk, K. (2003). "On the Changing Nature of Currency Crises", *Department Of Economics Working Paper Series, Working Paper No*: 2003-02 University of Utah.http://www.econ.utah.edu/activities/papers/2003_02.pdf [22.10.2015]

Fernandez, R., L. Schumacher (1997)."Does Argentina Provide a Case for Narrow Banking?" in Preventing Banking Sector Distressand Crises in Latin America (Ed.), Suman K. Beryand Valeriano F. Garcia, World Bank Discussion Paper, No. 360, The World Bank, Washington D.C., 21-31.

Fratianni M. U., Marchionne, F.(2009). *The Role of Bank in the Subprime Financial Crisis,*

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1383473 [05.05.2015]

Gill, J. (2010). The South Sea Bubble Chartered Accountants Journal, *EBSCO Business Source Complete*. sy. 89(9),ss. 46-47.

Güler, N. (2006). *Türk Bankacılık Sektöründe Krizleri Belirleyen Faktörler* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Harley, (2015). *The End of the Gold Standard.* http://www.harley.com/money-and-economics/understanding-money/10-the-end-of-the-gold standard.html [29.04.2015]

IMF, (2002). "Eye of theStorm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures" Finance & Development, IMF, ss. 4-7.

Işık, E. (2011). *2008 Küresel Finansal Krizin İşletmelerin Çalışma Sermayeleri Üzerindeki Etkilerinin Oranlar Aracılığıyla Tespiti: İMKB'de Bir Araştırma* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

İTO, (2001). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul, 2011-47. ISBN 975-512-603-1.

Kaminsky, G. L. (1999). Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress. *IMF Working Paper No. 99/178*.

Karabacak, Ö. (2012).*Küresel Finansal Krizinin Finansal Oranlar Üzerine Etkisi: İMKB'de İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karabulut, T. (2009). "Küresel Finansal Kriz ve Türk Dünyası'nın Makroekonomik Göstergelerine Etkisi: Türkiye Ve Azerbaycan Örneği", *Journal of Azerbaijani Studies,* ss.405-422.

Karamustafa, O. ve M. Duman (2004). "Türkiye'de Hisse Senedi Getirileri, Enflasyon ve Reel Üretim İlişkisi, *MUFAD* (21): 94-100.

Karamustafa, O. ve Y. Küçükkale (2002). "Hisse Senedi Getirileri ve Makroekonomik Değişkenlerin Koentegrasyon ve Nedensellik İlişkileri". *VI. Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu,* Isparta: 225-265.

Kesimli, İ. G. ve Günay, S. G. (2011). "TheİmpactOf The Global Economic Crisis On Working Capital Of Real Sector İn Turkey". *Business and Economic Horizons,* No: 4, ss. 52-69.
http://academicpublishingplatforms.com [28 Mart 2015]

Keskin, E. (1999), "1999 Yılında Türk Bankacılık Sisteminde Gelişmeler". Bankacılar Dergisi, sy. 33, ss.11-33.

Kınaytürk, Z. (2006). *1990 Yılından Sonra Yaşanan Ekonomik Krizlerin Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (Kobi) Üzerindeki Etkileri* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kindleberger, C. P., (2007). *Cinnet, Panik ve Çöküş*. Çev. Halil Tunalı. İstanbul:İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Köseoğlu, M., Yamak, R. (2004). *Uygulamalı İstatistik*. Trabzon:Derya Kitabevi.

Krugman, P. (2010). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz,* Çev. Neşenur Domaniç. İstanbul:Literatür Yayıncılık.

Kuran, İ. (2006).*Türkiye'de Ekonomik Krizler ve İstikrar Programları* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kutlu, A. K. ve Demirci, N.S. (2011). "Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış Ve Mevcut Durum". *Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim 2011*.ss. 121-132.

Küçükkiremitçi, O. (2008). "Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri", Ankara: Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü.

Moyer, C., Mcguıgan, J., Rao, R. (2007).*Fundamentals of Contemporary Financial Management*, Canada:Thomson South Western.

MÜSİAD, (2009). "2009 Türkiye Ekonomisi". *Yine Kriz Yeni Dersler*. İstanbul:Tavaslı Matbaacılık.

Mishkin, F.S. (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective" *Annual World Bank Conference on Development Economics*, The World Bank, 29-62.

Oksay, S. ve Ceylantepe, T. (2006). *Mortgage ve Mortgage Sigortaları*, İstanbul:Sigorta Araştırma ve İnceleme Yayınları.

Oktar S. ve Dalyancı L. (2010). "Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler*", M.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*, c. 29, ss. 2.

Osmanoğlu, H. (2012). *Finansal Krizin Gizli Doğası*. İstanbul:Cinius Yayınları

Oxford Reference Online Premium, "Crisis", (çevrimiçi) http://bit.ly/ahKQJP [04.11.2014]

Ögel, S. (2005). *2001 Krizinin İmalat Sanayi Üzerindeki Etkilerinin Oran Analizi Yoluyla Belirlenmesi* (Basılmamış Doktora Tezi), Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Önder, İ. (2001). "Ekonomik Kriz", *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı I*, ss. 41.

Parker, R. (2008). *An Overview of the Great Depression*, http://eh.net/?s=An+Overview+of+the+Great+Depression [22.03.2015]

Parker, T. (2011). *What We Learned From The Last Oil Shock.* http://www.investopedia.com/financial-edge/0511/what-we-learned-from-the-last-oil-shock.aspx[26.04.2015]

Raymond F. Mikesell (1994). "The Bretton Woods Debates". *A Memoir Essays In International Finance*, sy. 192, ss. 3.

Rusya'nın Sesi, (2013). Türkiye'nin Enerji Maliyeti 60 Milyar Dolar. http://tr.sputniknews.com/rsfmradio.com/radio_broadcast/100990066/107042368 [10.07.2015]

Sevim, C. (2012). *Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği.* Ankara:BDDK Yayınları.

Seyidoğlu, H. (2003). "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye Ve Dönüşüm Ekonomileri", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, ss. 141-156.

Shaw, E. (1973). Financial *Deepening in Economic Development*, London:Oxford University Press.

Shiller, R. J. (2005). *Irrational Exuberance:The Stock Market in Historical Perspective*. Princeton University Press 2. Baskı. http://press.princeton.edu/chapters/s7922.pdf [24.04.2015]

Shiratsuka, S. (2003). *Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability*. IMES, Institute For Monetary And Economic Studies Bank Of Japan, 2003-E-15.

Smeral, E. (2010). "Impacts of the World Recession and Economic Crisis on Tourism:Forecasts and Potential Risks".*Journal of Tourism Research*, 49(1), ss. 31-38.

Stiglitz, E. J. (2009). "The Anatomy of a Murder: Who Killed American Economy?" *Critical Review: A Journal of Politics and Society*, c. 21:2-3, ss. 329-339.

Susam, N. ve Bakkal U.(2008). "Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?", *Maliye Dergisi*, sy**.** 55, ss. 72-88.

Şahinöz, A. (2001). *Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz*, Türkiye Ekonomi Kurumu. Ankara:İmaj Yayıncılık.

Şanlı, U. (2002). *Borç Kapanı: IMF, Ekonomik Savaşın Perde Arkası*. (1. Baskı). İstanbul: Selis Kitaplar: 1, İnceleme – Araştırma: 1.

T.C. Chicago Başkonsolosluğu Ticaret Ataşeliği (2008). ''Küresel Finansal Krizin Nedenleri Ve Olası Sonuçları Hakkında Bilgi Notu'', http://www.musavirlikler.gov.tr/upload/CHI/Finansal%20kriz%20bilgi%20notu.pdf [05.3.2015]

Tanrıöven, C. ve Aksoy, E. E. (2009). "Krizlerin Reel Sektör İşletmeleri Üzerine Etkileri: İMKB'de Sektörel Bazda İnceleme", *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, c. 11, sy. 2, ss. 79-114.

TCMB (1999). *Yıllık Rapor I.* http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/yayinlar/raporlar/yillik+rapor [20.03.2015]

TCMB (2008). *Yıllık Rapor* . http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor

TCMB (2009).*Enflasyon Raporu 2009*-III, http://www.tcmb.gov.tr [24.03.2015]

Terzi, N. (2009). *Hedge Fonlar: Küresel Finans Piyasalarının Gizemli Oyuncuları*. İstanbul: Beta Yayınları

TEPAV (2008). *2007–08 Küresel Finansal Kriz ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler, Küresel Kriz Çalışma Grubu*, Politika Notu.

Tonak, E. A. (2009). "Krizi Anlarken". *Çalışma ve Toplum*, sy. 1, ss. 29-44.

Topallı, N. (2006). *Finansal Krizler ve IMF'nin Kriz Politikaları*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Toprak, M. (2001). "Yükselen Piyasalarda Finansal Kriz", *Yeni Türkiye Dergisi,* c. 2, sy. 42, ss. 847-1480.

Türkiye Ekonomi Kurumu, (2001). *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri.* Tartışma Metni, No:2001/1.

Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı (2010). *Türkiye Beyaz Eşya ve Elektronik Sektörü Raporu. http://www.iso.org.tr/Sites/1/upload/files/BEYAZ.ESYA.ELEKTRONIK.SEKTORU_INVEST-469.pdf* [24.03.2016]

Ural, M. (2003). "Finansal Krizler ve Türkiye", *D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*, c.18,sy. 1, ss.11-28.2.

Uyar, A. (2009). "Küresel Ekonomik Krizin Şirketlerin Nakit Dönüşüm Sürelerine Etkileri: İMKB'de İşlem Gören Şirketler Üzerinde Bir

Çalışma", *Mufad Dergisi*,No:44, http://journal.mufad.org/attachments/article/180/18.pdf. [28 Mart 2015]

Uyar, A. ve Okumuş, E. (2010). "Finansal Oranlar Aracılığıyla Küresel Ekonomik Krizin Üretim Şirketlerine Etkilerinin Analizi", *Mufad Dergisi*, http://journal.mufad.org/attachments/article/144/13.pdf. [17 Ağustos 2015]

Üçgöz, S. (2005). *IMF İstikrar Programları Ve Ekonomik Etkileri: Latin Amerika ve Türkiye Uygulamalarının Karşılaştırılması* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

White, L. H. (2003). "Küresel Finansal Piyasalar ve Uluslararası Para Fonu", (Çev. Ekrem Erdem), *Kapitalizm ve Küresel Refah*, (Ed.) I. Vasquez, Ankara:Liberte Yayınları (*13. bölüm*), ss. 243-259.

Yaman, Ö. (2010). *Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri* (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yavuz, A. (2009). "Küresel Kriz ve İstihdama Etkisi", *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi,* sy. 58, ss. 2-32.

Yılmaz, D. (2009c). 2009 Temmuz Enflasyon Raporu Basın Toplantısı, Ankara, TCMB, http://www.tcmb.gov.tr [12.02.2015]

Köse S. K. (2010). Korelasyon ve Regresyon Analizihttp://file.toraks.org.tr/TORAKSFD23NJKL4NJ4H3BG3JH/mse-ppt-pdf/Kenan_KOSE3.pdf [15.08.2015]

ÖZET

2008 FİNANSAL KRİZİNİN ÖZ SERMAYE KÂRLILIKLARINA ETKİSİ: BİST'TE BİR UYGULAMA

PİLATİN, Abdulmuttalip
Yüksek Lisans - 2016
İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA

Küreselleşen dünya sadece birbirine yakınlaşmakla ve birbirine benzemekle kalmadı bunun yanında bir ülkede meydana gelen olaylar diğer ülkeleri de etkileyen bir soruna dönüştü. Bu durum özellikle de finansal ve ekonomik krizlerde daha sık rastlanılan bir durum halini aldı. Finansal krizler ortaya çıktığı ülkelerde ekonomik ve toplumsal olarak her kademeyi etkilemeye başladı. Bu nedenle bu çalışmada, ABD'de başlayan, ardından gelişmiş ülkelere sıçrayan, daha sonra gelişmekte olan ülkelere bulaşan 2008 finansal krizinden, BİST'te 17 alt endekste işlem gören halka açık işletmelerin öz sermaye kârlılıklarının etkilenip etkilenmediğinin yanı sıra kriz öncesi ve kriz sonrası durum yorumlanmaya çalışılmıştır. Eğer etkilendiyse, DuPont yöntemine göre öz sermaye kârlılıklarını oluşturan üç faktörden en fazla hangisinin etkisi ile ortaya çıktığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda BİST'te işlem gören işletmelerin, 2004-2014 yıllarında yayınlanan verileri ele alınarak, DuPont yöntemi ile kriz öncesi, sonrası ve krizin etkilerini gösteren verilere ulaşılmaya çalışılmıştır. Toplam 17 alt endekste yer alan 257 işletme üzerinde yapılan analiz sonucunda özellikle krizin ortaya çıktığı yıl olan 2008 yılında işletmelerin öz sermaye kârlılık oranlarının azaldığı ve bazı sektörler için bu etkinin devam ettiği belirlenmiştir. Genel olarak bu etkinin ortaya çıkmasını en çok etkileyen faktörlerin net kâr marjı ve öz sermaye çarpanı olduğu da korelasyon analizi kullanılarak belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, BİST, Öz Sermaye Karlılığı, DuPont Analizi

ABSTRACT

OF THE 2008 FINANCIAL CRISIS, ITS IMPACT ON THE PROFITABILITY OF EQUITY CAPITAL: AN APLICATION IN BIST

PİLATİN, Abdulmuttalip

Master Degree-2016

Department of Business Administration

Advisor: Prof. Dr. Osman Karamustafa

Globalization did not only approach countries to each other and increase their similarities, but also generated a phenomenon that incidents in a particular state impact other states. This new appearance is more frequently seen with financial and economic happenings. Moreover, financial crises began to influence all economic and social layers of the countries in which they arise. Therefore, it is examined in this study whether the USA-sourced financial crisis which then spread to developed, and subsequently to developing countries, was influenced by the equity profitability of publicly held corporations that are dealt at the 17 sub-indexes of BIST; and if so,with the influence of which of the three factors that constitute equity profitability according to the DuPont method it has surfaced. In this respect, data of the corporations that deal at BİST, which is published between 2004 and 2014, has been reviewed and assessed on the basis of DuPont method; towards reaching findings that reveal the effects of the crisis. In conclusion of the analysis conducted on 257 corporations which are listed in a total of 17 sub-indexes, it has been found out that the equity profitability rates of the corporations have decreased especially in 2008; the year that the crisis surfaced. Moreover, it has been detected via correlation analysis that the factors which most influenced the manifestation of this effect are net profit margin and own capital.

Keywords: Financial Crisis, BIST, The Profitability of Equity, DuPount Analysis

ÖZGEÇMİŞ

Abdulmuttalip PİLATİN, 1986 yılında Rize'de doğdu. İlköğrenimini Trabzon Köprübaşı ilçesinde tamamladı. Orta öğretimini Rize Şevket Yardımcı İlköğretim Okulunda tamamladı. Rize Lisesi'ndeki eğitiminin ardından Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme bölümünü kazandı ve eğitimimi dört yılda tamamladı. 2010 yılında vatani görevini Tekirdağ'da tamamladıktan sonra T.C. Ziraat Bankası'nda çalışmaya başladı. 2011 yılında T.C. Ziraat Bankası'ndan istifa ederek Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi'nde çalışmaya başladı ve hala çalışmaya devam etmektedir.